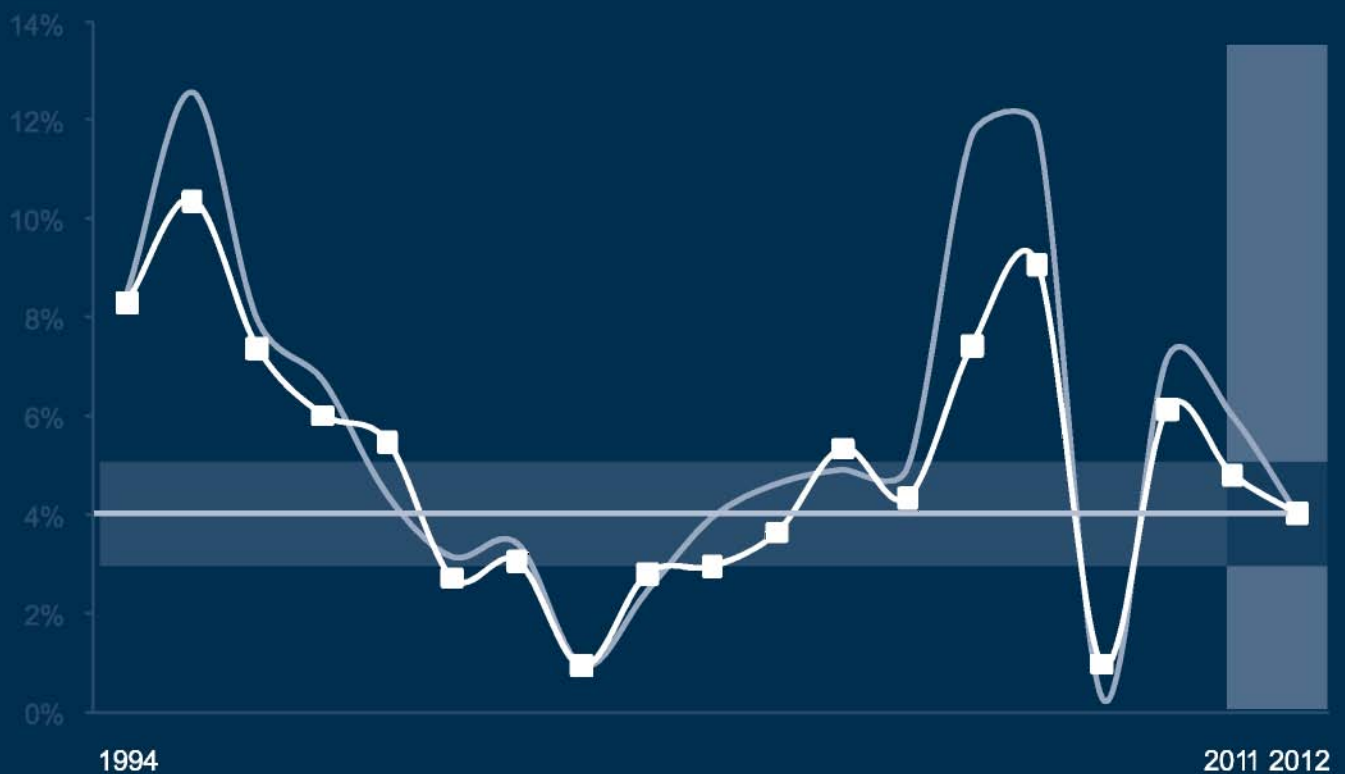


INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2011

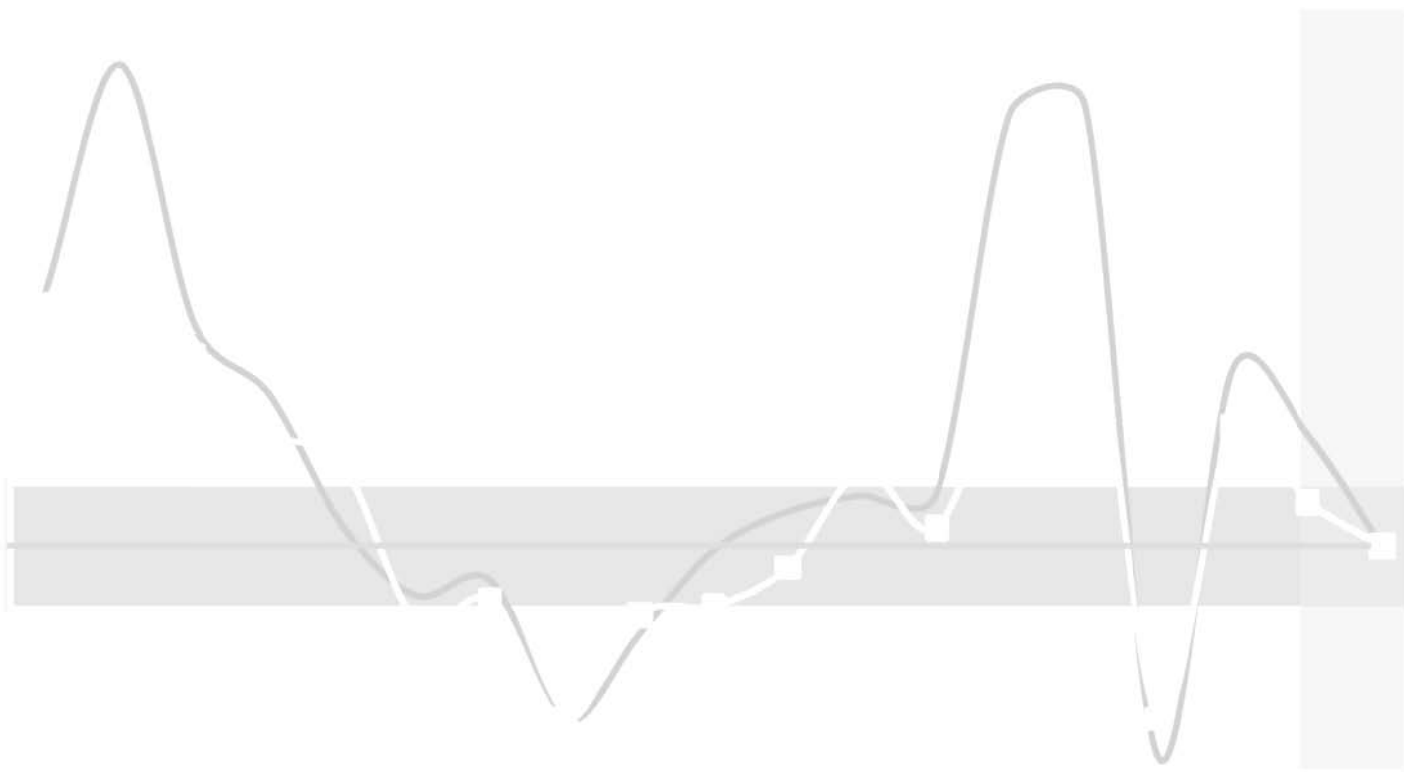


BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2011

Banco Central de Bolivia



Índice

PRESENTACIÓN	5
RESUMEN EJECUTIVO	9
I. CONTEXTO INTERNACIONAL.....	13
I.1 Actividad económica mundial	14
I.2 Precios de los productos básicos.....	19
I.3 Inflación internacional	21
I.4 Mercados financieros y movimientos de capitales.....	23
Recuadro I.1: El retorno de la inflación internacional	28
Recuadro I.2: La "Guerra de divisas": Carácter y posibles consecuencias	31
II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	35
II.1 Contexto y evolución reciente de la inflación.....	35
II.2 Inflación por divisiones del IPC.....	37
II.3 Inflación por ciudades.....	38
II.4 Inflación transable y no transable	39
II.5 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias	39
II.5.1 Precios al productor industrial manufacturero	39
II.5.2 Costos de construcción	40
II.5.3 Actividades remuneradas	41
II.6 Factores que explican la evolución reciente de la inflación	41
II.6.1 Repunte de la inflación importada	41
II.6.2 Problemas en el sector agropecuario.....	43
II.6.3 Expectativas de inflación hacia el alza	45
II.6.4 Presiones de demanda	46
II.6.5 Nivelación temporal de los precios de los combustibles	46
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO.....	47
III.1 Actividad económica y gasto	47
III.1.1 Actividad económica	47
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto.....	50
III.2 Balanza de pagos.....	51
III.3 Intermediación financiera	53
III.4 Agregados monetarios	56
Recuadro III.1: El sistema financiero y la corrida bancaria	57

IV. POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA	61
IV.1 Política monetaria.....	62
IV.1.1 El programa monetario.....	63
IV.1.2 Operaciones de mercado abierto	65
IV.1.3 Encaje legal	68
IV.2 Política cambiaria	69
IV.2.1 Orientación de la política cambiaria.....	70
IV.2.2 Comportamiento de la oferta y demanda de dólares en el Bolsín	72
IV.3 Otras medidas aplicadas	73
IV.3.1 Medidas de regulación al sistema financiero	73
IV.3.2 Medidas del Órgano Ejecutivo para promover el abastecimiento	74
Recuadro IV.1: La liquidez en la economía y el control de la inflación	76
Recuadro IV.2: El debate en torno a la Enfermedad Holandesa	80
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	83
V.1 Contexto internacional	84
V.2 Contexto nacional.....	88
V.3 Perspectivas de la inflación	90
V.4 Balance de riesgos.....	90
Recuadro V.1: Carácter y naturaleza del balance de riesgos.....	93
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE USO FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN.....	95

Presentación

Consistentes con la visión adoptada desde el inicio del proceso de Cambio en el ámbito de promover la estabilidad macroeconómica y el crecimiento del país de manera coordinada con el Órgano Ejecutivo, las políticas del Banco Central de Bolivia (BCB) en 2010 fueron contracíclicas. En este contexto, la política monetaria se caracterizó inicialmente por una reducción gradual de los impulsos monetarios, finalizando la gestión con retiros netos de liquidez orientados a reducir las presiones inflacionarias, sin que ello ocasionara incrementos significativos de las tasas de interés, procurando así no incidir negativamente en el crecimiento del crédito en la economía.

Por su parte, la política cambiaria continuó orientada a mitigar las presiones inflacionarias externas y a profundizar el proceso de recuperación de la soberanía monetaria, entendido como una mayor bolivianización. A finales del segundo semestre de 2010 y frente al repunte de la inflación importada, se apreció gradualmente la moneda nacional. Además de contribuir al control de la inflación, la medida ayudó a dinamizar el proceso de bolivianización y a incrementar con mayor celeridad las reservas internacionales netas.

La evaluación preliminar de las políticas aplicadas por el Ente Emisor en 2010 señala que tuvieron un rol importante sobre el buen desempeño de la economía nacional y la preservación de su estabilidad macroeconómica. Asimismo, contribuyeron a promover el crecimiento del sistema financiero y la mayor confianza del público depositada en éste. De esta forma, la economía boliviana continuó en la senda de crecimiento y con perspectivas continuas hacia el alza.

En el marco de los resultados obtenidos, el enfoque de políticas adoptado fue resaltado por diversos

organismos internacionales e indujo a una mejora en las calificaciones de riesgo para Bolivia por parte de entidades internacionales especializadas en el tema. También es importante señalar que tuvo la aprobación y constante apoyo de los principales estamentos de la sociedad boliviana (campesinos, trabajadores mineros, trabajadoras del hogar, juntas vecinales, comerciantes minoristas, entidades financieras y empresarios), aspecto que se vio plasmado en la positiva rendición de cuentas de las políticas por medio de la presente publicación y otra de difusión masiva.

En 2010, el contexto internacional de recuperación económica gradual y diferenciada fue concordante con un acelerado crecimiento de los precios internacionales de *commodities*, en particular de alimentos. En el segundo semestre del año, junto a la apreciación de las monedas de los socios comerciales y en un entorno de eventos climáticos adversos, se observó un incremento de los indicadores de inflación doméstica. Éstos también fueron influidos por las expectativas de inflación que incidieron y se retroalimentaron por la especulación y el ocultamiento de productos que forman parte de la canasta del IPC. Finalmente, la medida temporal de nivelación de precios de hidrocarburos, tuvo un fuerte efecto en la inflación de diciembre (1,8%) e incidió en la cifra de cierre del año 2010 (7,2%).

En el ámbito económico nacional, se estima que el ascenso en el ritmo de variación de precios observado en el segundo semestre de 2010 se modere a lo largo de 2011. Sin embargo, por base de comparación con un primer semestre de 2010 caracterizado por inflaciones bajas, las tasas interanuales presentarían una tendencia creciente en el primer semestre de 2011, para luego moderarse a partir de la segunda mitad del año hasta converger gradualmente a finales del

presente bienio a la meta de mediano plazo (4%). En este sentido, la política monetaria continuará orientada a regular oportuna y gradualmente la liquidez en la economía, con el propósito de controlar la inflación sin afectar al ritmo de expansión de la actividad. Por su parte, la política cambiaria mitigará las presiones inflacionarias externas y seguirá coadyuvando al proceso de bolivianización.

El presente IPM muestra que las proyecciones de inflación se encuentran en torno a 6% y 4% al cierre de 2011 y 2012, respectivamente. Los principales riesgos hacia el alza se concentran en la intensificación de expectativas inflacionarias, debido a la continuidad de prácticas especulativas y de ocultamiento, junto a incrementos en los precios nacionales de alimentos, por factores climáticos con una adversidad mayor a la esperada (La Niña), y en los precios internacionales a consecuencia de presiones para la apreciación de las monedas de los socios comerciales por el importante flujo de capitales a sus economías.

Por el contrario, una mayor oferta de productos agropecuarios estratégicos en virtud a políticas públicas de apoyo y subsidio a la producción agropecuaria y de lucha contra la especulación y el contrabando, junto

a la negociación de precios administrados por parte del Órgano Ejecutivo, serían los factores que podrían implicar una inflación menor a la proyectada.

En términos agregados, el balance está sesgado hacia el alza, en la medida que continúen las prácticas especulativas, de ocultamiento y contrabando. Frente a la eventual concreción de algunos de estos riesgos, el BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo tomarán oportunamente las medidas que correspondan.

En esta dirección, el BCB renueva su compromiso con el desarrollo económico y social del Estado Plurinacional, la recuperación de la soberanía monetaria, la visión pluricultural y la necesidad de preservar ante todo la estabilidad macroeconómica como patrimonio del Estado y de toda la sociedad boliviana.

El presente IPM fue aprobado en la sesión ordinaria de Directorio de fecha 1 de febrero de 2011.

Lic. Marcelo Zabalaga Estrada
Presidente a.i. del Banco Central de Bolivia

La Paz, febrero de 2011

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 28 de enero de 2011. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

Resumen ejecutivo

El crecimiento de la economía mundial durante 2010 (5%) estuvo caracterizado por el impulso de políticas públicas adoptadas frente a la crisis financiera y económica global de 2008-2009 y por un mayor dinamismo del comercio mundial. No obstante, el desempleo aún se ha mantenido en niveles altos en las economías desarrolladas.

En el segundo semestre de 2010, el crecimiento a nivel mundial se caracterizó por una disparidad en el ritmo de recuperación y crecimiento económico entre regiones. Las economías emergentes reflejaron mayor celeridad en la dinámica de su actividad, en comparación con las economías desarrolladas que todavía presentaron fragilidades latentes, fruto de la situación fiscal y financiera de varias economías europeas. Entre las economías emergentes, destacó el crecimiento de Asia y América Latina (9,3% y 5,9%, respectivamente), en virtud al impulso proporcionado por la demanda interna.

Los precios internacionales de las materias primas continuaron en alzas generalizadas en los últimos meses, situándose en niveles históricamente altos en algunos casos, como el de alimentos. Al mismo tiempo, la inflación internacional reflejó tendencias de resurgimiento. En efecto, en promedio, la inflación de los países latinoamericanos habría terminado en torno a 7% en 2010, en tanto que la inflación de las economías emergentes y en desarrollo se ubicó alrededor del 6%. La preocupación respecto del crecimiento de los precios internos ha llevado a la aplicación de diferentes medidas en el ámbito de la política monetaria. En el caso de América Latina, algunos de los bancos centrales incrementaron sus tasas de política de referencia (Chile, Brasil y Perú) e

incluso incrementaron los requerimientos de encaje legal, como en el caso de Brasil y Perú.

A finales de 2010 se observó un aumento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales debido a las tensiones derivadas de la situación fiscal de varias economías europeas. Sin embargo, es importante destacar que la volatilidad observada fue menor a la registrada durante la crisis económico-financiera internacional de 2008-2009.

En virtud a la dinámica y perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la disminución de los *spreads* soberanos y la mayor oferta de dólares propiciada por el programa de flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal de EE.UU. (QE2 por su sigla en inglés), aumentaron los ingresos de capitales hacia las economías emergentes. Este contexto generó presiones hacia la apreciación de las monedas de las economías receptoras, tendencia que se reflejó igualmente en países de América Latina, lo que llevó a que en algunas economías se implementen medidas administrativas, controles de capitales o intervenciones cambiarias con la intención de moderar las presiones a la apreciación de sus monedas.

En este contexto, la tasa interanual de variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Bolivia alcanzó a diciembre de 2010 a 7,2%, mientras que el núcleo inflacionario terminó en 6,1%. El incremento en los precios, que tendió a acelerarse en el segundo semestre del año, estuvo explicado principalmente por el alza de la inflación internacional, especialmente de alimentos, y la presencia de factores climáticos adversos como sequías y heladas, junto a focos de calor, que afectaron a la producción agropecuaria.

También influyeron las expectativas de inflación por la presencia de prácticas especulativas en los mercados de alimentos. Adicionalmente, se advirtieron algunos indicios de leves presiones inflacionarias de demanda. Finalmente, el atípico incremento de la inflación registrada en el mes de diciembre (1,8%), estuvo relacionado con la nivelación transitoria de precios de los principales combustibles en el mercado interno.

En el último semestre de 2010 todas las divisiones que conforman el IPC registraron incrementos de precios, con excepción de la división de Comunicaciones (-2,8%). Los rubros que mostraron mayores incrementos fueron Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (12,3%), Transporte (9,7%) y Restaurantes y Hoteles (7,6%). A nivel de las ciudades capitales, la que experimentó mayor inflación en la segunda mitad de 2010 fue Oruro (8,1%), siendo igualmente significativos los incrementos de precios en Sucre (7,9%), Potosí (7,8%), Tarija (7,7%) y Cochabamba (7,5%). No obstante, su incidencia fue limitada debido a su baja ponderación en el contexto nacional, con excepción del último caso.

En términos de la actividad económica, su desempeño al tercer trimestre de 2010 fue impulsado principalmente por el crecimiento de los sectores no extractivos, como el transporte, los servicios financieros y la manufactura. El buen desempeño del sector transporte estuvo relacionado en gran medida por el crecimiento del transporte aéreo (29%), constituyéndose en uno de los más dinámicos de la economía. El subsector bancario fue el que registró mayor crecimiento al interior del sistema financiero; y el desempeño del sector en general fue un reflejo de mayores grados de intermediación financiera en la economía boliviana. Finalmente, la producción de bebidas y tabaco, que alcanzó tasas de variación en torno a 6%, estimuló el crecimiento de la industria manufacturera.

Por su parte, el sector hidrocarburos dinamizó el crecimiento de las actividades extractivas no renovables. El repunte del sector hidrocarburífero se debió principalmente al incremento de las ventas de gas a Argentina y Brasil, en el primer caso por la

suscripción de la Adenda al contrato ENARSA. Por su parte, la minería experimentó una leve caída (3,7%) en comparación con los elevados volúmenes observados en 2009, cuando la producción del sector prácticamente duplicó la registrada tres años antes en virtud a la puesta en marcha de importantes proyectos mineros.

El comportamiento del producto por tipo de gasto estuvo determinado principalmente por la evolución de la demanda interna y, al interior de ésta, por el consumo privado. Al tercer trimestre de 2010 la incidencia de la demanda interna fue de 4,7 puntos porcentuales (pp) y la del consumo privado 2,8pp.

En este contexto, se estima que la actividad económica habría alcanzado una tasa de crecimiento de 4,2% en 2010, en virtud al dinamismo de la demanda interna. Por otra parte, dado el favorable contexto internacional, la cuenta corriente de la balanza de pagos habría registrado un superávit equivalente al 4% del PIB (ver Cuadro siguiente). El saldo favorable se debe en su mayor parte a la balanza comercial positiva y a las remesas recibidas de trabajadores bolivianos en el exterior, lo que se reflejó en un crecimiento de las reservas internacionales netas, cuyo saldo al 31 de diciembre de 2010 fue de \$us9.730 millones.

CUADRO: CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2008	2009	2010 ^e
PIB (a precios de mercado)	6,1	3,4	4,2
PIB (a precios básicos)	6,1	3,9	4,0
PIB sin petróleo (a precios básicos)	6,4	5,3	3,5
PIB sin extractivas (a precios básicos)	3,7	4,9	4,0
Cuenta corriente (como porcentaje del PIB)			
	2008	2009	2010 ^e
Cuenta corriente	11,9	4,7	4,0
Exportaciones de bienes	38,9	28,2	32,1
Importaciones de bienes	-30,3	-25,4	-27,0

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: (e) estimado

En 2010 la actividad de intermediación financiera continuó expandiéndose. La coordinación de las políticas del BCB con el Órgano Ejecutivo, en cuanto a la aplicación de medidas de fomento al sector, incentivó los créditos en moneda nacional, primordialmente los orientados al sector productivo, permitiendo alcanzar niveles récord en el crecimiento de la cartera del sistema financiero.

Asimismo, se presentó una notable profundización del proceso de remonetización. En efecto, en 2010 el boliviano continuó fortaleciendo sus funciones de dinero, consolidando su aceptación como medio de cambio y reserva de valor, lo que se reflejó en una mayor preferencia del público por la moneda nacional. Las políticas implementadas por el BCB, especialmente las tasas de encaje legal diferenciadas por moneda y la apreciación gradual del boliviano desde finales de noviembre, fueron determinantes para alcanzar una bolivianización de cartera y depósitos igual a 56,3% y 56,1%, respectivamente.

Un aspecto de importancia para el diseño e implementación de la política monetaria fue la coordinación de políticas entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB. Esta coordinación tuvo lugar mediante la elaboración conjunta del Programa Fiscal-Financiero anual, cuyas metas trimestrales fueron incorporadas en la "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal-Financiero 2010," que fue suscrita por ambas entidades. Las metas fueron cumplidas con suficientes márgenes, destacando en el año el superávit fiscal obtenido y el crecimiento de las reservas internacionales.

Al cierre de 2010 la emisión monetaria registró un incremento de 30,1%, principalmente por dos aspectos, el primero de connotación negativa y otro de carácter positivo: la corrida bancaria experimentada en la última semana del año; y la recomposición de los portafolios de los agentes a favor de los activos en moneda nacional. Descontando estos aspectos, el crecimiento habría estado en torno a 20%. Además, en línea con la orientación de las políticas implementadas, el crecimiento de los agregados monetarios más amplios (M³ y M³) se desaceleró. En efecto y a manera de ejemplo, el agregado M³ pasó de un crecimiento de 19,7% en 2009 a uno de 12,5% en 2010.

El carácter contracíclico de las políticas del BCB determinó un cambio gradual en la orientación de la política monetaria en 2010, siendo oportunamente regulada la liquidez con el fin de reducir las presiones inflacionarias. Desde inicios de la gestión se redujeron

los impulsos monetarios, finalizando el año con retiros netos de liquidez. Los incrementos en la oferta de títulos públicos a lo largo de 2010 permitieron transitar desde redenciones a colocaciones netas en el principal instrumento de regulación monetaria. Para evitar efectos negativos sobre el crecimiento del crédito en la economía, se prestó especial atención a que las colocaciones netas no impliquen incrementos significativos de las tasas de interés activas del sistema financiero.

Por su parte, la política cambiaria se orientó en principio a mantener estables las expectativas en el mercado de divisas. Posteriormente y a partir de la última semana de noviembre, su énfasis radicó en mitigar las presiones inflacionarias de origen externo. En ambos períodos, otro resultado primordial fue la profundización del proceso de remonetización. Asimismo, la orientación de la política cambiaria permitió que el tipo de cambio real se encuentre alrededor de su valor estimado de equilibrio.

En efecto, debido a la mayor inflación importada en el segundo semestre de 2010, cuyo origen radicó en la inflación y apreciación de las monedas de los socios comerciales de Bolivia, se inició una gradual apreciación del boliviano a un ritmo acorde con la naturaleza del régimen cambiario deslizando adoptado por la economía nacional. La medida, además de mitigar presiones externas, dio un nuevo impulso a la bolivianización y a la acumulación de reservas internacionales por parte del BCB.

Cabe mencionar también las acciones implementadas por el Gobierno Nacional con el fin de generar mayor abastecimiento en los mercados, reducir los precios de alimentos, controlar el ocultamiento y la especulación, así como proporcionar incentivos a los sectores productivos.

Con relación a las perspectivas para 2011, las proyecciones de organismos internacionales señalan que el producto mundial crecerá 4,4%, observándose nuevamente un mejor desempeño de las economías emergentes en virtud a los impulsos proporcionados por su demanda interna. Aunque la cifra es menor a la de 2010 (5%), refleja la gradual convergencia del crecimiento global a la tasa de crecimiento potencial

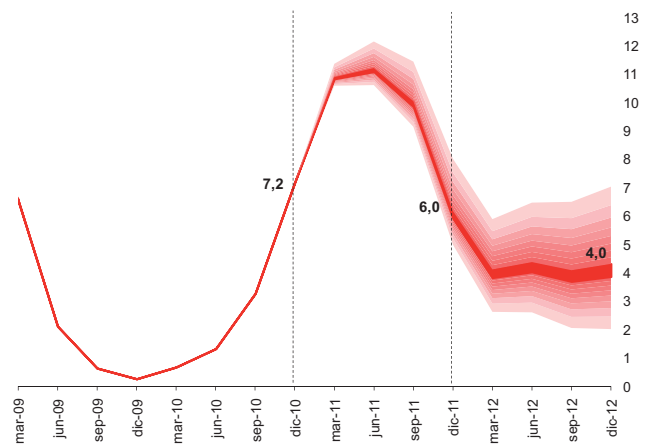
(afectada hacia la baja por la crisis mundial). Asimismo, se espera que los flujos comerciales sigan siendo un factor determinante, en particular para las economías más abiertas al comercio internacional y para aquellas con lazos comerciales más estrechos con Asia. Por su parte, para el caso de América Latina, se prevé un crecimiento de 4,3%, resultado de la disminución del impulso proveniente del gasto público y del agotamiento de la capacidad productiva ociosa. En ese sentido, el crecimiento del PIB externo relevante para Bolivia en 2011 se situaría alrededor del 3,6%, cifra inferior a la observada en 2010 (4,7%).

A su vez, los precios internacionales de las materias primas tenderían a incrementarse en 2011 en la medida que las economías emergentes incrementen su demanda, esperándose un crecimiento de los precios de algunos minerales y ciertos *commodities* agrícolas. Este comportamiento en los mercados de *commodities*, junto al dinamismo de las economías emergentes, podría traducirse en mayores presiones inflacionarias, especialmente en el caso de las economías mencionadas. Por el contrario, en la mayor parte de las economías avanzadas, el bajo crecimiento, alto desempleo y exceso de capacidad sugieren que la inflación se mantendría en niveles moderados. De esta forma, se estima que la inflación internacional relevante para Bolivia será cercana a 2,4% en 2011.

En este entorno externo, se proyecta que el crecimiento de la actividad interna en 2011 se situaría en un rango entre 4,5% y 5,5% y sustentado en la inversión pública en sectores estratégicos (hidrocarburos, minería e infraestructura). En lo que concierne al comportamiento de las cuentas externas, se estima un superávit de cuenta corriente de alrededor 3,2% del PIB, resultado del buen desempeño de las exportaciones de minerales e hidrocarburos.

Finalmente, con relación a las perspectivas sobre la evolución de la inflación nacional para el próximo bienio, las proyecciones realizadas señalan que la inflación se situaría en torno a 6% a fines de 2011. A su vez, durante 2012 la inflación tendería a converger hacia su meta de mediano plazo (4%), como lo muestra el siguiente Gráfico en el que se destacan los márgenes de incertidumbre implícitos en esta proyección.

GRÁFICO: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación en cuatro trimestres, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central (La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%)

Este escenario no está exento de riesgos, puesto que existen factores que podrían generar una desviación de la inflación hacia el alza o hacia la baja. Entre los riesgos hacia el alza destacan las expectativas inflacionarias alentadas por mayores prácticas especulativas y de ocultamiento de bienes, junto con una mayor adversidad que la esperada de los efectos de La Niña sobre la oferta y precios del sector agropecuario. Un incremento de los precios internacionales de alimentos, fuera de los márgenes previstos, se constituye en otro riesgo hacia el alza. En menor medida, permanecen como riesgo las presiones a la apreciación de las monedas de los socios comerciales, las cuales podrían ser mitigadas con intervenciones cambiarias e inclusive con controles de capital en dichas economías. Estos factores podrían ser contrarrestados por los efectos de las políticas gubernamentales de apoyo a los productores de alimentos y de control al contrabando y ocultamiento de productos de la canasta del IPC, además de la negociación de precios administrados.

Ante la materialización de cualquiera de estos riesgos, el BCB coordinadamente con el Órgano Ejecutivo tomarán las medidas correspondientes para cumplir con su compromiso de controlar la inflación y contribuir al desarrollo económico y social del país.

I. Contexto internacional

Durante 2010 el desempeño de la economía mundial fue alentador, impulsado tanto por políticas públicas adoptadas frente a la crisis, como por un mayor dinamismo del comercio mundial. Sin embargo, los mercados financieros mundiales registraron una elevada volatilidad debido a las tensiones derivadas de la situación fiscal de varias economías europeas, lo cual repercutió sobre el dinamismo de su actividad económica.

En el segundo semestre de 2010, se continuó observando diferentes ritmos de recuperación a nivel de las distintas economías. Aunque hubo una leve desaceleración en el crecimiento de las economías emergentes, éstas evidenciaron una mayor celeridad respecto a las desarrolladas, que todavía mantienen gran preocupación derivada de la situación fiscal en varias economías europeas. Dentro de las economías emergentes, Asia se mantuvo a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en esta economía como en América Latina, la demanda interna privada fue la principal fuente del buen desempeño económico.

Los precios de las materias primas continuaron mostrando alzas generalizadas en los últimos meses. Sin embargo, la inflación en el mundo tuvo una trayectoria distinta entre regiones. Por ejemplo, en países desarrollados se mantuvo en niveles todavía bajos, pero mayores a los de 2009, razón por la cual existe preocupación al respecto en algunas economías. Por otro lado, en las economías emergentes se han registrado mayores presiones inflacionarias, resultado tanto de la inflación importada como del fuerte crecimiento de la demanda interna.

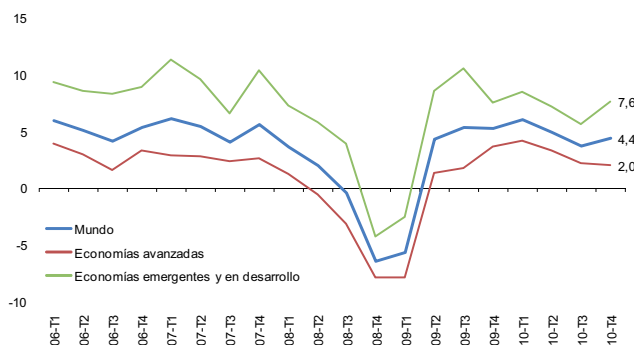
Con relación a los mercados financieros, se acentuaron las tensiones financieras en Europa, a diferencia de EE.UU. que mostró una mejor situación por la recuperación observada durante el último trimestre de

2010. En las economías emergentes, gracias a su desempeño macroeconómico y a la favorable percepción de riesgo de los inversionistas, se observó nuevamente un fuerte ingreso de flujos de capitales, lo que generó presiones sobre los tipos de cambio, principalmente en las economías de América Latina.

I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

La recuperación después de la crisis económica global en 2009 evolucionó a un ritmo mejor del esperado a inicios de 2010 (4,4% de expansión), con mayor dinamismo en las economías emergentes y en desarrollo (7,6%) que en las economías avanzadas (2%). No obstante, a partir del segundo semestre hubo una leve desaceleración en el crecimiento. Es así como la situación financiera y macroeconómica presentó algunos elementos de preocupación, en especial en las economías desarrolladas donde se hicieron fuertes ajustes fiscales. Éstas presentaron una recuperación lenta, caracterizada por un nivel de desempleo elevado y, por consiguiente, un consumo privado menos dinámico. Esta situación contrasta con la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo, con excepción de aquellas que tienen mayor intercambio comercial con Estados Unidos y Europa (Gráfico I.1).

GRÁFICO I.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(Tasa trimestral anualizada, en porcentaje)



FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2010 y actualización enero de 2011
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (e) estimado

En este contexto y de acuerdo con los principales organismos internacionales, se deben impulsar dos acciones para alcanzar una recuperación sostenida:¹ (a) un reequilibrio interno, orientado a fortalecer la demanda privada en las economías avanzadas que permita recuperar el equilibrio fiscal, además de impulsar el fortalecimiento y reforma del sector financiero para una adecuada reactivación del crédito; y (b) un reequilibrio externo, orientado a incrementar las exportaciones netas de los países deficitarios, como EE.UU, y a reducir las de los países superávitarios, como los asiáticos, para promover el crecimiento y sostenibilidad de los primeros.

Respecto al comercio mundial, éste mostró mayor dinamismo y se convirtió en uno de los impulsores de la recuperación de la actividad económica. Se estima

¹ Recomendaciones formuladas principalmente por el Fondo Monetario Internacional (FMI), que en su informe *Perspectivas de la economía mundial* de octubre de 2010 señala la necesidad de impulsar estas tareas.

que el crecimiento del comercio para 2010 estuvo cercano al 11%, explicado principalmente por el dinamismo de las exportaciones de países emergentes y en desarrollo, en especial de los no productores de petróleo.

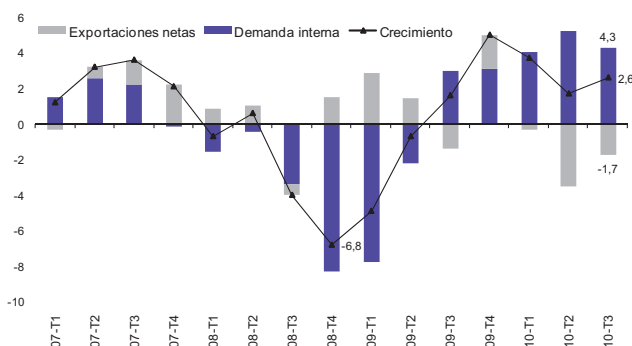
En términos más desagregados, en los últimos meses la perspectiva sobre la debilidad de la economía estadounidense se ha moderado. No obstante, en opinión de la Reserva Federal (FED) la recuperación aún parece ser muy lenta. En ese sentido, con el fin de impulsar la economía estadounidense, en el mes de noviembre de 2010 y en el marco de una segunda ronda de flexibilización cuantitativa (QE2, por la sigla en inglés de *Quantitative Easing*), la FED lanzó un nuevo programa de compra de Bonos del Tesoro por un valor de \$us600 mil millones a ser efectivizados hasta fines del primer semestre de 2011.

De acuerdo con el *Bureau of Economic Analysis* (BEA), al tercer trimestre de 2010 el PIB de EE.UU. registró un crecimiento de 2,6%, nivel por encima del estimado inicialmente y del crecimiento del segundo trimestre de 1,7% (Gráfico I.2). De esta forma, se estima que la economía estadounidense habría crecido cerca de 3% en el año pasado, alcanzando un nivel de actividad similar al observado en el último trimestre de 2007.

Este comportamiento se relaciona en particular con la disminución de la incidencia negativa de las exportaciones netas por efecto de la debilidad del dólar y del consumo privado. En el primer caso, el déficit comercial sustrajo 1,7pp de incidencia a la cifra del tercer trimestre, cifra menor en comparación al valor de 3,5pp en el trimestre previo. En el segundo caso, la inversión privada tuvo el mayor aporte al crecimiento (1,8pp), debido a una recomposición de los inventarios. También fue relevante el consumo privado, mientras que la inversión residencial fue menos dinámica (-0,75pp). En este contexto, la economía norteamericana dio indicios de una recuperación más sostenida.

De acuerdo con información de los Índices de Producción Industrial de la FED y del Instituto para la Administración de la Oferta (ISM por su sigla en inglés), la producción industrial recuperó los niveles de 2007. Así, el primero alcanzó en noviembre un valor mayor en 5,4% con relación al observado un año antes (Gráfico I.3a). Este incremento se explica

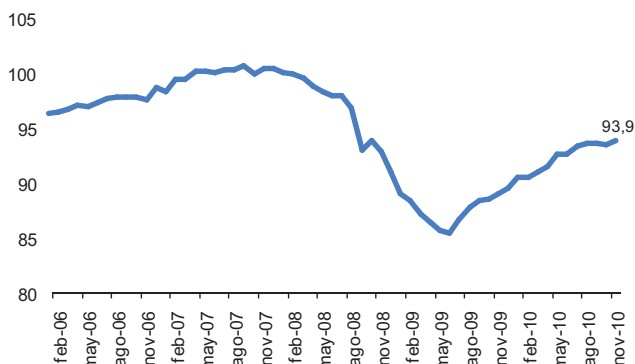
GRÁFICO I.2: CRECIMIENTO DEL PIB DE EE.UU.
(Tasa anualizada desestacionalizada e incidencias, en porcentajes)



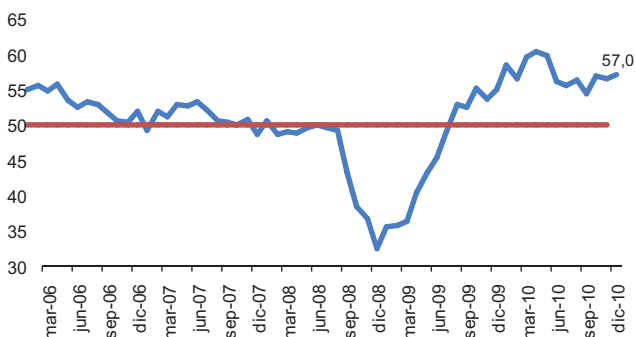
FUENTE: Bureau of Economic Analysis
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

GRÁFICO I.3: INDICADORES DEL SECTOR INDUSTRIAL DE EE.UU.

a) Índice de Producción de la Reserva Federal (2002=100)

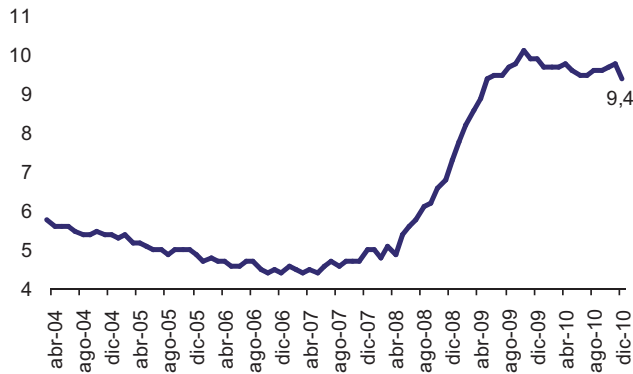


b) Índice ISM (50=nivel de producción normal)^{1/}



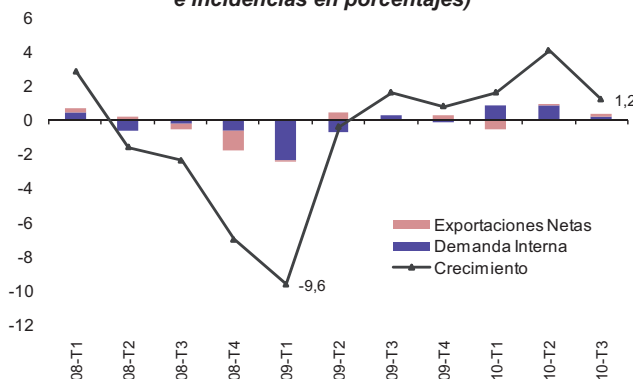
FUENTE: Institute for Supply Management y Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} El Índice ISM se encuentra en equilibrio cuando toma el valor de 50, que corresponde al nivel de producción normal

GRÁFICO I.4: TASA DE DESEMPLEO DE EE.UU.
(En porcentaje)



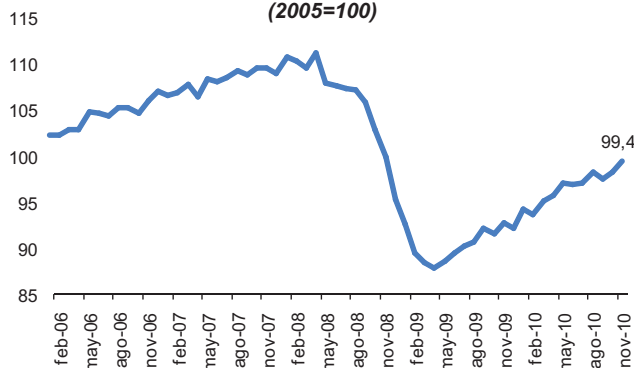
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.5: CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO
(Tasa de crecimiento trimestral desestacionalizada e incidencias en porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

GRÁFICO I.6: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL ZONA DEL EURO
(2005=100)



FUENTE: Eurostat
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

por el buen comportamiento en bienes durables, con excepción de los automotores, y además por un incremento de la capacidad utilizada, que fue igual a 75% y superior al 68% observado en julio de 2009, aunque todavía 5pp por debajo del promedio de 1972-2009. En el caso del segundo Índice, en diciembre de 2010 éste se encontró 7pp por encima del nivel normal y 24pp respecto del mínimo observado en diciembre de 2008 (Gráfico I.3b).

Por otra parte, la tasa de desempleo persistió por encima de 9%. En el mes de diciembre alcanzó a 9,4%, tasa menor en 0,4pp a la registrada en el mes previo (Gráfico I.4), alcanzando el número de desempleados a 15,5 millones. El mercado laboral se caracterizó por un ritmo negativo de creación de nuevos empleos (-0,4% en términos anualizados) y claramente menor al observado en otros períodos de recesión desde la década de los ochenta, los cuales fluctuaban entre 1,2% y 2,4% en términos anualizados. Ésta es una de las razones por la cual han permanecido e inclusive se han profundizado los impulsos monetario y fiscal en la economía estadounidense.

Por su parte, la situación de la Zona del Euro muestra un panorama más delicado. Durante el tercer trimestre de 2010 se observó un crecimiento de 1,2%, donde destacó el dinamismo de Alemania. Sin embargo, el crecimiento fue menor al 4,1% registrado en el trimestre previo que fue la tasa más alta desde el cuarto trimestre de 2006. De esta forma, el crecimiento promedio desde el tercer trimestre de 2009, momento en el que la tasa se tornó positiva, fue 1,9%. Esta situación se explicaría principalmente por los ajustes fiscales y el encarecimiento del euro en los últimos meses (Gráfico I.5).

En noviembre la producción industrial de la Zona Euro creció en 1,2% respecto al mes anterior, lo cual implicó una variación de 7,4% en términos interanuales (Gráfico I.6). Este crecimiento fue liderado especialmente por los bienes de capital y los insumos intermedios, a pesar de la caída en la producción de bienes de consumo durables.

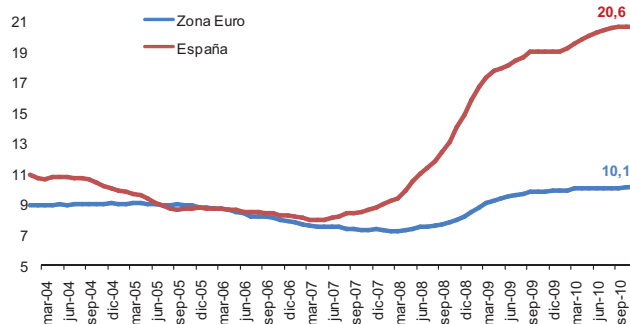
En cuanto a la tasa de desempleo en la Zona del Euro, ésta se situó en 10,1% en noviembre de 2010, donde destacó España con 20,6%, mientras que las menores tasas se registraron en Holanda (4,4%), Luxemburgo (4,8%) y Austria (5,1%). Estas cifras fueron resultado principalmente de las severas medidas de recorte fiscal debido a los problemas de sostenibilidad de deuda, a lo que se adicionó las rigideces en el mercado laboral de estos países (Gráfico I.7).

Tanto en EE.UU. como en Europa los Índices de confianza repuntaron. De acuerdo con el Índice del Sentimiento del Consumidor que elabora la Universidad de Michigan y la agencia *Thompson Reuters*, los consumidores estadounidenses estarían considerando que la recuperación se ha consolidado. Sin embargo, ésta aún no sería suficiente para mejorar su propia situación laboral y de ingresos en el corto plazo. Por su parte, en Europa, pese a la intensificación de los sentimientos negativos por la crisis de deuda soberana, la confianza del consumidor fue superior a las expectativas previas gracias a los datos registrados especialmente en Alemania (Gráfico I.8). Durante el segundo semestre de 2010, las medidas adoptadas por la Comisión Europea, el FMI y el Banco Central Europeo (BCE),² permitieron contener la creciente incertidumbre y evitar temporalmente el contagio en los mercados de deuda soberanos.

Por su parte, Japón registró una tasa de crecimiento de 1,1% en el tercer trimestre de 2010 (Gráfico I.9). Este comportamiento se explica por el dinamismo de su demanda interna, donde el consumo privado representó el 60% del PIB y tuvo una incidencia de 1,2pp. Por otro lado, las exportaciones netas se mantuvieron estables en este período debido principalmente al encarecimiento de su moneda.

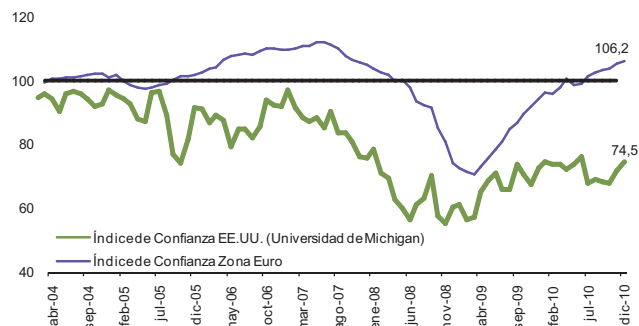
El crecimiento económico en países emergentes y en desarrollo, al igual que en las economías avanzadas, fue heterogéneo entre regiones, donde sobresalieron

GRÁFICO I.7: TASA DE DESEMPLEO DE PAÍSES SELECCIONADOS (En porcentaje)



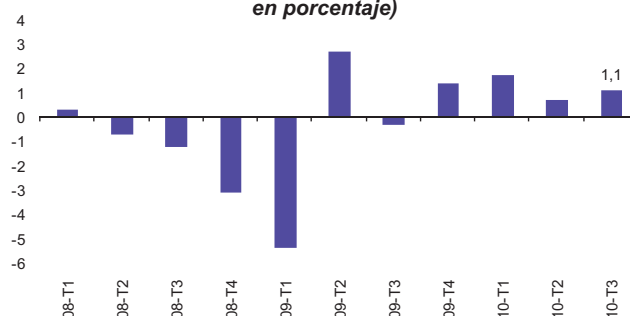
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.8: ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES EN EE.UU. Y LA ZONA EURO^{1/} (Índices mensuales, 1966=100, y 2000=100, respectivamente)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} El nivel base que toman estos índices es 100

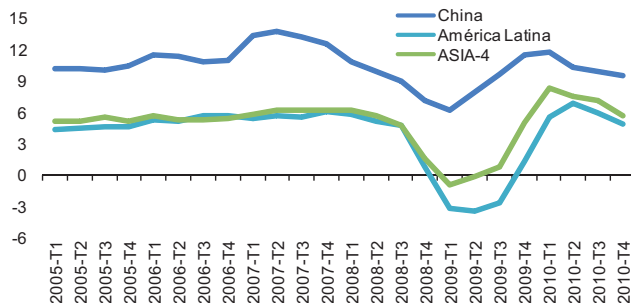
GRÁFICO I.9: CRECIMIENTO DEL PIB DE JAPÓN (Tasa de crecimiento trimestral desestacionalizada, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

² Creación de un mecanismo financiero de hasta €750.000 millones, para rescatar países con problemas de deuda o que enfrenten ataques especulativos sobre su deuda, mecanismo que cuenta con aportes de países de la Eurozona, el FMI y la Comisión Europea.

GRÁFICO I.10: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES
(Tasa interanual, en porcentaje)



FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2010 y actualización enero de 2011

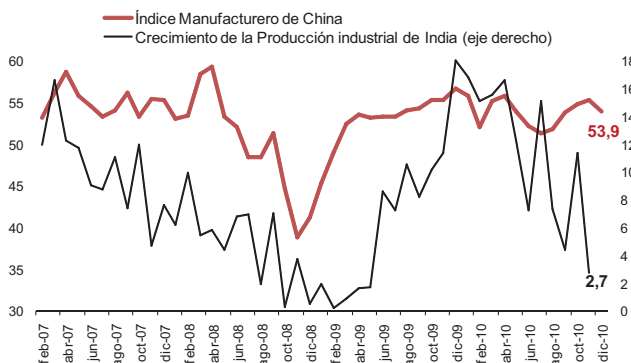
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Asia-4, incluye a Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia

los países de Asia (especialmente China) y América Latina (Gráfico I.10).

El repunte estuvo impulsado por el vigoroso dinamismo de la demanda interna de China, la cual se extendió a otras economías asiáticas, tales como Malasia e Indonesia. Sin embargo, se espera una ralentización de su dinamismo debido a los ajustes en materia de política económica frente al aumento de la inflación (Gráfico I.11). Por ejemplo, en India, en el último trimestre se observó una menor tasa de crecimiento de la producción industrial.

GRÁFICO I.11: INDICADORES DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
(En porcentaje)



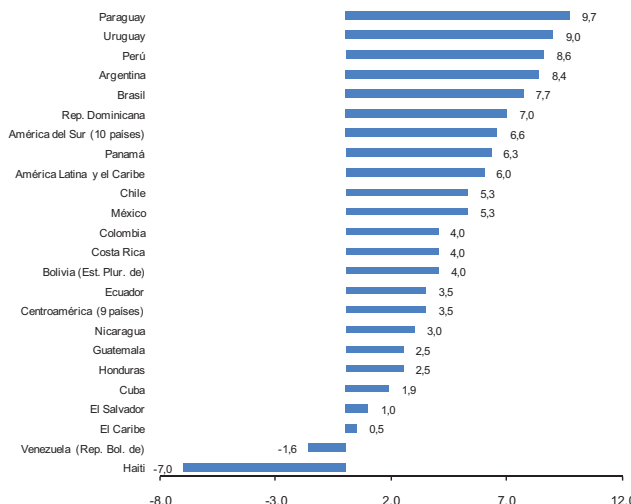
FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En América Latina, las medidas contracíclicas que desplegaron los gobiernos en la mayor parte de la región, sumadas al favorable escenario externo liderado por Asia, permitieron un aumento del volumen y de los precios de las exportaciones. Esta situación se reflejó en una rápida recuperación de los niveles de actividad que, en muchos casos, se situaron por encima de los niveles previos a la crisis (Gráfico I.12).

En la región, resaltó Brasil que ha mantenido un sólido desempeño de la actividad económica dado el fuerte dinamismo de la demanda interna. De acuerdo al Instituto Brasileño de Geografía y Estadísticas (IBGE), el crecimiento acumulado en esta economía en los primeros once meses de 2010 llegó a un nivel de 11,1%, destacando el sector de bienes de capital.

GRÁFICO I.12: CRECIMIENTO ECONÓMICO ESTIMADO PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE 2010
(En porcentaje)



FUENTE: CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (diciembre de 2010)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: La cifra para Bolivia corresponde a una proyección del BCB

De igual manera, el consumo privado también recuperó dinamismo en Argentina, Chile, Paraguay y Uruguay. En efecto, el aumento del crédito junto con la mejora en los indicadores laborales, se reflejó en la elevada expansión del consumo de bienes durables en estos países. Destaca también el mayor dinamismo de Chile en el segundo semestre, debido a las labores de reconstrucción de infraestructura así como por la reanudación de actividades en varias de las industrias afectadas por el terremoto.

De acuerdo a la CEPAL, la tasa de desempleo regional disminuyó hasta niveles en torno al 7,6%, al tiempo que mejoró la calidad de los puestos de trabajo generados. Durante 2010, Brasil lideró en América Latina la recuperación de los mercados laborales y, tanto el incremento de su tasa de ocupación (estimado

en 1pp para el año en su conjunto), como la reducción de su tasa de desempleo, superaron los promedios regionales. Otros países sudamericanos como Chile y Perú también registraron un importante aumento del empleo formal, siendo éste el motor del ascenso del nivel general de ocupación y de una reducción de la tasa de desempleo (Gráfico I.13).

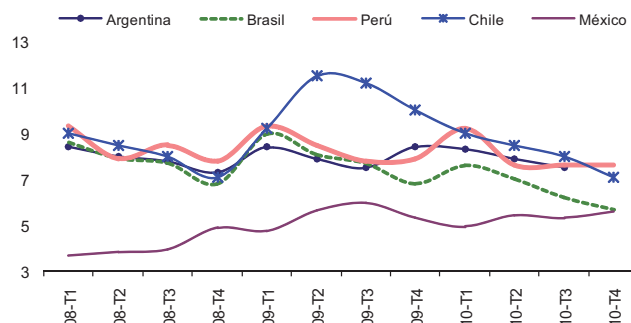
I.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Respecto a los precios de los productos básicos exportados por Bolivia, hasta diciembre de 2010 éstos han mantenido una tendencia creciente (Gráfico I.14). Los precios de los metales preciosos siguieron aumentando durante la intensificación de las tensiones financieras en Europa, debido a la búsqueda por parte de los inversionistas de activos más seguros. De igual manera, el precio de las materias primas agrícolas y alimentarias recuperó las pérdidas sufridas en el segundo trimestre del año. Dicho comportamiento fue importante en el caso de los granos cuyo precio se incrementó significativamente, debido a las sequías e incendios en los principales países productores.

A fines de 2010 el Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación (IPPBX), que mide los precios de la canasta de exportaciones de Bolivia, aumentó 21,4% respecto a diciembre de 2009, aspecto explicado por los altos precios que tuvieron tanto los minerales como el petróleo. Entre enero y noviembre de 2010, el precio promedio ponderado de exportación de gas natural alcanzó los 6,2 \$us/MMBTU,³ superior en casi 1,1 \$us/MMBTU al observado en similar período de 2009 y 0,46 \$us/MMBTU por debajo al observado en 2008. En términos de mercados, el precio de venta del contrato ENARSA con la República de Argentina fue 7,27 \$us/MMBTU, mientras que en el contrato GSA con Brasil el precio de venta alcanzó los 6 \$us/MMBTU; ninguno de estos precios superó a los observados en 2008.

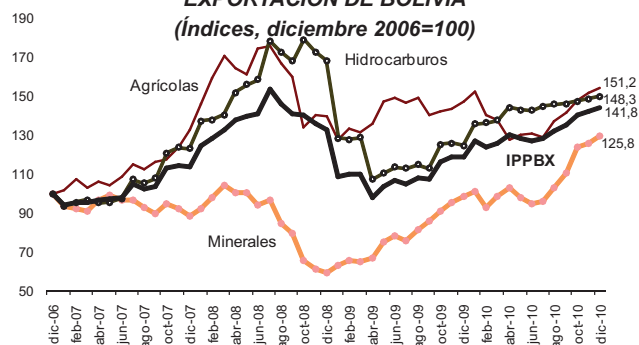
Las oscilaciones en los precios de exportación de gas natural se fundamentan en la dinámica de las cotizaciones de los hidrocarburos (*fuel oil*) considerados

GRÁFICO I.13: TASA DE DESEMPLEO EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS
(En porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: El dato de Argentina corresponde al tercer trimestre de 2010

GRÁFICO I.14: PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA
(Índices, diciembre 2006=100)



FUENTE: Bloomberg - Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

³ Este es un precio referencial ya que las nominaciones del contrato con Brasil se expresan a 68°F base saturada y a la Argentina a 60°F base seca y el precio promedio ponderado medido en \$us/MMBTU no considera ningún ajuste que permita homogeneizar estas diferencias.

CUADRO I.1: RESUMEN DE COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN
(Diciembre 2009 - diciembre 2010)

	dic-09	dic-10	Variación % Acumulada en el año
Zinc (\$us/LF)	1,1	1,0	-13,3
Oro (\$us/OTF)	1.098,9	1.370,9	25,0
Plata (\$us/OTF)	17,1	28,7	70,2
Estaño (\$us/LF)	7,2	11,9	54,3
Plomo (\$us/LF)	0,94	1,07	13,8
Soya (\$us/TM)	367,0	476,2	27,8
Harina de Soya (\$us/TM)	314,4	381,8	22,4
Aceite de Soya (\$us/TM)	891,0	1.195,3	28,3
Azúcar (\$us/TM)	662,3	898,8	31,0
Algodón (\$us/TM)	1.839,0	3.631,5	97,5
Café (\$us/LB)	1,6	2,4	52,9
Petróleo (Brent) (\$us/barril)	72,1	90,7	17,5
Gas (\$us/MMBTU)	5,1	6,4	24,3
Ítem de memorandum			
IP Minería	98,7	129,6	31,8
IP Agricultura	148,6	154,7	5,1
IP Comp Soya	160,4	167,3	5,0
IPPBX	118,9	144,2	21,4
IPPBX s/c	111,0	135,8	23,0

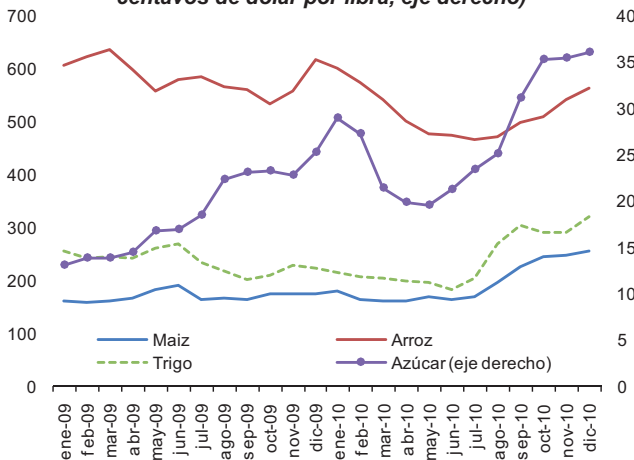
FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación
PPBX s/c: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación sin hidrocarburos
Los Índices de Precios (IP) corresponden a promedios mensuales

GRÁFICO I.15: PRECIOS DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS SELECCIONADOS

(En dólares estadounidenses por tonelada métrica y centavos de dólar por libra, eje derecho)



FUENTE: Food and Agriculture Organization - Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

en las fórmulas de exportación de gas natural,⁴ cuyos movimientos evolucionan acorde con las cotizaciones del precio internacional del petróleo.

Como puede apreciarse en el capítulo III del presente IPM, los precios de exportación del gas natural aumentaron en 24,3% desde diciembre de 2009, acorde con los incrementos de los precios del petróleo en el mercado internacional. El ascenso observado en el precio del petróleo, aunque moderado, implicaría también en los próximos trimestres un incremento en similar magnitud en el precio de exportación del gas boliviano.

Excluyendo los hidrocarburos, el IPPBX registró un aumento de 23%, destacándose los incrementos de los minerales (31,8%) y, en menor medida, los de la agricultura (5,1%) y complejo soya (5,0%).

Con relación a los minerales, la mayor parte de los precios internacionales se incrementaron por el dinamismo de la economía mundial y la mayor incertidumbre respecto a los movimientos cambiarios de las principales monedas. Destaca el incremento del precio de la plata (70,2%) y el estaño (54,3%). El oro aumentó en 25%, alza explicada principalmente por el debilitamiento del dólar que originó una mayor demanda por este metal como alternativa de inversión. Para los complejos del plomo y zinc, la baja en su cotización se sigue explicando por el incremento de la oferta y *stocks* en el mercado internacional (Cuadro I.1). Sin embargo, en el caso del plomo su precio promedio fue superior al de 2009.

Con relación a los mercados agropecuarios, el segundo semestre de 2010 se observó una marcada tendencia al alza de precios de algunos productos agrícolas importantes. El Índice de Precios de Alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por su sigla en inglés) se incrementó consecutivamente, registrando una variación de 32% entre junio y diciembre de 2010. El crecimiento del Índice responde principalmente al crecimiento de los precios del maíz, arroz, azúcar y trigo (Gráfico I.15).

⁴ Para el Contrato GSA el rezago es de tres meses, mientras que el Contrato con ENARSA considera un rezago de seis meses, ambos con respecto al precio de los *fuels* considerados en las fórmulas del precio de exportación de gas natural.

En general, los crecientes precios de alimentos se deben a perspectivas pesimistas sobre las cosechas futuras en importantes países productores. Los precios también fueron influidos por políticas de protección, así como por el comportamiento de las principales divisas en el mercado financiero internacional. En el caso del precio maíz, la sostenida tendencia al crecimiento en el segundo semestre de 2010 (entre junio y diciembre la variación de los precios fue superior a 55%), fue inducida por un crecimiento de la demanda internacional y por las expectativas de una menor producción en los EE.UU. Por su parte, el precio del trigo se incrementó de forma aún más acelerada (registró una variación de 75% en los últimos seis meses), resultado de las expectativas de una menor oferta del producto, fruto de los efectos de la sequía y de las prohibiciones a las exportaciones en importantes países productores, como Rusia y Ucrania.

Los precios del azúcar siguieron una tendencia similar y crecieron significativamente a partir del segundo semestre de 2010, aunque tendieron a moderar su ritmo de variación en los últimos dos meses del año. En términos generales, entre junio y diciembre del 2010, los precios internacionales del azúcar se incrementaron en 70%. *Shocks* adversos a la producción de Brasil, Australia, EE.UU. e India, relacionados con eventos climáticos poco favorables, se transmitieron a los precios internacionales de este insumo alimenticio y explican, en parte, la tendencia al alza observada.

Finalmente, en lo concerniente a los precios del arroz, su incremento se debe a la mayor demanda como sustituto de otros alimentos, especialmente granos, y por otra parte, a la menor producción en Vietnam, Paquistán y Tailandia, cuyos cultivos se vieron afectados por inundaciones.

I.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL

La diferencia de la dinámica en el crecimiento de las distintas economías y el comportamiento de los precios de las materias primas se transmitieron también a los indicadores de inflación. Hasta diciembre de 2010, la variación de precios de la mayoría de los socios comerciales de Bolivia mostró una tendencia hacia el alza (Cuadro I.2). En ciertas economías avanzadas se observó una preocupación por los repuntes de la

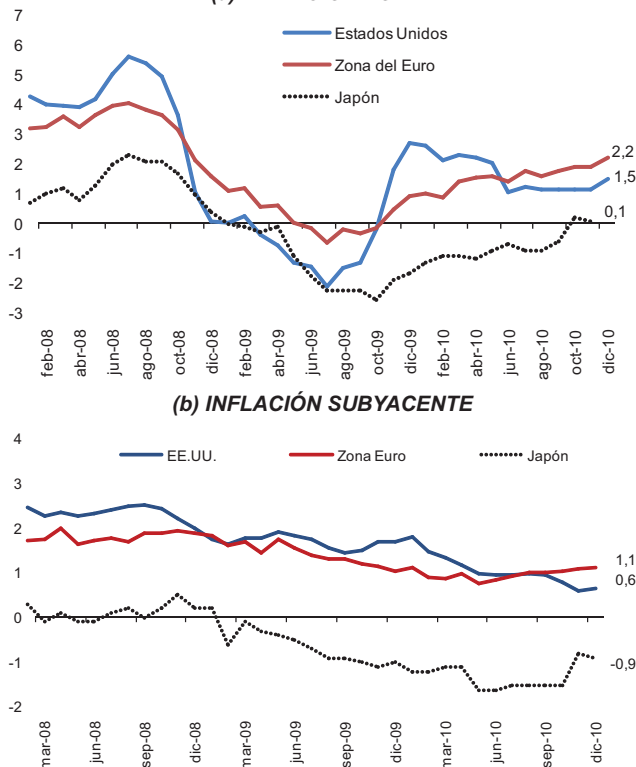
CUADRO I.2: INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación en 12 meses, en porcentaje)

	2008	2009	2010 (e)
Mundo	4,5	2,9	3,3
Estados Unidos	0,1	2,7	1,5
Zona del Euro	1,6	0,9	2,2
Japón	0,4	-1,7	0,0
América Latina	8,1	4,8	6,7
Argentina	7,2	7,7	10,9
E.P. de Bolivia	11,8	0,3	7,2
Brasil	5,9	4,3	5,9
Chile	7,1	-1,4	3,0
Colombia	7,7	2,0	3,2
Perú	6,7	0,2	2,1
R.B. Venezuela	31,9	25,1	27,2
Economías avanzadas	1,6	1,0	1,1
Economías emergentes	8,1	5,3	5,9

FUENTE: Bloomberg, CEPAL y FMI

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
(e) estimado

GRÁFICO I.16: INDICADORES DE INFLACIÓN DE ECONOMÍAS AVANZADAS SELECCIONADAS
(Variación porcentual interanual)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

inflación en los últimos meses; sin embargo, aún no se inició el retiro de los estímulos monetarios en varios de estos países. A manera de ejemplo, EE.UU. y Japón han anunciado la prolongación de sus medidas no convencionales de política monetaria.

De esta manera, la inflación interanual de los Estados Unidos a diciembre de 2010 fue de 1,5% (Gráfico I.16), dando margen a la FED para mantener su tasa de referencia cercana a cero por un período prolongado. Asimismo y como ya fuera mencionado, con el objetivo de bajar los tipos de interés a largo plazo, estimular el consumo y que las empresas puedan endeudarse y contratar personal, en noviembre de 2010 la FED relanzó su programa QE2, orientado a realizar compras mensuales de Bonos del Tesoro por un valor de \$us75 mil millones hasta fines del segundo trimestre del 2011.

Por otro lado, la inflación a doce meses en la Zona del Euro registró una tasa de 2,2% en el mes de diciembre, sobrepasando su meta de 2%, esto se debió principalmente al aumento de los precios de la energía; sin embargo, la inflación subyacente se mantuvo en niveles bajos y estables. El Banco Central Europeo posicionó como un tema central la inflación, lo cual dificultaría la recuperación económica de esa zona.

En las economías emergentes y en desarrollo se observó, aunque de forma diferenciada, mayores presiones inflacionarias. En estos países se han incrementado las tasas de interés de política monetaria o se cambió la orientación de sus políticas, previamente expansivas. Por ejemplo, en China, ante una inflación anual que alcanzó al mes de noviembre un 5,1%, las autoridades con el fin de contener estas presiones no sólo subieron la tasa de política monetaria y los requerimientos de reserva, sino también adoptaron medidas administrativas que incluyen controles de precios de alimentos.

En América Latina, pese a los repuntes de la inflación registrados, las medidas de inflación subyacente permanecieron contenidas. No obstante, durante el segundo semestre (Brasil, Perú y Chile) incrementaron sus tasas de referencia para moderar la inflación. Sin embargo, esto dio impulso al flujo de capitales a la región derivando en fuertes apreciaciones de las monedas de las economías receptoras. La existencia de presiones inflacionarias en la región, así como en

otras economías emergentes y en desarrollo, es un tema común de preocupación para las autoridades monetarias de los países; como se mencionara, el mismo se relaciona con el ciclo de los precios internacionales de *commodities* y su transmisión a los indicadores domésticos de inflación (Ver Recuadro I.1)

I.4 MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

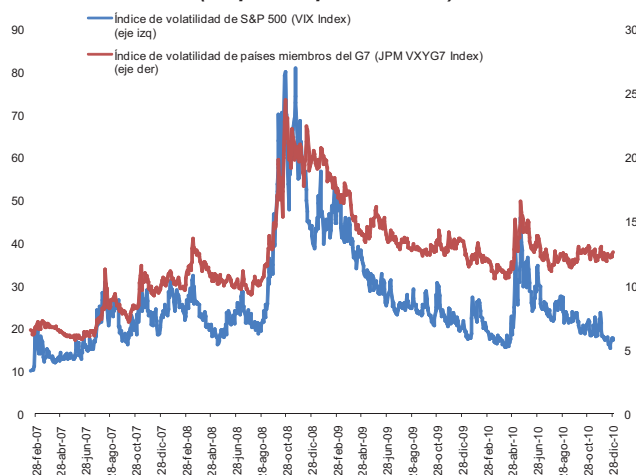
Desde principios de 2010, la evolución de los mercados financieros estuvo determinada por las tensiones relacionadas con la situación fiscal de Grecia y otras economías europeas (Portugal, Irlanda, Italia y España), junto a sus repercusiones en el resto de la Zona Euro, y, en menor medida, por la evolución de la economía global. Esta situación se agravó con el deterioro de las calificaciones de su deuda. En ese sentido, la volatilidad de los mercados se mantuvo alta, aunque sin alcanzar los niveles máximos observados a finales de 2008 (Gráfico I.17).

Por otro lado, gracias al mejor desempeño de la economía estadounidense durante el tercer trimestre, así como a las medidas adoptadas por la FED para dinamizar la economía (QE2, extensión de rebajas tributarias y beneficios a los desempleados), se observó una disminución del Índice de Tensiones Financieras de EE.UU. (Gráfico I.18).

Durante el segundo semestre se advirtió un significativo deterioro de la situación fiscal de Irlanda. Este hecho derivó en que ese país solicite, a mediados de noviembre, un programa de ayuda al FMI y la Unión Europea por €85 mil millones.

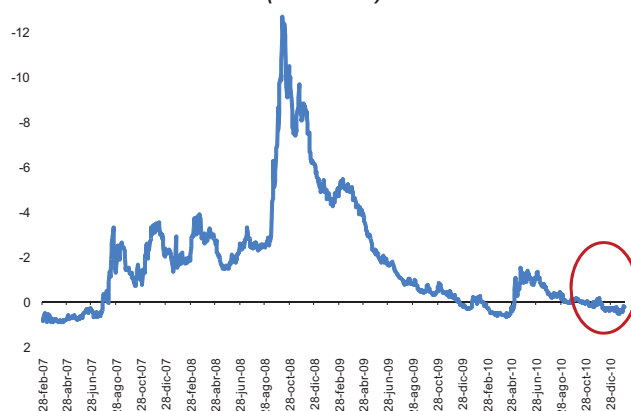
Las tensiones financieras en Europa se tradujeron en nuevas evaluaciones por parte de las agencias calificadoras de riesgo. La empresa *Moody's*, al igual que las agencias de calificación crediticia *Fitch Ratings* y *S&P*, rebajó la calificación de la deuda soberana de Irlanda en cinco escalones, hasta ubicarla en Baa1 (tres niveles por encima de la calificación de no inversión), con perspectivas negativas y amenaza de próximas rebajas si este país no consigue estabilizar la situación de su deuda. De igual manera, la agencia advirtió con seguir bajando la calificación de España (Aa1) y de Portugal (A1), debido a las débiles perspectivas de crecimiento y altos costos de

GRÁFICO I.17: INDICADORES DE VOLATILIDAD DEL ÍNDICE S&P Y DE DIVISAS DEL G7
(En puntos porcentuales)



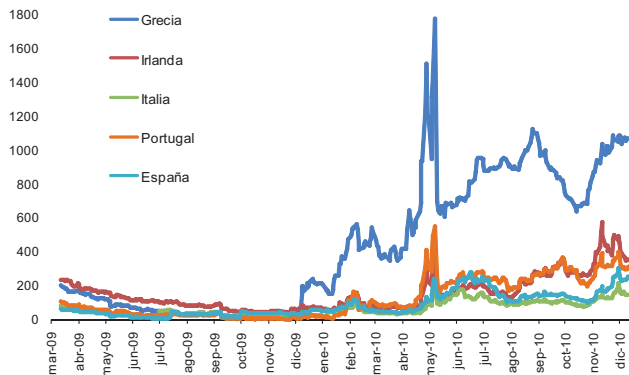
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.18: ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS EN EE.UU.
(2007-2010)



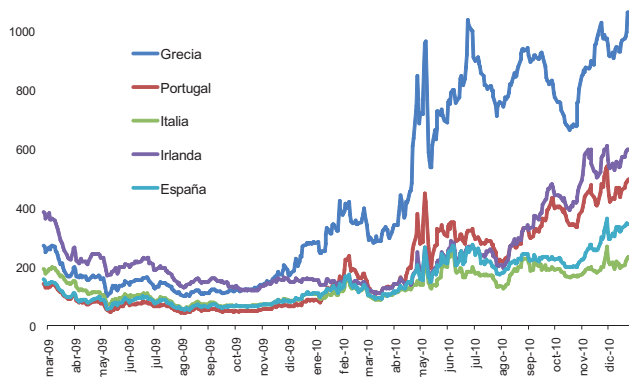
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.19: SPREAD DE BONOS SOBERANOS A 2 AÑOS
(Relativo a bonos del gobierno alemán, en puntos básicos)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.20: CDS PAÍSES EU-5
(En puntos básicos)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

endeudamiento. Respecto a Grecia, las agencias señalaron que, pese a los avances que ha realizado en la consolidación fiscal, de mantenerse la incertidumbre sobre la capacidad del país para disminuir su endeudamiento a niveles sostenibles, continuará la revisión hacia la baja de calificación de su deuda.

De esta manera, los costos de la deuda en éstos países y la percepción de riesgo por parte de los inversionistas se mantuvieron altos, lo que se reflejó en el mayor *spread* de los bonos soberanos respecto a alternativas de inversión menos riesgosas como, por ejemplo, los títulos del gobierno alemán (Gráfico I.19).

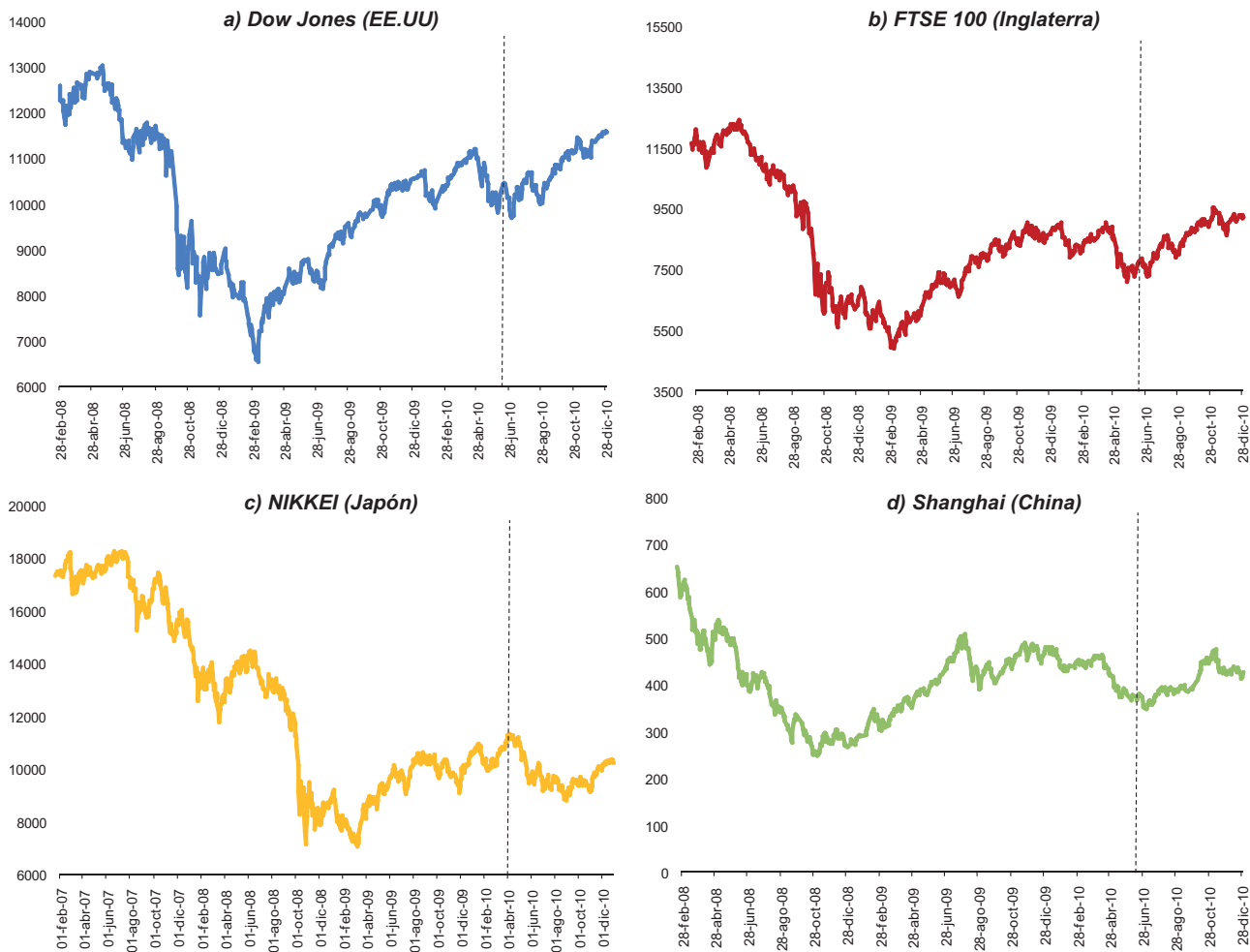
Por otro lado, los mercados comenzaron a diferenciar entre activos soberanos con mejores fundamentos macroeconómicos, lo cual contrastó con la dinámica observada previamente cuando la aversión al riesgo era el principal factor determinante de los diferenciales entre activos. Sin embargo, los *Credit Default Swaps* o (CDS) de los países EU-5⁵ siguen conservando los riesgos soberanos más altos de Europa (Gráfico I.20).

Pese a las tensiones financieras en Europa, que generaron volatilidad, los mercados bursátiles tuvieron un buen desempeño en Asia y en los mercados americanos, en los que se registraron sólidas ganancias. Esto fue reflejo de mejores perspectivas de crecimiento económico, de tasas de interés excepcionalmente bajas en economías avanzadas y de la confianza en los resultados esperados del QE2, que incentivó a la actividad bursátil (Gráfico I.21).

Respecto a la política monetaria, en EE.UU. las expectativas sobre las tasas de interés se mantuvieron en niveles bajos por un período prolongado, sin incrementos durante 2010 (Gráfico I.22). En la última reunión del FOMC (*Federal Open Market Committee*, noviembre 2010), se reconoció que el crecimiento es lento y que existirían mayores riesgos de deflación. Por tanto, en la declaración de dicha reunión se decidió implementar una segunda ronda de flexibilización cuantitativa, ya aludida anteriormente.

⁵ Grupo compuesto por los siguientes países: Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España.

**GRÁFICO I.21: ÍNDICES ACCIONARIOS
DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES**



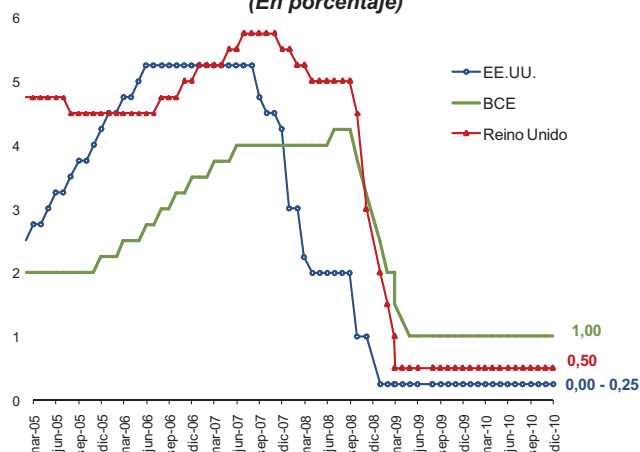
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En la Zona Euro, se observó una situación similar, pues el BCE mantuvo la tasa de política monetaria en su mínimo histórico (1%), debido a las bajas expectativas de crecimiento en la región, la debilidad del mercado laboral y, principalmente, por el temor sobre la situación fiscal de varias economías de la región.

Como ya se mencionó, varias de las economías emergentes y en desarrollo iniciaron el proceso de normalización de sus impulsos monetarios. Esta situación repercutió en un aumento de los flujos de capitales hacia estas regiones y, posteriormente, en fuertes apreciaciones cambiarias de sus monedas.

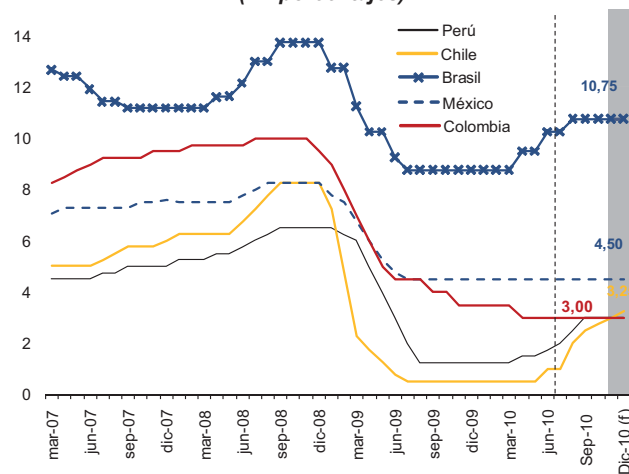
A lo largo de 2010, la autoridad monetaria de China, con el objetivo de reducir los riesgos de un

**GRÁFICO I.22: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN PAÍSES
AVANZADOS SELECCIONADOS
(En porcentaje)**



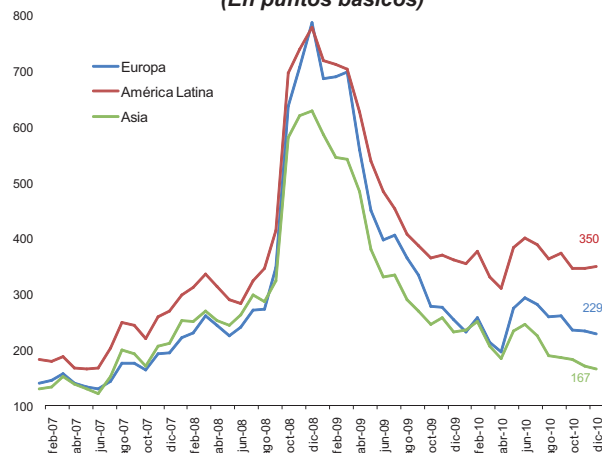
FUENTE: Bloomberg y JP Morgan
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.23: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS
(En porcentajes)



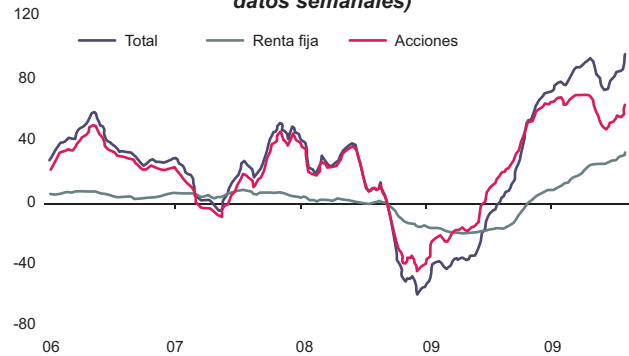
FUENTE: Bancos Centrales - Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.24: SPREAD DE LOS BONOS SOBERANOS POR REGIÓN
(En puntos básicos)



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

GRÁFICO I.25: FLUJOS DE FONDOS DE INVERSIÓN HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES
(En miles de millones de dólares, acumulado en un año móvil, datos semanales)



FUENTE: Banco Central de Chile y Emerging Portfolio Fund Research
ELABORACIÓN: Banco Central de Chile

sobrecalentamiento de la economía, elevó en varias oportunidades el coeficiente de reservas a depósitos aplicado a las entidades financieras. De igual manera, el Banco Central de la India elevó tanto las tasas de reporto y reporto reverso, como la tasa de requerimiento de reservas, debido a las elevadas presiones inflacionarias provenientes del incremento de la demanda doméstica y de los precios internacionales de *commodities*. Otras economías que elevaron sus tasas de interés en el tercer trimestre fueron Corea del Sur y Taiwán.

En el mismo sentido, en América Latina, a partir del tercer trimestre varias economías elevaron sus tasas de referencia (Brasil, Perú y Chile). En efecto, desde el mes de agosto el Banco Central de Chile incrementó su tasa de referencia en 175pb, alcanzando un nivel de 3,25% a diciembre de 2010. Además, dio señales de una moderación en el ritmo de retiro del estímulo monetario, debido a la lenta recuperación de los países avanzados y la evolución de la inflación doméstica por debajo de lo esperado (Gráfico I.23). Por su parte, el Banco Central del Brasil y el Banco Central de Reserva del Perú incrementaron los requerimientos de encaje legal.

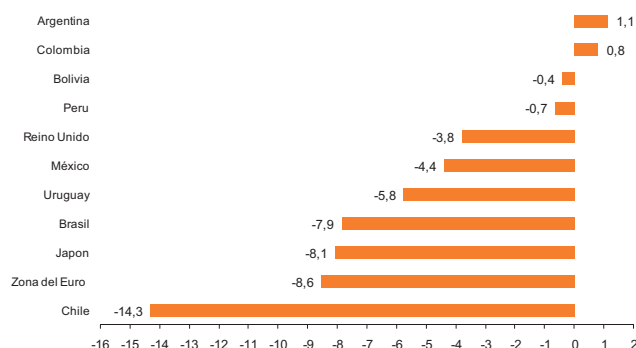
Debido a las bajas tasas de interés actuales y esperadas en las economías avanzadas, y al buen desempeño económico observado en los países emergentes y en desarrollo, que se reflejó en una relativamente favorable percepción de riesgo soberano (Gráfico I.24), se observaron fuertes flujos de capitales hacia estas últimas economías, superando los niveles positivos observados a finales de 2009 (Gráfico I.25). Esta situación se explica también por la incertidumbre en las economías avanzadas. En ese sentido, los países están tomando medidas de carácter administrativo para regular la entrada de capitales de corto plazo, entre las que destacan intervenciones en los mercados cambiarios, así como incrementos en las tasas por ingresos y salidas de capitales.

Por otro lado, continúa existiendo una fuerte divergencia entre las políticas cambiarias de Asia y América Latina. Al finalizar el segundo semestre los países latinoamericanos tuvieron que soportar (junto

con el euro) una parte significativa de las presiones para la apreciación de sus monedas derivadas de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos y por el influjo de capitales (Gráfico I.26) (ver Recuadro I.2 acerca de la Guerra de Divisas).

En este contexto, varios países en desarrollo como Brasil, China, India y otros, comenzaron a aplicar medidas para contener estas presiones. Por su parte, bancos centrales de algunos países han aplicado algunas medidas para contrarrestar los efectos de la entrada de capitales golondrina y la consecuente presión al alza de sus monedas. Por ejemplo, Brasil impuso en octubre de 2010 el impuesto a las operaciones financieras de inversiones extranjeras cuya alícuota oscila entre 4% y 6%. Por otro lado, con el objetivo de frenar la apreciación del real frente al dólar, sus autoridades determinaron la adopción de un depósito obligatorio de 60% sobre las operaciones de cambio de los bancos cuando éstas superen los \$us3.000 millones. Por su parte, en Chile y Colombia sus autoridades implementaron planes de intervención con el fin de comprar dólares para evitar la revaluación de sus monedas, al igual que Perú que compró aproximadamente \$us8.000 millones en 2010.

GRÁFICO I.26: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Junio - diciembre 2010, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales - *Bloomberg*

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

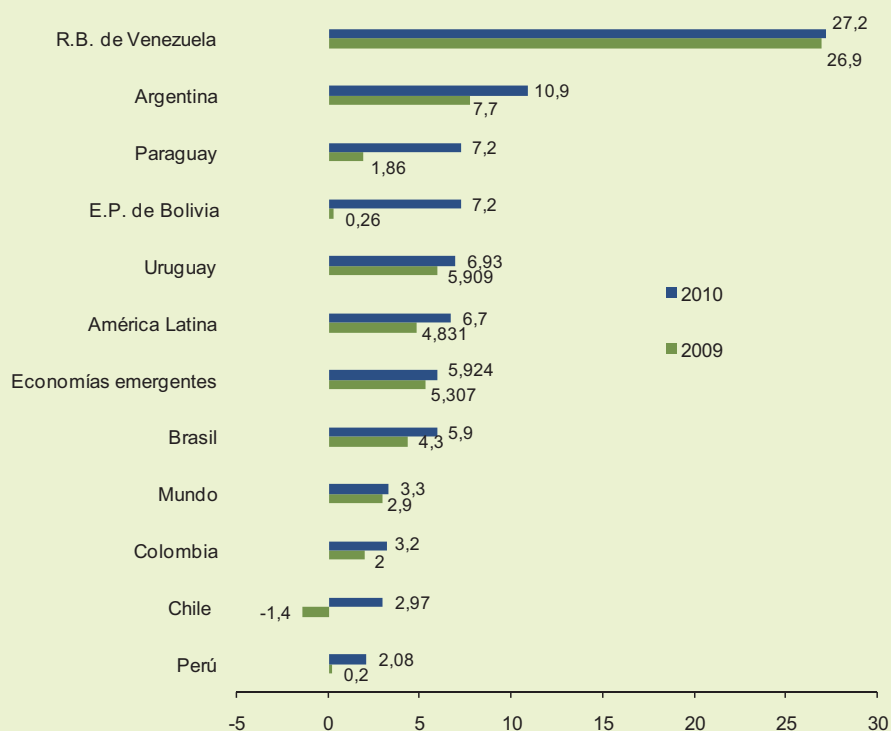
NOTA: Una variación negativa significa apreciación; una variación positiva significa depreciación

RECUADRO I.1 EL RETORNO DE LA INFLACIÓN INTERNACIONAL

En los últimos meses de 2010 y a inicios de 2011 se reactivó la preocupación por el efecto del incremento de los precios internacionales de los productos básicos en la inflación. Al igual que en el periodo 2007-2008, este es un fenómeno que afecta no sólo a Bolivia, sino a la mayoría de los países de la región e inclusive a países desarrollados, pese a los resabios de los efectos de la crisis en estos últimos. Además del incremento de precios de *commodities*, el proceso de recuperación (con mayor fuerza en las economías emergentes y de América Latina) también se ha reflejado en el comportamiento de los indicadores de inflación.

El incremento de los precios al consumidor es un fenómeno generalizado y que se evidenció en el alza de la inflación en 2010 respecto al año previo, donde la tasa de inflación de la economía boliviana estuvo en línea con el promedio regional (Gráfico I.27).

GRÁFICO I.27: INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación en 12 meses, en porcentaje)



FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2010 y actualización enero de 2011 y Bancos Centrales
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En el caso de las economías avanzadas, que estuvieron más expuestas a la crisis financiera y económica de 2008-2009, éstas tuvieron niveles de inflación general moderados, pero también mayores a los de 2009. Por tanto y pese a que la preocupación de las autoridades monetarias de estas economías se ha centrado en promover la recuperación de la actividad y el empleo, a inicios de 2011 se observó mayor preocupación sobre el incremento de la inflación frente a los importantes estímulos monetarios y fiscales para apuntalar la recuperación.

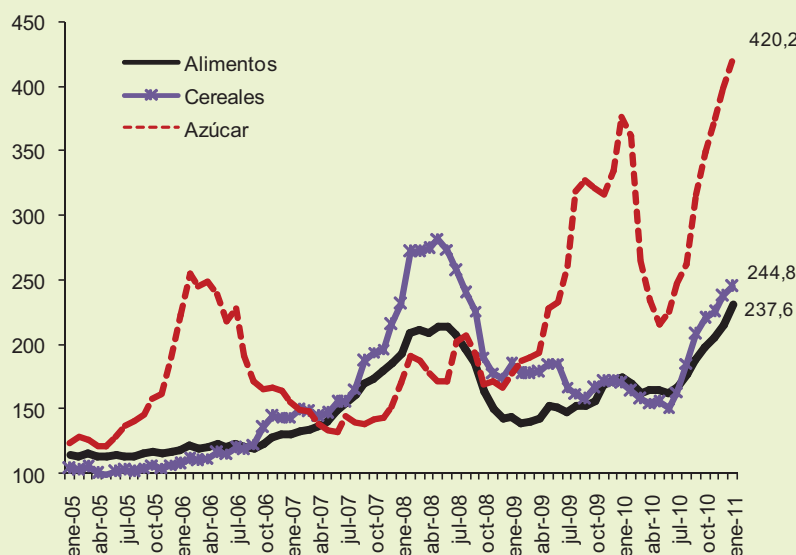
Respecto a las economías emergentes y en desarrollo, éstas han mostrado un aumento de las presiones inflacionarias, por lo que varias de ellas iniciaron el proceso de normalización de los impulsos monetarios, reflejado especialmente en el alza de las tasas de interés de política así como en medidas complementarias, como mayores requerimientos de encaje, entre otros.

Según la CEPAL, en América Latina y el Caribe el aumento de la tasa de inflación obedeció principalmente al incremento de los precios de los alimentos y, en menor medida, al de los combustibles. A esto se suma el retiro de subsidios concedidos previamente a alimentos específicos y a los precios de los combustibles, fenómeno más notorio en los países de Centroamérica y México.

Es importante señalar que el panorama descrito acerca de los indicadores de inflación en los países emergentes guarda relación con el comportamiento de los precios internacionales de los productos básicos. En efecto, el ciclo de los precios internacionales de *commodities* se transmite a los indicadores domésticos de inflación. A su vez, los primeros están determinados por la demanda de materias primas, en especial en economías como China e India.

En términos de su evolución reciente, los precios de los *commodities* mostraron dos fases durante el 2010. En la primera, los alimentos y otros productos de origen agropecuario registraron estabilidad y bajas moderadas, mientras que en la segunda mitad retomaron la tendencia creciente observada durante el 2009. En el caso de los alimentos, los valores registrados en los últimos meses de 2010 incluso superaron el punto máximo observado durante la crisis alimentaria mundial de 2008. El incremento fue más pronunciado en el caso del azúcar (Gráfico I.28).

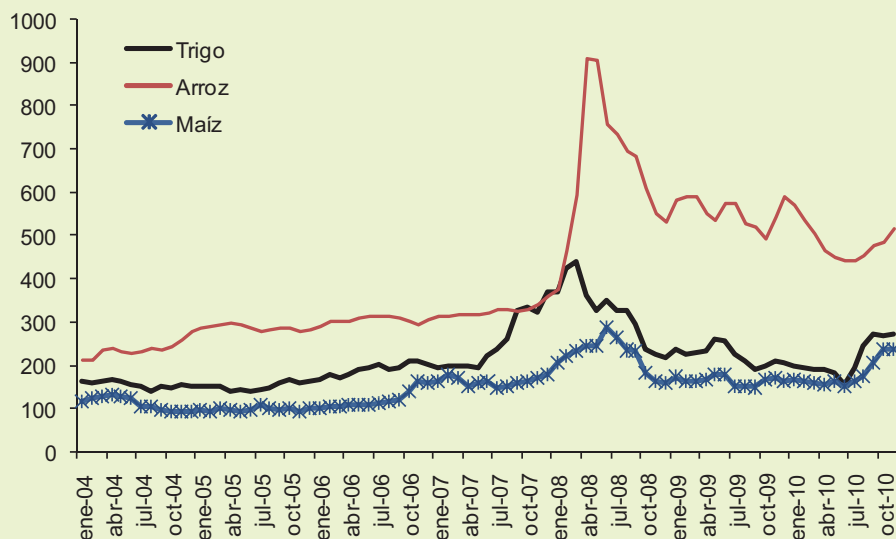
GRÁFICO I.28: ÍNDICES DE PRECIOS DE ALIMENTOS
(Índice, 2002 - 2004 = 100)



FUENTE: Food and Agricultural Organization
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

De igual manera, los granos mostraron un incremento importante, destacándose el comportamiento del trigo (Gráfico I.29). Este producto tuvo un incremento significativo, en el que las decisiones de política de los principales productores tuvieron un importante rol, en especial el embargo por parte de Rusia y las cuotas de exportación de Ucrania.

GRÁFICO I.29: ÍNDICES DE PRECIOS DE GRANOS
(Dólares americanos por tonelada)



FUENTE: Banco Mundial, *Global Economic Prospects* (enero de 2011)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Este entorno ha incrementado las preocupaciones respecto a la provisión de alimentos y el repunte de los precios de los mismos, en remembranza a lo experimentado en la crisis alimentaria de 2007-2008. Sin embargo, la situación actual se diferencia de la anterior en los siguientes aspectos: (i) se esperan presiones más moderadas por parte de la demanda debido al menor dinamismo de la economía mundial en comparación al observado antes de la crisis de 2008, en virtud a la disminución del crecimiento potencial como resultado de la crisis global y la lenta recuperación de los mercados laborales; y (ii) actualmente existe una mayor cantidad de existencias en importantes productos alimenticios.

Un aspecto adicional es que la reciente tendencia al alza ha respondido a factores climatológicos que restringieron el crecimiento de la oferta del sector, dificultando la satisfacción de una creciente demanda mundial, impulsada por la mejora de los ingresos de las economías emergentes. En menor medida, el incremento también estuvo relacionado con la caída a nivel internacional del dólar y la creciente demanda de los inversores por *commodities* en los mercados financieros, en busca de mayores niveles de rentabilidad.

En este contexto, el comportamiento de la inflación en Bolivia se enmarca con el observado en el resto del mundo y con la evolución de los ciclos internacionales de productos básicos. Según un estudio realizado sobre el aumento de la inflación de alimentos en el mundo y su efecto en Bolivia entre 2007 y 2008, se señala que la inflación de alimentos externa es uno de los principales determinantes de la inflación doméstica de alimentos, con repercusiones en la variación del nivel total de precios de la economía.

⁶ Véase Mendieta y Palmero (2009). "Food Inflation in Bolivia: Its relationship with international prices and policy responses." Documento presentado en el Segundo Encuentro de Economistas de Bolivia (30 de octubre de 2009, La Paz), en el Encuentro Anual 2010 de la Sociedad de Economía de Chile (3 de septiembre de 2010, Talca) y en la XV Reunión de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano (3 de noviembre de 2010, La Paz).

RECUADRO I.2: LA "GUERRA DE DIVISAS": CARÁCTER Y POSIBLES CONSECUENCIAS

En septiembre de 2010 el Ministro de Finanzas del Brasil (Guido Mantega, ratificado por la presidenta Rousseff) denominó "Guerra de Divisas"⁷ al fenómeno cambiario observado entre China y Estados Unidos. Este último acusó a China de mantener su tipo de cambio subvaluado⁸ y distinto a lo que señalan sus fundamentos (Gráfico I.30). Frente a este reclamo y a las presiones internacionales, China apreció gradualmente su moneda a partir del mes de junio de 2010, hasta llegar a una variación acumulada de 3,6% a mediados de enero del presente año.

GRÁFICO I.30: PARIDAD DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YUÁN CHINO
(Índice 1997=100 y Yuanes por dólar estadounidense)



FUENTE: Federal Reserve
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica.
NOTA: En el caso de EE.UU. corresponde a un índice multilateral.
Un incremento (disminución) señala depreciación (apreciación) nominal.

La preocupación radica en que, de acuerdo con cifras del Departamento de Comercio estadounidense, hasta el tercer trimestre de 2010 las importaciones de productos chinos habrían superado las exportaciones a ese mercado en \$us280.000 millones (Gráfico I.31), aspecto que ha contribuido a la discusión en torno a esta temática, asumiendo que los desequilibrios comerciales son causados por los movimientos en las paridades cambiarias.

GRÁFICO I.31: BALANZA COMERCIAL DE ESTADOS UNIDOS CON CHINA
(En miles de millones de dólares)



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

⁷ Bernaldo de Quirós, L. (2010). "Devaluaciones competitivas y guerra mundial de monedas." En *Revista Economía y Finanzas*. Buenos Aires, octubre.

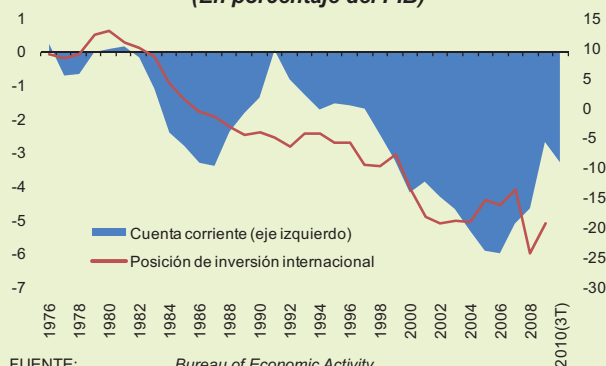
⁸ Según la forma en la que se mide el tipo de cambio en Bolivia (unidades monetarias domésticas por dólar estadounidense), implica un tipo de cambio muy alto.

Respecto a esta preocupación, el 10 de noviembre de 2010 en Seúl (Corea del Sur) se llevó a cabo la V Cumbre de Líderes del Grupo de los 20 para tratar, entre otros aspectos, el tema de la evolución de las divisas. Sin embargo, el debate se postergó para el próximo encuentro a realizarse en 2011 en Francia, debido a que, tanto EE.UU. como China no cedieron en sus posiciones.

Un aspecto controversial en esta discusión fue la medida adoptada por la FED conocida como "flexibilización cuantitativa" (*Quantitative Easing*), que consiste en incrementar la circulación de dólares en la economía y así tratar de fortalecer económicamente a EE.UU.⁹ Pese a que el fin principal de la flexibilización cuantitativa es reconstruir el sistema financiero, un efecto secundario es la depreciación del dólar, con lo que se pretendería competir comercialmente con otros países, como elemento adicional que permita contribuir a la consolidación de la salida de la crisis en EE.UU.

En síntesis, esta controversia continuará a futuro. No obstante, un aspecto que se debe resaltar es que el desequilibrio global de Estados Unidos data de la década de los ochenta. El persistente y continuo déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos implicó el cambio en la posición de inversión internacional neta del país del norte, que de un máximo de 13% en 1980 se tornó negativo hasta 19% en 2009 (Gráfico I.32), de tal forma que se convirtió en el país con mayor deuda en el mundo (\$us2,7 billones, equivalente al 4,7% del PIB mundial).

**GRÁFICO I.32: BALANCE DE LA CUENTA CORRIENTE
Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE EE.UU.**
(En porcentaje del PIB)



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

Desde una perspectiva más general, esta discusión no contempla todos los aspectos inherentes a los desequilibrios comerciales. En primer lugar, la cuenta corriente de un país, ya sea entendida como la diferencia entre el ingreso y la absorción, o el ahorro y la inversión, se determina por otros factores como las tasas de interés, las políticas impositivas y de ahorro fiscal y otras variables, incluyendo la productividad.

Mientras estos aspectos no sean considerados, los movimientos cambiarios no tienen efectos significativos en la cuenta corriente de un país.¹⁰ El enfoque centrado en los movimientos cambiarios como determinantes de la competitividad no es nuevo, pues en la literatura teórica y empírica se conocía anteriormente como "devaluaciones competitivas", que se refiere a las políticas adoptadas de forma simultánea por varios países de devaluar o depreciar la moneda nacional, aunque el mismo ha sido desestimado gradualmente a nivel internacional.¹¹

⁹ Yellen, J. (2011). "The Federal Reserve's asset purchase program." *Exposición en The Brimmer policy forum, Allied Social Science Associations Annual Meeting*, Denver, Colorado, 8 de enero.

¹⁰ Handwerker, J. (2010) "A currency devaluation war: when will the next crisis start?" En *Daily Markets*, 14 de octubre.

¹¹ La visión de desestimar el enfoque cambiario en el análisis de competitividad de una economía se encuentra también en Krugman, P. (1994) "Competitiveness: a dangerous obsession." en *Foreign Affairs*, edición de marzo/abril; y en Rogoff, K. (2006) "Rethinking exchange rate competitiveness" en *Global Competitiveness Report 2005-2006*.

En segundo lugar y relacionado con lo anterior, conviene reiterar que la competitividad global no sólo se basa en la competitividad cambiaria, sino en varios otros elementos de carácter macro y microeconómico. Es más, la competitividad está estrechamente relacionada con la productividad y sus determinantes (estabilidad macroeconómica, factores que mejoran la eficiencia y la innovación, principalmente).¹² Al respecto, es oportuno indicar que según el Foro Económico Mundial, EE.UU. se encuentra en el cuarto lugar de 139 países, mientras que China se ubica en el 27.

Se podría esperar que este fenómeno disminuya en la medida que se restauren los equilibrios macroeconómicos en las economías, especialmente en EE.UU. y algunos países de la Zona del Euro, y en la medida que el dólar recupere terreno en el plano internacional.¹³

Finalmente, conviene señalar que el impacto de fenómeno en economías emergentes y en desarrollo implicaría mayores inlfujos de capital. En ese sentido, para la CEPAL, el mayor efecto que tiene esta disputa comercial sobre América Latina se debe a que implicaría un alto inlfujo de capitales especulativos de corto plazo, conocidos como capitales golondrina.¹⁴ Por ello se han observado presiones hacia la apreciación de las monedas de la región.

¹² Esta visión se encuentra inicialmente en el análisis del profesor de la Escuela de Negocios de Harvard, Michael Porter en su conocido libro *La ventaja competitiva de las naciones* (1990), donde afirma que el concepto de competitividad es en esencia equivalente al de productividad.

¹³ Warburton, C. (2009). "War and exchange rate revaluation." En *The Economics of Peace and Security Journal*, Vol. 4, N° 1, octubre.

¹⁴ El término "capitales golondrinas" se refiere a capitales especulativos que buscan alternativas de inversión a corto plazo. En cuanto obtienen la rentabilidad esperada dejan el país, agudizando los ciclos económicos ya que se presentan cuando existe bonanza y desaparecen en las crisis, por lo que pueden producir profundas crisis financieras.

II. Comportamiento reciente de la inflación

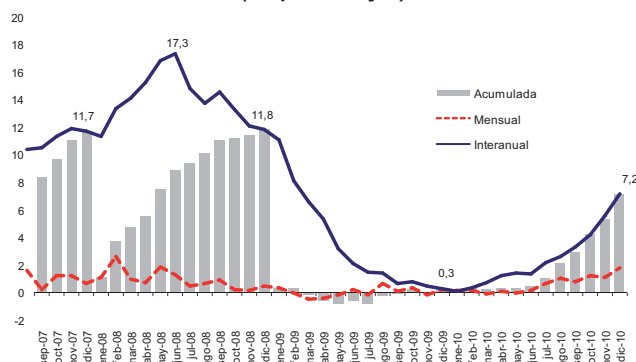
La variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) al mes de diciembre de 2010 fue 7,2%, mientras que el núcleo inflacionario terminó en 6,1%. El incremento de precios en el segundo semestre del año pasado estuvo explicado principalmente por el alza de los precios internacionales, especialmente alimentos, y la presencia de factores climáticos adversos (sequía, heladas y focos de calor) que afectaron la oferta de algunos productos agropecuarios. Lo anterior fue amplificado por prácticas especulativas en la cadena de intermediación que influyeron en las expectativas de inflación hacia el alza. En menor medida el incremento de la inflación también estuvo afectado por leves presiones de demanda. Finalmente, el inusual incremento de precios en el mes de diciembre (1,8%) estuvo explicado por la nivelación transitoria de precios de los principales combustibles en el mercado interno.

II.1 CONTEXTO Y EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La variación porcentual del IPC, que se había mantenido baja en el primer semestre de 2010, comenzó a mostrar incrementos mayores a partir del mes de julio. En efecto, la variación promedio mensual entre julio y diciembre fue de 1,1%. De esta forma, la variación acumulada a fin de año alcanzó a 7,2% (Gráfico II.1).

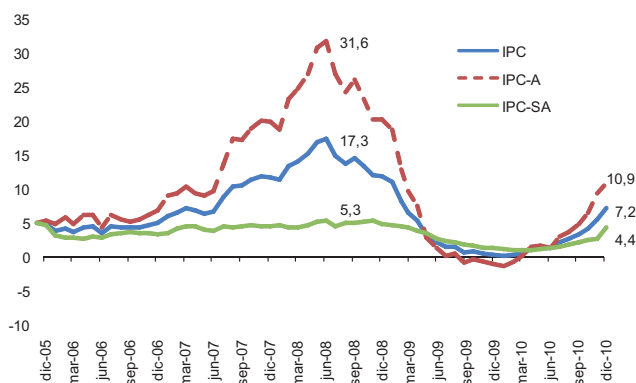
Como se detallará posteriormente, el incremento de precios se debió principalmente y en orden de importancia a cinco factores: i) el aumento de la inflación importada por el incremento de los precios internacionales de productos básicos, su efecto en la inflación de los socios comerciales y las apreciaciones de sus monedas; ii) la presencia de factores climáticos adversos que incidieron negativamente en el desempeño del sector agropecuario; iii) el incremento de las expectativas de inflación, que estuvo relacionado con rumores sobre futuros aumentos de precios y se

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



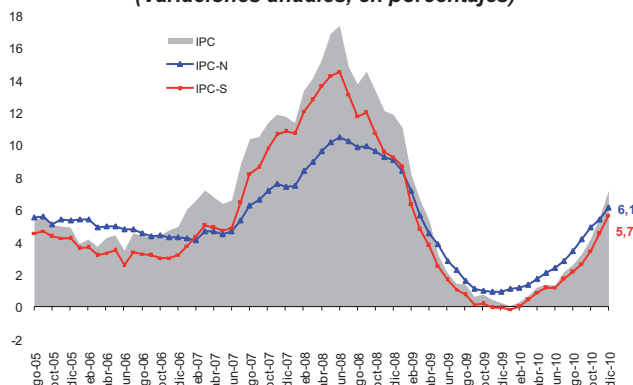
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.2: EVOLUCIÓN DEL IPC TOTAL, IPC CON Y SIN ALIMENTOS
(Variación anual, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.3: INFLACIÓN TOTAL, SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO
(Variaciones anuales, en porcentajes)



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

CUADRO II.1: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO
(Variación acumulada, en porcentajes)

	2009			2010		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Núcleo	0,2	0,7	0,9	1,7	4,4	6,1
Alimentos	-0,7	0,1	-0,6	3,4	8,6	12,3
No alimentos	0,5	0,9	1,4	1,2	3,1	4,4
Bienes	0,1	0,4	0,5	1,0	3,6	4,6
Servicios	1,2	1,9	3,1	1,6	2,2	3,8
Fuera del Núcleo	-1,4	1,1	-0,3	-0,7	8,9	8,1
Alimentos	-2,9	1,7	-1,3	-0,9	12,9	11,8
Perecederos	-2,0	2,5	0,5	-0,8	13,7	12,8
No Perecederos	-10,5	-5,8	-15,7	-2,2	4,5	2,2
Transporte	-0,5	0,8	0,3	-1,5	13,1	11,4
Regulados	1,2	0,2	1,3	0,2	-0,4	-0,2
Combustibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IPC	-0,6	0,9	0,3	0,4	6,7	7,2

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

reflejó en ocultamiento de productos y especulación; iv) el incremento moderado de la demanda interna debido principalmente a una mejora de los ingresos provenientes del exterior; y v) la nivelación transitoria de los precios de los principales combustibles en el mercado interno en la última semana del mes de diciembre.

Consistente con lo anterior, el indicador que mide la variación de los precios de alimentos (IPC-A) mostró un incremento mayor al del IPC total, llegando a una variación interanual de 10,9% en diciembre, mientras que la inflación de los artículos no alimenticios (IPC-SA) fue de 4,4% (Gráfico II.2). Además de los efectos ocasionados por el alza de los precios internacionales de productos agropecuarios, el incremento de los precios de alimentos también se explicó por la presencia de sequías, focos de calor y heladas que afectaron adversamente a la producción de bienes agrícolas y pecuarios, especialmente de carne vacuna y aviar.

Los indicadores de tendencia inflacionaria que son relevantes para el análisis y para la conducción de la política monetaria, ya que su evolución procura reflejar la tendencia de la inflación entendida como la variación generalizada y persistente de precios, también mostraron incrementos (Gráfico II.3). Tanto la variación del IPC subyacente (IPC-S), como la inflación núcleo (IPC-N)¹⁵ siguieron incrementándose. No obstante, en diciembre la inflación subyacente y el núcleo inflacionario alcanzaron valores de 5,7% y 6,1% respectivamente, menores a la variación del IPC total. Sin incluir la información del mes de diciembre, que estuvo afectada por la nivelación temporal de los precios de los combustibles, se observaron signos de estabilización de la variación del núcleo inflacionario en el mes de noviembre, lo cual sería una señal de la moderación gradual de las presiones inflacionarias.

La inflación núcleo en la segunda mitad del año (4,4%) fue mayor que en el primer semestre (1,7%) y estuvo explicada principalmente por el rubro de alimentos. La inflación fuera del núcleo, que agrupa al conjunto de bienes con precios volátiles, susceptibles a choques específicos o que se encuentran regulados, registró una variación acumulada en el último semestre de 8,9%. Al interior de este indicador, destacó el incremento de alimentos perecederos de 13,7% y el incremento de los precios del transporte de 13,1% (Cuadro II.1).

¹⁵ El IPC-S excluye mensualmente del IPC total los diez productos más volátiles y los que son clasificados como artículos estacionales. De la misma manera, el IPC-N excluye los productos perecederos (y algunos no perecederos pero volátiles), regulados, indexados y los relacionados con el transporte público.

La inflación de alimentos en ambos grupos fue alta por efecto de los problemas en el sector agrícola.

Otro aspecto a determinar es la velocidad de expansión de la inflación (Gráfico II.4). El indicador relevante para Bolivia (IPC) muestra una aceleración con relación a la velocidad de expansión promedio del IPC a partir del mes de julio de 2010, que se acentuó a lo largo de todo el segundo semestre debido a los incrementos en los precios de los alimentos. Asimismo, el incremento fue de mayor magnitud en diciembre de 2010 debido a la nivelación transitoria de los precios de los principales combustibles en el mercado interno en la última semana de dicho mes. Sin embargo, la velocidad del núcleo parece haberse reducido manteniéndose levemente por encima de la banda.

II.2 INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC

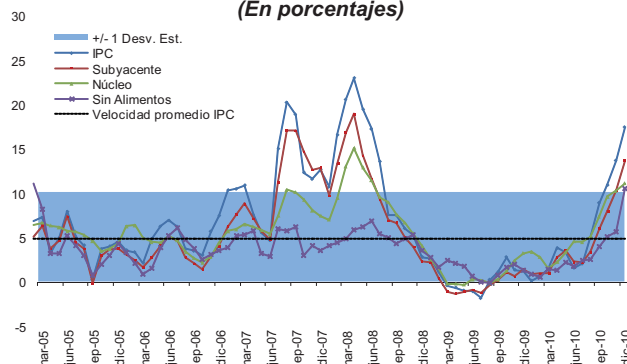
En el segundo semestre de 2010 once de las doce divisiones que conforman el IPC registraron incrementos de precios, con excepción de la división de Comunicaciones (-2,8%). Los rubros que mostraron un mayor aumento fueron Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (12,3%), Transporte (9,7%) y Restaurantes y Hoteles (7,6%), como se muestra en el Cuadro II.2.

En el rubro de alimentos, que fue el de mayor incremento, destacaron el alza del precio de la papa desde junio a septiembre de 2010 por efecto de la sequía, el incremento del precio de la carne de pollo por la menor oferta de maíz que afectó el re-poblamiento de las aves, al igual que la carne de res y el azúcar; habiendo sufrido esta última importantes problemas de abastecimiento por efecto de la reducción de la producción de caña y el contrabando.

La División "Restaurantes y Hoteles" también presentó un incremento considerable, ya que en ésta se incluye a los alimentos consumidos fuera del hogar, mismos que estuvieron afectados por el alza de precios de los bienes agropecuarios.

En lo referente a las divisiones con mayor incidencia hacia el alza, es importante destacar al rubro de Alimentos y Bebidas Alcohólicas, no Alcohólicas y Restaurantes, cuya incidencia se tornó positiva a partir de marzo de 2010. Sin embargo, a lo largo del segundo semestre esta incidencia tendió a incrementarse por los motivos ya mencionados (Gráfico II.5). Además, esta incidencia se explica también por la elevada participación de esta división en el IPC total.

GRÁFICO II.4: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DE LOS INDICADORES DE INFLACIÓN^{1/}
(En porcentajes)



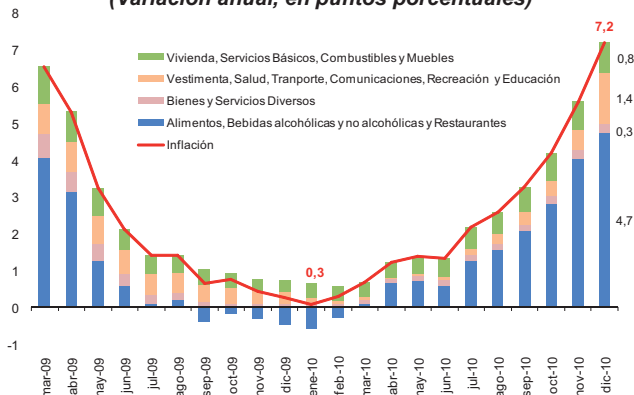
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Se estima como la variación anualizada del trimestre móvil de la serie desestacionalizada

CUADRO II.2: INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC
(Variación acumulada, en porcentajes)

Divisiones del IPC	2009			2010		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
1. Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	-4,0	1,0	-3,1	-0,6	12,3	11,6
2. Bebidas Alcohólicas y Tabaco	4,6	0,9	5,5	4,8	2,0	6,8
3. Prendas de Vestir y Calzados	0,3	0,5	0,8	0,2	3,4	3,7
4. Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	1,1	1,0	2,1	1,2	2,5	3,7
5. Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	-0,7	1,9	1,2	1,9	4,0	6,0
6. Salud	1,4	0,9	2,3	1,3	1,5	2,8
7. Transporte	-0,4	0,5	0,1	-1,0	9,7	8,6
8. Comunicaciones	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-2,8	-3,2
9. Recreación y Cultura	-0,4	0,1	-0,3	0,5	3,5	3,9
10. Educación	5,6	0,0	5,6	0,5	0,2	0,8
11. Restaurantes y Hoteles	1,7	1,4	3,2	1,8	7,6	9,5
12. Bienes y Servicios Diversos	0,6	1,0	1,6	1,2	2,4	3,6
IPC total	-0,6	0,9	0,3	0,4	6,7	7,2

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

GRÁFICO II.5: INCIDENCIAS DEL IPC POR DIVISIONES
(Variación anual, en puntos porcentuales)



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

**CUADRO II.3: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA DEL IPC
CON MAYOR INCIDENCIA EN LA INFLACIÓN**

	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Jul - Dic
	Incidencia						Variación
Papa	0,12	0,28	0,20	0,10		0,70	45,57
Carne de pollo (entero)	0,16	0,18	0,06		0,10	0,58	36,43
Servicio de Transporte en Microbus					0,45	0,47	15,27
Almuerzo				0,07	0,09	0,14	6,51
Carne con hueso de res				0,16	0,08	0,37	11,65
Azúcar Granulada			0,06	0,13	0,05	0,31	39,23
Carne sin hueso de res				0,10		0,23	12,63
Alquiler de Vivienda			0,05			0,23	6,48
Tomate			0,05		0,21	0,19	31,85
Servicio de Transporte en Taxi						0,08	16,53
Servicio de Transporte en Minibus						0,13	6,61
Servicio de empleada doméstica	0,06	0,04				0,11	5,80
Zanahoria					0,06	0,06	17,16
Servicio de transporte interdepartamental	0,03					0,05	28,35
Queso Criollo		0,05				0,01	2,54
Haba	0,05					0,01	4,16
Arveja		0,05				-0,03	-10,10
Incidencia de los 5 productos mas inflacionarios	0,42	0,60	0,42	0,57	0,49	0,90	
Inflación mensual	0,62	1,06	0,77	1,22	1,11	1,76	6,72
Participación de los 5 productos mas inflacionarios en la inflación mensual	68,0%	56,8%	54,5%	46,5%	44,1%	51,1%	

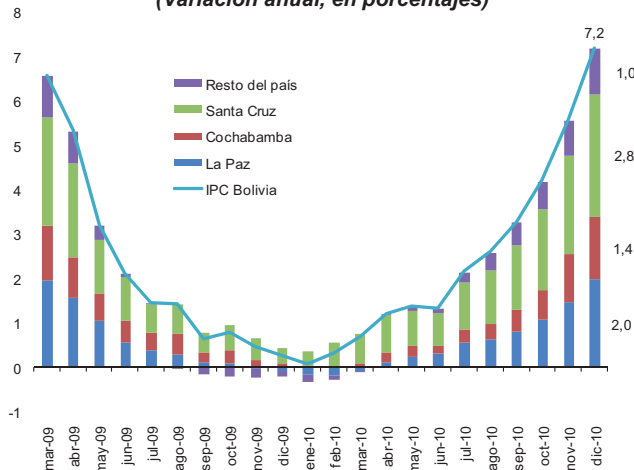
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**CUADRO II.4: INFLACIÓN POR CIUDADES
(Variaciones porcentuales acumuladas)**

	2009			2010		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Bolivia	(0,6)	0,9	0,3	0,4	6,7	7,2
Sucre	(0,9)	0,8	(0,2)	(0,1)	7,9	7,8
La Paz	(1,2)	1,0	(0,2)	0,2	6,8	7,0
Cochabamba	(0,5)	1,0	0,5	(0,2)	7,5	7,4
Oruro	(2,5)	1,3	(1,3)	(0,4)	8,1	7,7
Potosí	(3,3)	1,0	(2,3)	(0,4)	7,8	7,3
Tarija	(0,7)	1,0	0,3	(0,6)	7,7	7,1
Santa Cruz	0,1	0,8	1,0	1,2	6,2	7,5
Trinidad	(0,7)	0,2	(0,6)	0,4	3,3	3,7
Cobija	(4,2)	(0,0)	(4,3)	0,8	5,1	6,0

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

**GRÁFICO II.6: EVOLUCIÓN DE LA INCIDENCIA DE LA INFLACIÓN
POR CIUDADES
(Variación anual, en porcentajes)**



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

Si se analizan los cinco artículos con mayor incidencia inflacionaria en cada mes del último semestre, se observa que en dicho período su porcentaje de participación en la inflación total se mantuvo en promedio en 53,4% (Cuadro II.3). Entre los productos más inflacionarios a lo largo del semestre destacan la papa, la carne de pollo, el transporte en minibús, el almuerzo, la carne de res y el azúcar.

La causa del elevado precio de la papa fue el escaso crecimiento de la producción, explicado por las heladas en zonas productoras, situación que limitó la oferta del tubérculo. A su vez, el incremento del precio de la carne de pollo se explica principalmente por la significativa reducción en la producción de maíz a nivel nacional y mayores precios de importación de este insumo, que se constituye en el principal alimento de estas aves. Por su parte, el alza de precios de la carne bovina es atribuible a la pérdida de cabezas de ganado y a los bajos rendimientos, a raíz de una escasa disponibilidad de alimentos y malas condiciones climáticas. Finalmente, en lo que concierne al azúcar, el reciente y acelerado incremento de su precio es resultado de la caída de la producción de los ingenios azucareros (debido a la menor producción de caña), de prácticas especulativas y del contrabando a países vecinos, por efecto del incremento del precio internacional de este bien de consumo.

II. 3 INFLACIÓN POR CIUDADES

La ciudad con mayor inflación en el último semestre de 2010 fue Oruro (8,1%). Fueron igualmente destacables los incrementos de precios en Sucre (7,9%), Potosí (7,8%), Tarija (7,7%) y Cochabamba (7,5%) (Cuadro II.4).

El incremento de los precios en la ciudad de Oruro se explicó en gran medida por el rubro de alimentos, especialmente la papa, el pollo entero y, en los últimos dos meses, el azúcar. En el caso de los otros cuatro departamentos mencionados, el mayor incremento también se observó en el rubro de alimentos y bebidas.

No obstante, la incidencia de las ciudades del eje central (La Paz, Cochabamba y Santa Cruz) continuó representando el 85,9% del incremento de precios en el país, siendo la ciudad de Santa Cruz la que mostró la mayor incidencia anual, igual a 2,8pp, debido a su alta participación en el IPC total (Gráfico II.6). Esto implica que, a pesar de los pronunciados aumentos de precios en otras ciudades (como fue el caso del sur del país por conflictos políticos en determinados meses), su influencia en el contexto nacional fue limitada.

II.4 INFLACIÓN TRANSABLE Y NO TRANSABLE

En diciembre de 2010, la inflación a doce meses de bienes y servicios transables fue de 7,7%, superior a la inflación de bienes y servicios no transables que alcanzó a 6,6% (Gráfico II.7). El incremento en la inflación transable se originó por el repunte de la inflación en la mayoría de nuestros socios comerciales, que mostraron en 2010 tasas de inflación superiores a las de 2009, así como por la apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense (con la excepción de Argentina y Colombia). En el caso de los bienes no transables, el incremento observado respondió al aumento de los costos de comida preparada por efecto del incremento de los precios de alimentos y de los precios del transporte, especialmente en el mes de diciembre.

II.5 INDICADORES COMPLEMENTARIOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS

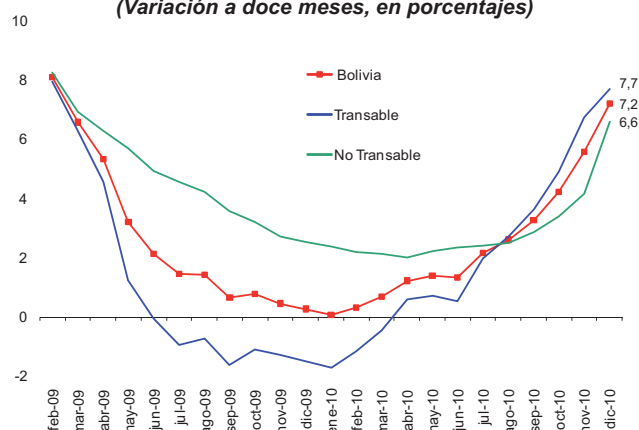
Entre los indicadores adicionales que reflejan presiones sobre la evolución de los precios, se cuenta con el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPI), el Índice de Costos de la Construcción (ICC) y el Índice de Actividades Remuneradas (IPC-REM), que a continuación se detallan.

II.5.1 Precios al productor industrial manufacturero

Con base en la información de establecimientos dedicados a la producción y comercialización de artículos industriales manufactureros, el Instituto Nacional de Estadística (INE) difunde con periodicidad trimestral el IPPIM que permite cuantificar la evolución de los precios al productor de la actividad industrial.¹⁶

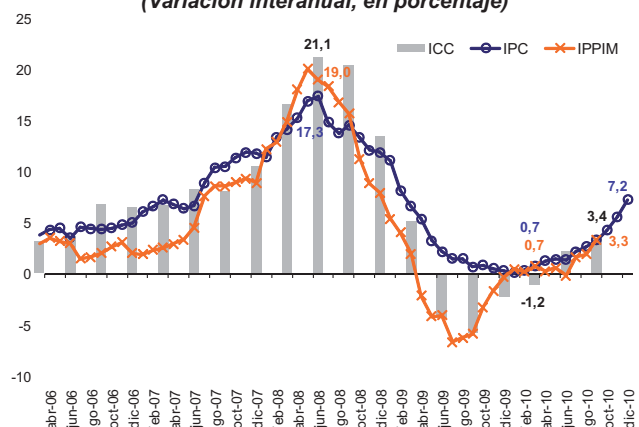
La evolución observada del IPPIM hasta el tercer trimestre de 2010 ha sido coherente con el comportamiento del IPC. En efecto, al mes de septiembre este indicador se ubicó en torno a 3,3%, mostrando también una tendencia hacia el alza (Gráfico II.8). Este comportamiento se debe al incremento de

GRÁFICO II.7: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

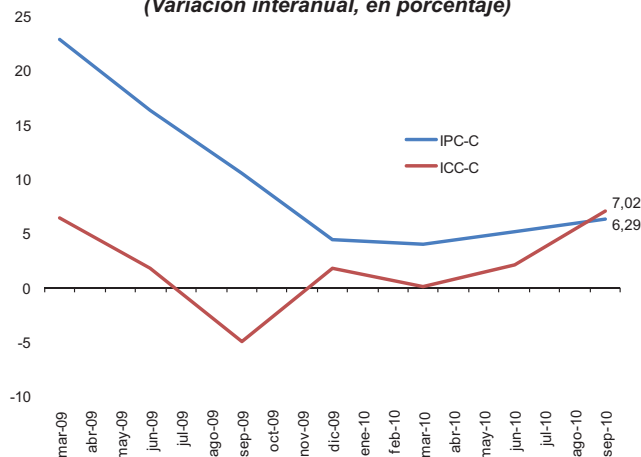
GRÁFICO II.8: INFLACIÓN, ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN (ICC) E ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO (IPPIM)^{1/}
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} La última información disponible del IPPIM e ICC corresponde a septiembre de 2010

¹⁶ Se debe recordar que el IPPIM está relacionado con el comportamiento del IPC, ya que algunas de las actividades industriales influyen en los precios finales de los artículos que conforman la canasta básica del IPC. Entre estas actividades se tienen: la matanza de ganado y la preparación de carne, la fabricación de productos lácteos, la producción de aceites comestibles, la molinda, entre otros.

GRÁFICO II.9: ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN (IPC-C) COMPARABLE CON EL ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN (ICC-C)¹⁷
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ¹⁷ El IPC-C y el ICC-C son dos índices elaborados que incluyen los mismos productos del sector construcción como ser cemento, cal, ladrillo, pintura y servicio de albañilería

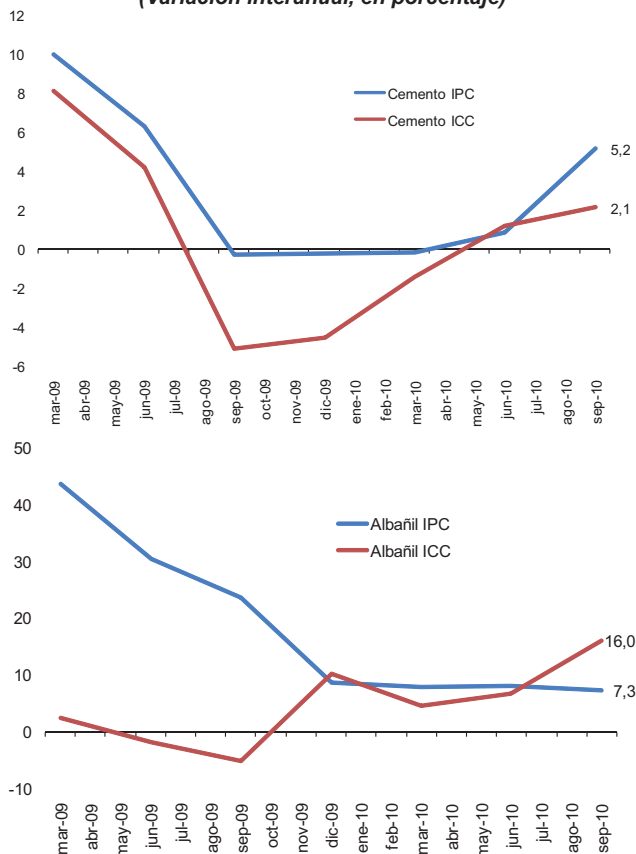
precios en sectores como la fabricación y refinación de azúcar y la fabricación de muebles y accesorios.

II.5.2 Costos de construcción

El ICC muestra la evolución de los precios de los principales materiales de construcción y los costos de mano de obra en los que se incurre para la edificación de casas, locales no residenciales (oficinas, centros comerciales, etc.), así como proyectos de infraestructura (carreteras, instalaciones deportivas, entre otros).¹⁷

A partir del tercer trimestre de 2009 la variación del ICC comenzó a acrecentarse, alcanzando un nivel de 3,4% en el tercer trimestre de 2010 (Gráfico II.8). Este comportamiento se explica principalmente por el alza de las remuneraciones al personal calificado y no calificado (encofradores, electricistas, ayudantes de plomero, pintores y carpinteros).

GRÁFICO II.10: IPC E ICC PARA CEMENTO Y SERVICIO DE ALBAÑILERÍA
(Variación interanual, en porcentaje)



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

Al construir un Índice de Precios al Consumidor del sector Construcción (IPC-C) y un Índice de Costos de Construcción con los mismos productos incluidos en el IPC-C (ICC-C),¹⁸ de modo que sean comparables, pudo observarse que el ICC-C se ha incrementado en mayor proporción que el IPC-C reflejando presiones en los costos del sector de la construcción (Gráfico II.9)

De igual forma, se construyeron índices que permiten comparar algunos otros productos del IPC y del ICC, entre los cuales se puede mencionar al cemento, cal, ladrillo, pintura y servicio de albañilería. Se observa que, tanto el precio del cemento como el de la remuneración al albañil muestran incrementos en los costos de construcción, como una posible señal de un incremento de la demanda en la construcción residencial (Gráfico II.10).

¹⁷ El ICC guarda una estrecha relación con artículos similares de la canasta del IPC, en este caso con la división de vivienda, servicios básicos y combustibles, específicamente con productos como el cemento, los ladrillos, la pintura y los servicios de albañilería. Del mismo modo, generan un traspaso indirecto ya que el encarecimiento de la construcción de residencias puede incidir en el costo de los alquileres y del equipamiento de vivienda.

¹⁸ Ambos índices, el IPC-C y el ICC-C, se construyeron con un subconjunto similar de productos extractado del IPC e ICC respectivamente.

II.5.3 Actividades remuneradas¹⁹

Se puede apreciar que las remuneraciones a trabajos no calificados, así como el índice global, siguieron una tendencia similar a la del IPC, aunque con rezagos. Sin embargo, el incremento anual de las remuneraciones a la mano de obra calificada ha sido más moderado, ubicándose en 3,1% en diciembre de 2010 (Gráfico II.11). Un aspecto adicional a destacar es que existiría cierto grado de inercia en la variación de las remuneraciones respecto a la inflación total.

II.6 FACTORES QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

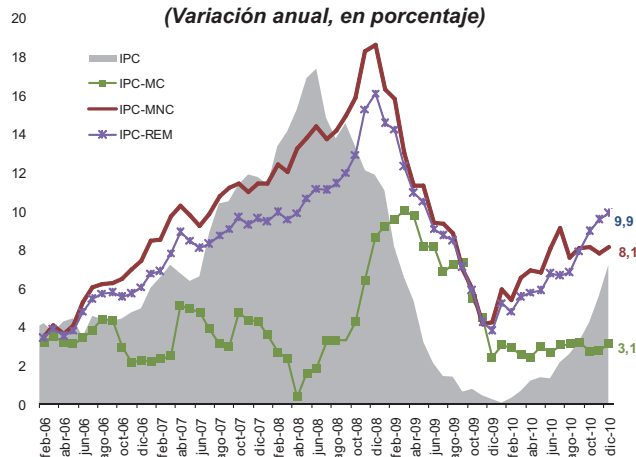
Hasta el tercer trimestre de 2010, el comportamiento del IPC fue similar al previsto en el IPM de julio de 2010 (Gráfico II.12), observándose a partir del mes de julio que las tasas de variación aumentaron paulatinamente.

La aceleración en la variación del IPC, en especial en el último trimestre de 2010, estuvo relacionada con cinco factores antes mencionados que, a continuación, se analizan con mayor detalle.

II.6.1 Repunte de la inflación importada

El dinamismo de las economías emergentes y la gradual recuperación de las economías desarrolladas se vieron reflejados en la reactivación de la demanda mundial por materias primas, que contribuyó durante 2010 al alza de los precios internacionales de productos básicos, mostrando una variación interanual de 20,8% en el caso de los precios de energía y de 26,8% en el caso de los precios internacionales de alimentos (Gráfico II.13).

GRÁFICO II.11: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

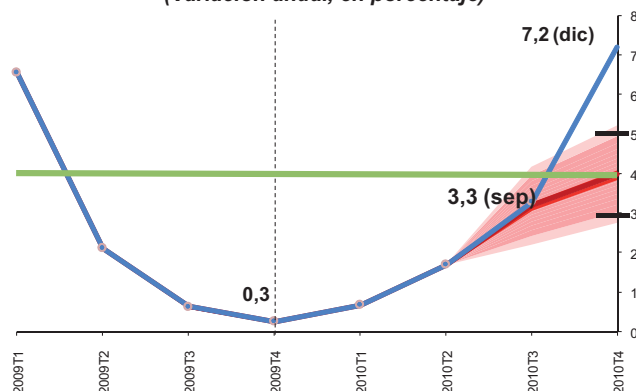
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

IPC-MC es el índice de precios de la mano de obra calificada

IPC-MNC es el índice de precios de la mano de obra no calificada

IPC-REM es el indicador de precios de todas las actividades remuneradas del IPC

GRÁFICO II.12: EVOLUCIÓN DEL IPC OBSERVADO Y PROYECTADO
(Variación anual, en porcentaje)



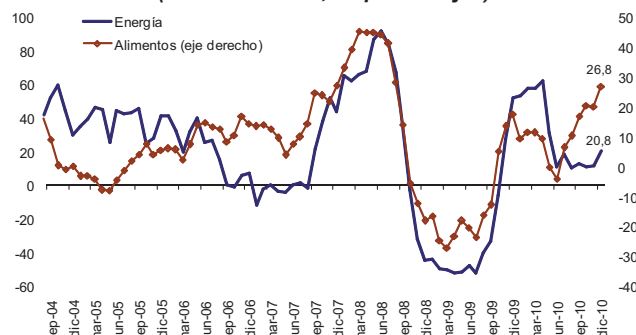
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: La línea azul denota los valores observados

La línea de color rojo refleja los valores proyectados

GRÁFICO II.13: EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE COTIZACIONES INTERNACIONALES DE PETRÓLEO Y ALIMENTOS
(Variación anual, en porcentajes)

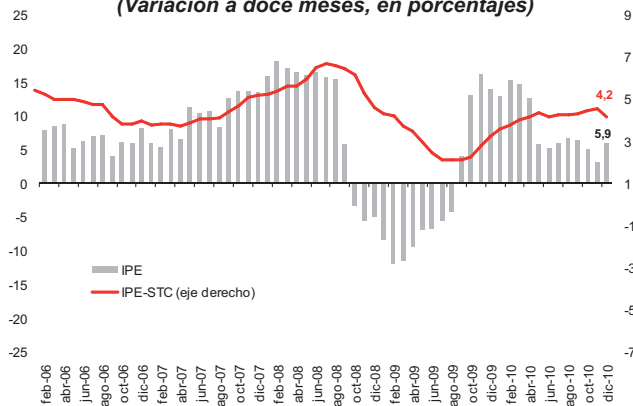


FUENTE: Banco Mundial

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

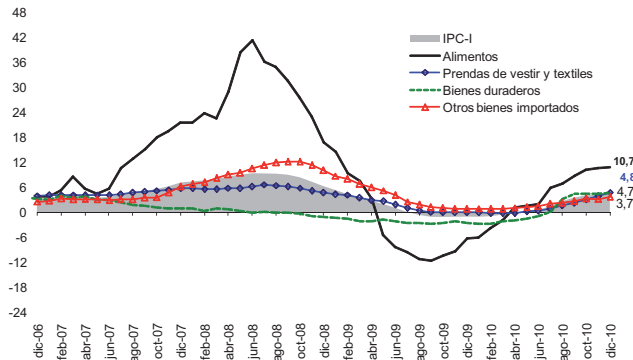
¹⁹ Utilizando componentes que corresponden a servicios personales del IPC, el BCB utiliza tres indicadores de precios de actividades remuneradas: i) el IPC-MC que es el índice de precios de la mano de obra calificada, que incluye las remuneraciones de actividades como las consultas médicas en centros de salud, ii) el IPC-MNC que toma en cuenta las remuneraciones a servicios no calificados como la albañilería o las empleadas del hogar y iii) el IPC-REM que agrupa a las dos anteriores.

GRÁFICO II.14: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia - Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPE es el Índice de Precios Externos relevantes para Bolivia
IPE-STC es el Índice de Precios Externos relevantes para Bolivia que no considera los movimientos cambiarios

GRÁFICO II.15: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS^{1/}
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Los ítems que se muestran en el gráfico corresponden sólo a productos importados
IPC-I es el índice de precios al consumidor de los artículos importados

Al mes de diciembre de 2010, la variación anual del Índice de Precios Externos (IPE)²⁰ relevante para la economía boliviana fue de 5,9%, variación menor a la observada en los cuatro primeros meses de 2010. Este resultado es coherente con los rezagos que existen en la transmisión de incrementos de precios externos en la economía nacional.

El alza de este índice en el año se originó en el incremento de la inflación en los países de la región y en los movimientos cambiarios que caracterizaron al año 2010 (depreciación del dólar, lo cual fue consistente con la valorización del resto de las monedas). En efecto, se observaron apreciaciones de las monedas de los principales socios comerciales como consecuencia del influjo de capitales, debido al inicio del proceso de normalización monetaria en los países de la región que se reflejó en mayores tasas de política monetaria. Dicho influjo también ha estado relacionado con la fuerte inyección de liquidez en la economía estadounidense, que implicó la pérdida de valor de esta divisa.

Si se aísla al IPE de las variaciones cambiarias (IPE-STC), en 2010 la inflación internacional relevante se situó en torno a 4,2%, cifra que es mayor a la observada en meses anteriores (Gráfico II.14). Esto muestra que el reciente repunte de los precios internacionales de alimentos también se ha reflejado en el alza de la inflación de la mayoría de los socios comerciales de la región.

Las mayores presiones inflacionarias externas tuvieron un importante efecto en los precios de los artículos importados en el mercado local. A diciembre de 2010 la variación anual del componente importado del IPC (IPC-I) fue de 4,7%, comportamiento que se explicó principalmente por la recuperación en los precios de los alimentos procedentes del exterior, que mostraron al mes de diciembre de 2010 una variación anual de 10,7% (Gráfico II.15).

²⁰ El IPE es un promedio ponderado de la inflación de los trece principales socios comerciales de Bolivia expresados en dólares estadounidenses, que combina los movimientos de precios de estos países (inflaciones) así como el efecto de las variaciones cambiarias en los precios de importación para el E.P. de Bolivia.

Las presiones inflacionarias de origen externo observadas en 2010 fueron importantes para explicar la dinámica de la inflación durante el año, aunque su magnitud fue menor a la observada en el período 2007-2008.

II.6.2 Problemas en el sector agropecuario

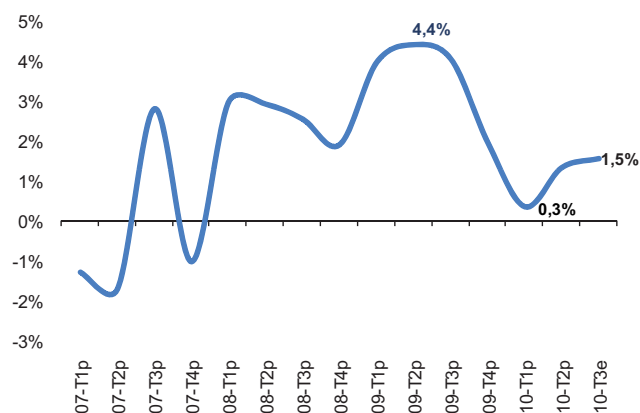
La evolución reciente de la inflación respondió también al comportamiento de la oferta en los mercados agropecuarios. En 2010 el desempeño productivo del sector fue afectado negativamente por diversos factores que moderaron su crecimiento y limitaron su capacidad de abastecer los mercados locales, generándose incrementos en los precios de determinados alimentos. En efecto, al tercer trimestre de 2010 el sector agropecuario alcanzó una tasa de crecimiento de 1,5% que si bien supera a la del trimestre anterior, es inferior a la observada en similar período de 2009 (4,4%) (Gráfico II.16).

Información preliminar del Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT) para el año agrícola 2009/10 refleja una reducción de la superficie cultivada de 6,1% respecto al período anterior (2008/09), al pasar de 1,81 a 1,78 millones de hectáreas cultivadas. La menor superficie de los cultivos y una reducción de los índices de productividad llevaron a descensos en los volúmenes de producción de importantes rubros como la caña de azúcar, girasol, sorgo y maíz, entre otros. En contrapartida, se registró un significativo incremento en la producción de trigo, junto a uno de carácter más moderado en la yuca y papa (Gráfico II.17).

Dados los encadenamientos sectoriales existentes, la caída de la producción de los rubros mencionados, junto con factores estacionales, el ocultamiento y la especulación, ocasionaron el incremento de precios en un grupo de alimentos con alta ponderación en el IPC. Por ejemplo, dada su importancia como insumo alimenticio, la menor disponibilidad de maíz afectó significativamente a los productores pecuarios (productores avícolas, porcicultores y productores de leche).

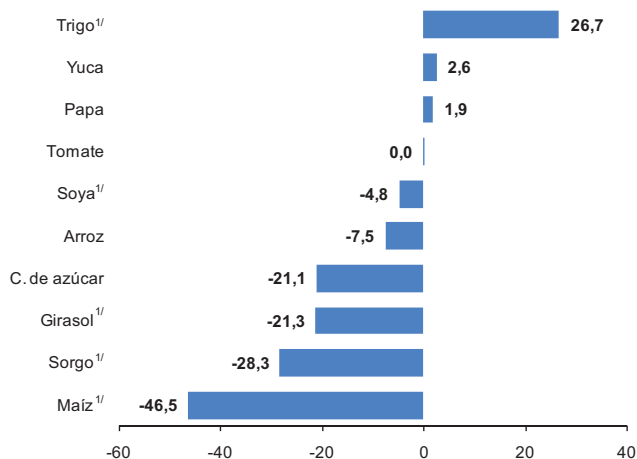
En el caso de los avicultores, la menor oferta de maíz restringió las posibilidades de re-poblamiento de granjas avícolas y acrecentó sus costos operativos, trasladándose dicho incremento al precio de la carne

GRÁFICO II.16: PIB AGROPECUARIO
(Crecimiento trimestral anual, en porcentaje)



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

GRÁFICO II.17: VARIACIÓN DEL VOLUMEN DE PRODUCCIÓN
AÑO AGRÍCOLA 2009-2010
(En porcentajes)



FUENTE: Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Incluye campaña de invierno del año anterior
Los datos son preliminares

de pollo en los mercados minoristas. La posibilidad de contrarrestar la caída en la producción local vía importaciones se vio reducida por limitaciones logísticas y de transporte. A ello debe sumarse la tendencia creciente del precio internacional del maíz, junto al de otros granos, descrita en el capítulo anterior. Sin embargo, cabe señalar que fueron emprendidas acciones por el Órgano Ejecutivo para incrementar la oferta de este cereal en el corto y mediano plazo.²¹

En lo que concierne al azúcar, el incremento de precios fue resultado de la caída de la producción de los ingenios azucareros, que pasó de 10,5 a 7,7 millones de quintales entre los años agrícolas 2009 y 2010 debido a una menor cantidad de materia prima y, principalmente, a prácticas especulativas y el contrabando hacia países vecinos incentivado por los altos precios internacionales del producto. La notable incidencia de este tipo de prácticas sobre los precios del azúcar fue evidente, luego de haberse realizado operativos de control por parte del gobierno nacional e intendencias municipales. En efecto, en controles realizados en los últimos meses se incautaron cerca de 40 mil quintales de azúcar en todo el país, cuyo destino principal era el contrabando hacia el Perú. Esto último fue incentivado por el diferencial de precios entre Bolivia y otras economías de la región, en un contexto de repunte del precio internacional de este producto. El caso del azúcar ejemplifica otro mecanismo a través del cual las fluctuaciones de los precios internacionales se transmiten a los precios internos.

Los incendios forestales y focos de calor también se constituyeron en otro elemento perjudicial. La Autoridad de Fiscalización y Control Social de Bosques y Tierras (ABT) señala que hasta fines de noviembre el país registró 57.137 focos de calor, afectando a una superficie de 3,7 millones de hectáreas. Los departamentos más afectados fueron Santa Cruz y Beni, donde se concentró la mayor parte de las quemaduras. Muchas de las recientes anomalías climatológicas se constituyeron en las primeras etapas de manifestación del fenómeno La Niña cuya presencia, con base en lo reflejado por los patrones históricos típicamente observados, sería más significativa a inicios de 2011.

²¹ Estas acciones se describen al final del Capítulo IV.

En suma, el comportamiento de los factores internos y externos vinculados a la oferta sectorial afectó la evolución de los indicadores de inflación agropecuaria, cuya tendencia creciente de los últimos meses la llevó a alcanzar en diciembre una tasa de variación anual de 14,2%, mayor a la variación del IPC (Gráfico II.18). Es importante recalcar que estos niveles son mucho menores a los observados a mediados de 2008 durante el *shock* de los precios internacionales de alimentos.

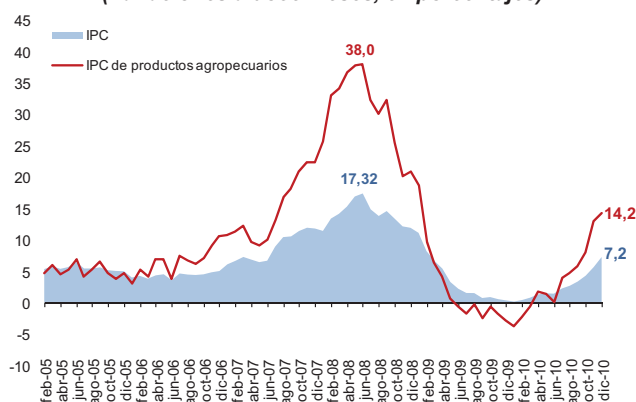
La aceleración del crecimiento sectorial y la estabilización de los precios de alimentos podrán ser alcanzados en la medida que tengan efecto las diferentes políticas de respuesta implementadas por el BCB y el Órgano Ejecutivo, orientadas a la regulación de la liquidez, la reducción de costos de insumos para los productores, así como al abastecimiento de mercados y la otorgación de incentivos para la producción de alimentos estratégicos.

II.6.3 Expectativas de inflación hacia el alza

Los dos factores anteriores (mayor inflación importada y alza de los precios de los alimentos por factores climáticos) repercutieron en las percepciones por parte de algunos agentes económicos. Es decir, generaron incrementos de las expectativas de inflación que se reflejaron en los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE).²² En efecto, con relación a la inflación esperada, la EEE muestra que la expectativa interanual aumentó moderadamente desde agosto de 2010. En el mes previo, julio de 2010, la encuesta reportó la menor expectativa, equivalente a 2,3%. Posteriormente ésta aumentó hasta llegar a 5,5% a fines de 2010 (Gráfico II.19). Sin embargo, las alzas han sido a tasas cada vez menores, lo cual anticiparía la atenuación de este efecto por las políticas de abastecimiento del Gobierno y las políticas del BCB, en especial la cambiaria.

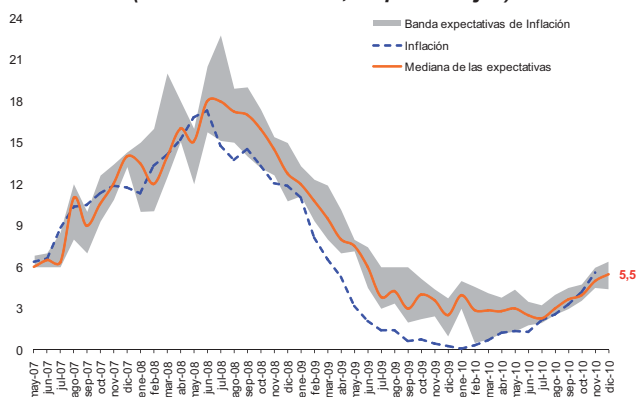
Las preguntas de la EEE que indagan sobre las expectativas de inflación a diciembre de 2010 y 2011 tuvieron similar comportamiento al descrito en el párrafo anterior (Gráfico II.20).

GRÁFICO II.18: IPC E ÍNDICE DE PRECIOS PRODUCTOS AGROPECUARIOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



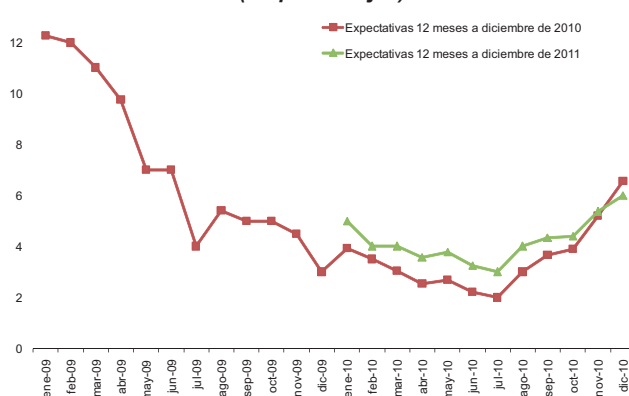
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.19: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO
(Variación interanual, en porcentajes)



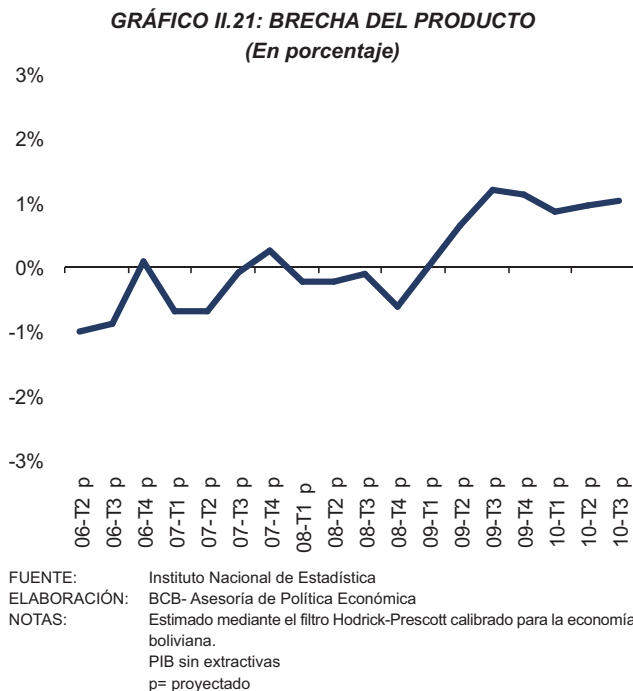
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Corresponde a la pregunta de la EEE: ¿Cuál será la tasa de inflación dentro de un año?
La banda muestra el rango entre el 25% y 75% de las respuestas ordenadas de menor a mayor

GRÁFICO II.20: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DICIEMBRE DE 2010 Y 2011
(En porcentajes)



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

²² Encuesta dirigida a un grupo de ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.



La tendencia hacia el alza de la inflación esperada obedeció a dos factores. El primero considera el alza reciente de productos específicos, los cuales generaron un efecto de segunda vuelta. El segundo factor obedece a rumores sobre cifras e interpretaciones erróneas con relación a la inflación que difundieron comentaristas y analistas, desinformando a la opinión pública y alentando expectativas inflacionarias.

II.6.4 Presiones de demanda

La economía boliviana estaría presentando gradualmente mayores presiones de demanda, sobre todo, desde el segundo semestre de 2009. Desde entonces, la brecha del producto sería positiva y estaría en torno a 1% del PIB (Gráfico II.21). Las moderadas presiones de demanda fueron alimentadas por la recuperación del nivel de ingresos disponibles provenientes del exterior. En efecto, el alto nivel de remesas de los trabajadores en 2010 y el incremento de los ingresos por exportaciones permitieron un incremento del consumo privado, acrecentando la demanda y generando presiones inflacionarias.²³

II.6.5 Nivelación temporal de los precios de los combustibles

El 26 de diciembre de 2010 se aprobó el Decreto Supremo N° 748 que nivelaba el precio de la gasolina y del diesel con el objetivo de evitar el contrabando de estos productos al exterior. Sin embargo, luego de un proceso de diálogo y consenso con diversos sectores sociales, el 31 de diciembre se abrogó el Decreto.

La puesta en vigencia en forma transitoria de esta medida, junto a los conflictos sociales que desencadenaron un proceso de ocultamiento y especulación de algunos productos básicos, generaron un incremento temporal en el nivel de precios. No obstante, con la abrogación del Decreto muchos de los precios ya iniciaron el proceso paulatino de reversión.

²³ La evolución de las remesas y exportaciones se describe en el Capítulo III.

III. Desempeño económico

En 2010 la economía boliviana continuó mostrando un crecimiento sostenido y creciente, reflejando una de las mejores trayectorias de la actividad económica luego del embate de la crisis global. Esto se debió al dinamismo de varias actividades no extractivas como el transporte, los servicios financieros y la manufactura. Las actividades extractivas no renovables repuntaron por una mayor dinámica del sector hidrocarburos. En el sector externo nuevamente se registró superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, con el consecuente incremento de las reservas internacionales. Por su parte, la actividad de intermediación financiera alcanzó ratios más altos de profundización que reflejan la contribución del sector a la actividad económica. A su vez, la bolivianización implicó mayores crecimientos de los agregados monetarios que sólo incluyen moneda nacional respecto de aquellos que además incluyen moneda extranjera.

III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

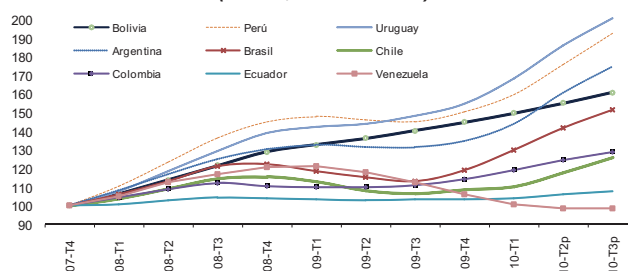
El Producto Interno Bruto (PIB) del E.P. de Bolivia continuó creciendo a tasas sostenidas sin las fuertes oscilaciones registradas en otras economías de la región. En efecto, la economía boliviana fue una de las que acumuló mayores incrementos desde el último trimestre de 2007, pese a los efectos de la peor crisis económica y financiera de la época de la posguerra a nivel global (Gráfico III.1).

La dinámica descrita se reflejó en la creación de más de 30 mil nuevos empleos al segundo trimestre de 2010, que implicó una reducción de la tasa de desempleo abierta de 0,6pp respecto al trimestre previo y de 1,7pp respecto a similar período de 2009. El desempleo cerró en 6%, según la Encuesta Trimestral de Empleo elaborada por el INE (Gráfico III.2).

III.1.1 Actividad económica

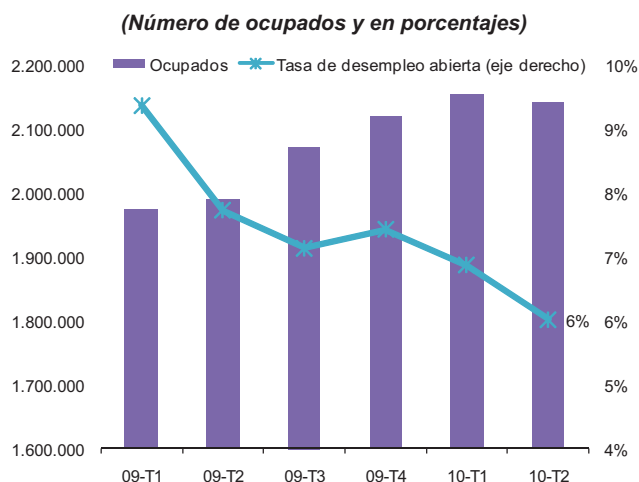
Al tercer trimestre de 2010, en torno al 90% del

GRÁFICO III.1: ACTIVIDAD ECONÓMICA EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Índice, 2007 T4=100)



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

GRÁFICO III.2: POBLACIÓN OCUPADA Y TASA DE DESEMPLEO ABIERTA



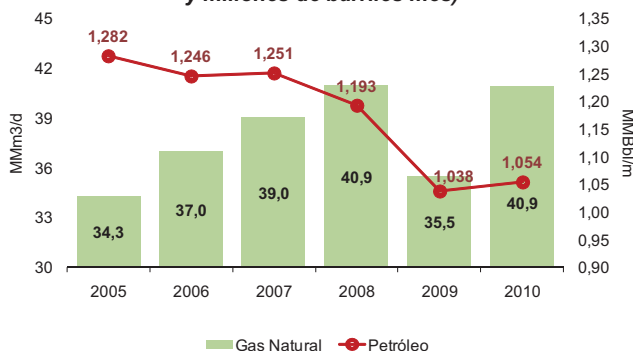
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO III.1: CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS ACUMULADAS POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
(En porcentajes)

	Crecimiento		Incidencias	
	T3-09p	T3-10p	T3-09p	T3-10p
PIB a precios de mercado	2,9	3,8	2,9	3,8
Impuestos Indirectos	-6,5	4,6	-0,6	0,4
PIB a precios básicos	3,9	3,7	3,5	3,4
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	4,2	1,1	0,6	0,2
Petróleo crudo y gas natural	-11,9	10,3	-0,8	0,6
Minerales metálicos y no metálicos	11,1	-3,7	0,7	-0,3
Industria manufacturera	4,6	3,2	0,8	0,5
Electricidad, gas y agua	5,7	6,5	0,1	0,1
Construcción	9,1	8,6	0,2	0,2
Comercio	4,4	4,1	0,4	0,3
Transporte y comunicaciones	5,7	6,8	0,6	0,7
Servicios financieros	4,0	5,0	0,5	0,6
Servicios de la administración pública	5,8	3,5	0,5	0,3
Otros servicios	2,8	3,2	0,2	0,2
Servicios bancarios imputados	5,7	5,7	-0,2	-0,2
PIB act.extractivas	-0,6	2,6	-0,1	0,3
PIB actividades no extractivas	3,4	3,9	3,0	3,5

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

GRÁFICO III.3: PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL Y PETRÓLEO A NOVIEMBRE DE CADA GESTIÓN
(En millones de metros cúbicos por día y millones de barriles mes)



FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: MMm3/d: millones de metros cúbicos por día
MMBbl/m: millones de barriles por mes

crecimiento acumulado (3,8%) fue inducido por las actividades no extractivas (Cuadro III.1). Entre las más importantes cabe destacar el desempeño del transporte y comunicaciones (0,7pp de incidencia), servicios financieros (0,6pp) y la industria manufacturera (0,5pp). En el primer caso, destaca el crecimiento del transporte aéreo (29%), seguido del transporte por ductos (9%), en el que incidió una mayor dinámica del sector hidrocarburos, y del transporte carretero interdepartamental (8%).

Por su parte, los establecimientos financieros continuaron aportando al crecimiento global, alentados por el aumento de los servicios financieros,²⁴ en los cuales destaca el dinamismo de la producción principal (comisiones y operaciones de cambio), en especial del sistema bancario. También se distingue la producción secundaria de los Fondos Financieros Privados (FFP) y del sistema Mutual de Ahorro y Préstamo, en el que se incluyen alquileres, ingresos jurídicos, por asesoramiento y otros. La producción imputada de todo el sector (intereses recibidos menos intereses pagados) también aumentó en un ambiente de mayor intermediación financiera.

Finalmente, la industria manufacturera fue apuntalada por la producción de bebidas y tabaco con incrementos en torno a 6%, seguidos de alimentos como los cárnicos, lácteos y otros agroindustriales. Al interior de otras industrias, destacó la producción de textiles y productos de madera; así como también la de minerales no metálicos (o rocas industriales), entre los que destacan insumos de construcción, sobre todo cemento. Respecto a este último, cabe mencionar que la industria cementera enfrentó una demanda creciente que fue abastecida inclusive a través de la importación del insumo. Las ventas de cemento alcanzaron máximos históricos, registrando un flujo en torno a las 217 mil toneladas métricas en octubre de 2010.

Las demás actividades no extractivas mostraron incidencias acordes con su comportamiento histórico. Cabe señalar que el bajo crecimiento acumulado del sector agropecuario (1,1%) fue resultado de factores climáticos con efectos más severos que los esperados (lo cual fue explicado con mayor detalle en el capítulo II del presente IPM). En el caso de la construcción, esta actividad fue una de las que mayor crecimiento presentó (8,6%) y se estima que existió un repunte a

²⁴ Los servicios financieros los provee el Sistema Bancario, el Sistema Mutual de Ahorro y Préstamo, Cooperativas de Ahorro y Préstamo, Fondos Financieros Privados, Otras Instituciones Financieras y Compañías de Seguros. Estas instituciones realizan una producción principal, secundaria e imputada.

finis de 2010, en la medida en que se aceleró la ejecución de la inversión pública, como es usual.

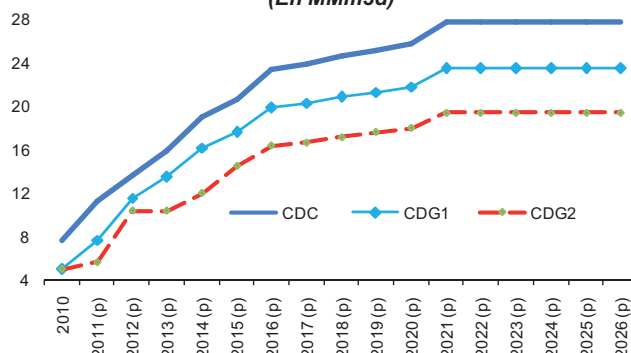
Al interior de las actividades extractivas no renovables destaca el repunte del sector hidrocarburífero, alentado por mayores nominaciones (requerimientos) de gas realizadas por Brasil y Argentina, en este último caso a partir del mes de mayo, determinando mayores niveles de producción. En efecto, la producción de gas natural al mes de noviembre de 2010 alcanzó 40,9 millones de metros cúbicos por día (MMm3/d), registrando un incremento de 5,4MMm3/d (15,4%) respecto al observado en similar período de 2009 (35,5MMm3/d). Acorde con esta dinámica, la producción de petróleo crudo y condensado alcanzó los 1.054 millones de barriles por mes (MMBbl/m), nivel por encima del observado entre enero y noviembre de 2009 (1.038MMBbl/m). Este incremento de 16.425Bbl/m (1,6%) detuvo levemente la continua y persistente caída en la producción de estos líquidos (Gráfico III.3).

El mercado externo es el principal destino del gas natural producido y, consecuentemente, el que determina la dinámica de la producción, hecho consistente con las nominaciones diarias que realizan Brasil y Argentina.

Durante 2010 se puede distinguir dos periodos con diferente comportamiento en la producción de gas natural. El primero comprende los meses de enero a abril, donde la producción alcanzó 36,2MMm3/d. El segundo abarca los meses de mayo a noviembre, en el que la producción alcanzó 43,6MMm3/d, nivel que marca un máximo histórico en la producción. Este hecho se explica por el rol que tuvo la Adenda al Contrato de Exportación de Gas Natural, firmada entre YPFB y Energía Argentina Sociedad Anónima (ENARSA), la cual entró en vigencia en mayo de 2010. La Adenda considera tres diferentes cantidades: CDC es la Cantidad Diaria Contractual, CDG1 es la Cantidad Diaria Garantizada Uno (cantidad que YPFB se compromete a entregar a ENARSA); y CDG2 la Cantidad Diaria Garantizada Dos, que ENARSA se compromete a recibir de YPFB (Gráfico III.4).

En lo que respecta a la minería, la disminución acumulada al tercer trimestre de 2010 de 3,7%, se debe principalmente a la elevada base de comparación generada en los años anteriores por el incremento de la producción de las empresas mineras San Cristóbal y San Bartolomé. Esta caída se debió también a problemas ocurridos en Potosí en abril y agosto de 2010, en este último se ocasionó un paro de aproximadamente 20 días en la producción de San Cristóbal. A octubre, se registraron descensos en el valor bruto de producción de plomo (16%), oro (14%), plata (5%) y zinc (3%). Sin embargo, repuntó la producción de otros minerales: cobre (422%), antimonio (81%), wólfam (20%) y estaño (6%) (Gráfico III.5).

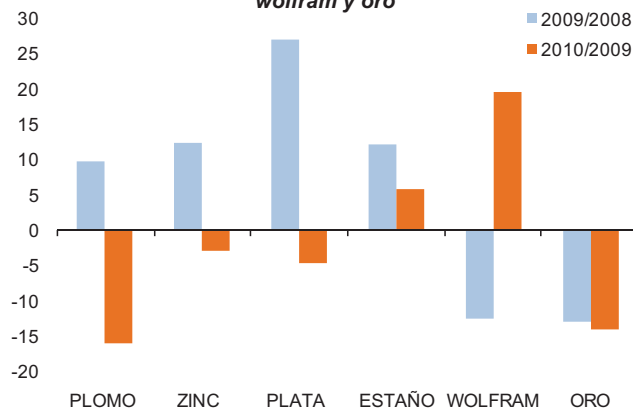
GRÁFICO III.4: CANTIDADES DE COMPRA Y VENTA DE GAS NATURAL SUSCRITAS EN LA ADENDA CON ENARSA 2009 - 2026
(En MMm3d)



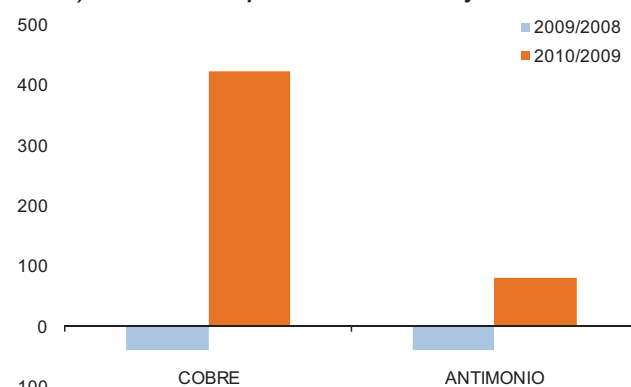
FUENTE: Adenda al Contrato YPFB - ENARSA
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (p) proyectado

GRÁFICO III.5: PRODUCCIÓN DE MINERALES A OCTUBRE DE 2010
(Variación acumulada en porcentajes)

a) Variación de la producción de plomo, zinc, plata, estaño, wólfam y oro

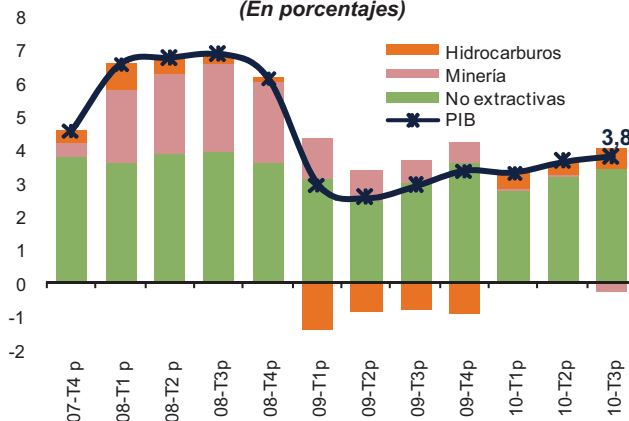


b) Variación de la producción de cobre y antimonio



FUENTE: Ministerio de Minería y Metalurgia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.6: INCIDENCIAS DE LAS ACTIVIDADES EXTRACTIVAS NO RENOVABLES Y NO EXTRACTIVAS EN LA VARIACIÓN ACUMULADA
(En porcentajes)



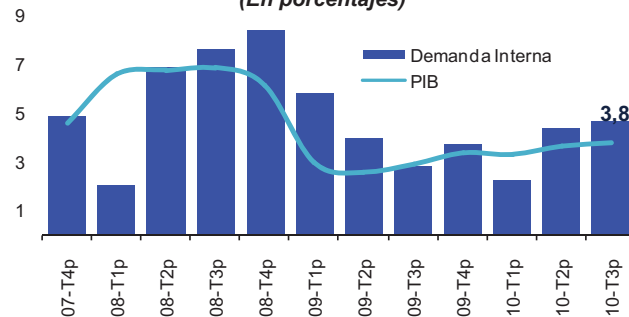
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (p) Cifras preliminares

En síntesis, la dinámica de las actividades extractivas no renovables determinó una contribución de 0,3pp al crecimiento global, señalando una recuperación de 40pb respecto a similar período de 2009 (Gráfico III.6).

III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

Al tercer trimestre de 2010 el crecimiento del PIB (3,8%) fue impulsado por la demanda interna, cuya incidencia continuó en ascenso, apuntalada por la dinámica del consumo privado. El aporte de la demanda interna en el tercer trimestre de 2010, supera en 1,8pp al registrado en igual período de 2009, reflejando entre otros factores las medidas llevadas a cabo para dinamizar el consumo. La incidencia de las importaciones superó a la de las exportaciones en 0,9pp, reflejándose esto en la contribución negativa de las exportaciones netas (Gráfico III.7).

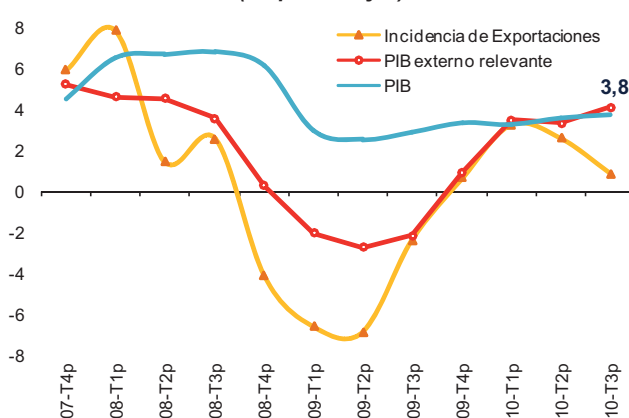
GRÁFICO III.7: CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS ACUMULADAS
(En porcentajes)



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

Por otro lado, cabe resaltar que si bien la incidencia de las exportaciones fue positiva, mostró una trayectoria decreciente, a pesar del repunte de la actividad externa relevante para el E.P. de Bolivia, debido al menor volumen exportado de minerales, consistente con el desempeño sectorial descrito previamente. No obstante, el crecimiento del volumen de exportación de hidrocarburos y de la mayoría de los productos no tradicionales fue positivo, en línea con el repunte de la actividad externa para el E.P. de Bolivia (Gráfico III.8).

GRÁFICO III.8: CRECIMIENTOS E INCIDENCIAS ACUMULADAS
(En porcentajes)



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

Por tipo de gasto, la demanda interna registró una incidencia positiva de 4,7pp, siendo el consumo privado el componente con mayor contribución al interior de la misma (2,8pp). Respecto a la inversión, cabe destacar que el crecimiento de 8,3% fue apuntalado por los proyectos de inversión privada, principalmente en servicios, construcción y la industria manufacturera; en tanto que la pública fue destinada a las áreas de salud, educación e infraestructura. La Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) contribuyó con 1,4pp al crecimiento total. En cambio el consumo público continuó mostrando tasas moderadas, acordes con la política de austeridad fiscal (Cuadro III.2).

La FBKF es uno de los componentes del producto que ha registrado tasas de crecimiento destacables en los últimos períodos. A pesar de haberse visto afectada en dos trimestres de 2009 por efectos de la crisis, tanto antes como después, su ritmo de variación se ha mantenido en niveles positivos. En efecto, la tasa de crecimiento pasó de un promedio de -2% en el período 2003-2005 a estar cerca de 10% a partir de 2006. El subcomponente de la construcción se ha mantenido en continuo crecimiento, reflejo del auge por el que atraviesa el sector que además estuvo asociado al desarrollo de proyectos públicos. Por su parte, el comportamiento del subcomponente de bienes de capital guardó mayor relación con la evolución de la FBKF, aunque presentó mayor volatilidad que ésta (Gráfico III.9).

III.2 BALANZA DE PAGOS

Dado el favorable contexto internacional, en el período enero a septiembre de 2010 la cuenta corriente del E.P. de Bolivia registró un superávit de \$us690 millones (equivalente a 3,6% del PIB anual estimado), debido principalmente a la balanza comercial positiva y las remesas recibidas de migrantes bolivianos en el exterior (Cuadro III.3). Este resultado se reflejó en las reservas internacionales netas, cuyo saldo al 31 de diciembre de 2010 fue de \$us9.730 millones, equivalente a 20 meses de importación.

A su vez, en el período de enero a septiembre de 2010 pudo advertirse una mejora en los términos de intercambio de 11,4%, en virtud principalmente al incremento de los valores unitarios de los productos de exportación.

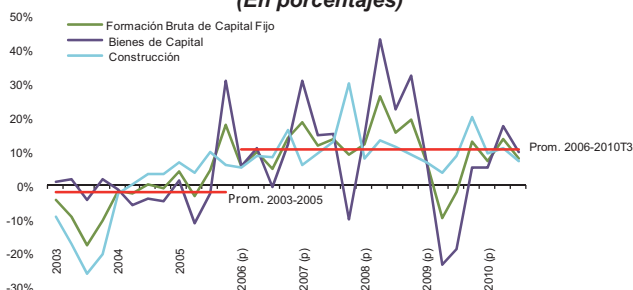
En 2010, las exportaciones FOB totalizaron \$us6.227 millones, aumentando en 26,6% respecto a 2009. Este crecimiento se debió tanto a mayores volúmenes como precios, siendo el sector de hidrocarburos el que mostró mayor crecimiento de sus ventas al exterior (42,3%), seguido de minerales

CUADRO III.2: CRECIMIENTO E INCIDENCIAS ACUMULADAS POR TIPO DE GASTO (En porcentajes)

	Crecimiento		Incidencia		
	T3-09p	T3-10p	T3-08	T3-09p	T3-10p
PIB	2,9	3,8	6,8	2,9	3,8
Consumo	3,3	4,0	4,6	2,6	3,2
Público	3,8	3,4	0,4	0,4	0,4
Privado	3,3	4,0	4,2	2,2	2,8
Inversión	1,2	8,3	3,0	0,2	1,5
FBKF	-2,3	9,9	2,4	-0,3	1,4
Exportaciones netas	2,1	-39,0	-0,7	0,0	-0,9
Exportaciones	-14,5	7,4	2,5	-5,2	2,2
Importaciones	-15,6	11,1	3,3	-5,3	3,1
Demanda interna	2,9	4,8	7,6	2,9	4,7

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

GRÁFICO III.9: CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA FBKF (En porcentajes)



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

CUADRO III.3: RESUMEN DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS (En millones de dólares)

	Enero - Septiembre			Variación	
	2008	2009 ^p	2010 ^p	Absoluta	Relativa (%)
CUENTA CORRIENTE	1.595,7	757,1	690,2	-66,9	-8,8
1. Balanza Comercial	1.188,1	463,0	746,8	283,8	61,3
Exportaciones FOB	4.859,9	3.604,1	4.573,3	969,2	26,9
d/c gas natural	2.234,1	1.520,0	2.061,5	541,6	35,6
Importaciones CIF	3.671,8	3.141,2	3.826,5	685,4	21,8
2. Servicios	-151,2	-135,6	-149,5	-13,9	-10,3
3. Renta (neta)	-406,0	-475,7	-669,7	-194,0	-40,8
Intereses recibidos	227,5	159,8	65,3	-94,4	-59,1
d/c BCB	171,7	118,6	42,7	-75,8	-63,9
Intereses debidos	-139,9	-99,7	-72,2	27,5	27,6
Otra renta de la inversión (neta)	-515,5	-556,5	-685,3	-128,8	-23,1
Renta del trabajo (neta)	21,9	20,7	22,4	1,7	8,0
4. Transferencias	964,8	905,4	762,7	-142,7	-15,8
Oficiales (excluido HIPC)	131,8	138,3	83,3	-54,9	-39,7
Donaciones HIPC	11,8	11,8	7,0	-4,8	-40,8
Privadas	821,2	755,4	672,3	-83,0	-11,0
TOTAL FINANCIAMIENTO	-2.430,4	-310,3	-366,4	56,2	18,1
Reservas Internacionales Netas BCB (aumento = negativo) ^{1/}	-2.430,4	-310,3	-366,4		
Items pro memoria:					
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	9,5	4,3	3,6		
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	3,7	-0,9	2,9		
Saldo de reservas brutas (RB) BCB (en millones de \$us)	7.809,3	8.453,4	9.058,4	605,0	7,2
RB en meses de importaciones	16,8	20,8	18,6		

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} Reservas Internacionales Netas. Se considera tipo de cambio fijo para el DEG y euro y precio fijo del oro
(p) Cifras preliminares

CUADRO III.4: EXPORTACIONES DE BIENES
(En millones de dólares)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2008	2009 ^p	2010 ^p	2009/2008	2010/2009
Minerales	1.938,0	1.847,2	2.387,9	-4,7	29,3
Hidrocarburos	3.519,3	2.089,2	2.972,4	-40,6	42,3
Gas natural	3.159,1	1.967,6	2.712,8	-37,7	37,9
No tradicionales	1.195,6	1.199,8	1.357,5	0,4	13,1
Otros bienes	405,0	316,4	236,3	-21,9	-25,3
Total Exportaciones CIF	7.058,0	5.452,6	6.954,2	-22,7	27,5
Total Exportaciones FOB	6.526,5	4.917,5	6.226,9	-24,7	26,6

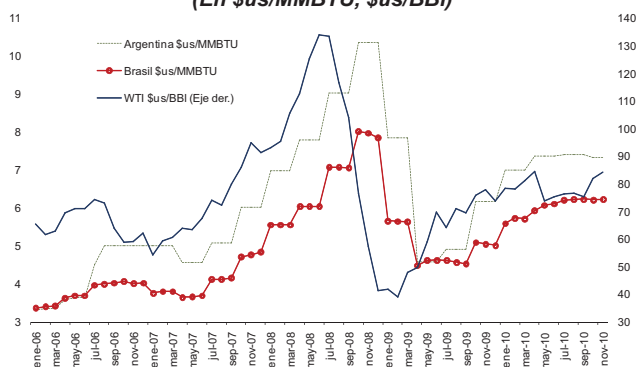
FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: (p) Cifras preliminares

(29,3%) y productos no tradicionales (13,1%) (Cuadro III.4).

En 2010 se exportó gas al Brasil en promedio 26,9MMm3/d, a un precio promedio de \$us6,6 el millar de pie cúbico (Mp3), lo cual representó incrementos respecto a lo observado en 2009, cuando el volumen exportado fue de 22,2MMm3/d y el precio promedio \$us5,5 el Mp3. Por su parte, a la Argentina se exportaron en promedio 4,8MMm3/d a un precio de \$us7,9 el Mp3, superior al 4,6MMm3/d y al \$us6,3Mp3 observados en 2009. De esta forma, el volumen total exportado en 2010 fue 31,7MMm3/d, con una variación positiva de 18,2% respecto al año precedente.

GRÁFICO III.10: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIÓN Y PRECIOS DEL PETRÓLEO
(En \$us/MMBTU, \$us/BBT)

FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Los precios en ambos mercados (Brasil y Argentina) continuaron con la tendencia ascendente iniciada en el segundo semestre de 2009. Este hecho coincide con las mejores cotizaciones del precio internacional del petróleo, que es fundamental para determinar los movimientos de las cotizaciones de los *fuels* (hidrocarburos) con los que se fija el precio de venta (Gráfico III.10).

Durante 2010, las importaciones CIF alcanzaron \$us5.367 millones, registrando una variación positiva de 20,1% respecto al año anterior. En términos más específicos, destaca el incremento de las importaciones de bienes de consumo (25%), bienes intermedios (18,3%) y bienes de capital (21,5%). Es importante reiterar que en 2010 el 78% del valor importado correspondió a bienes intermedios y de capital, destinados principalmente a la industria, contribuyendo al crecimiento de la actividad económica (Cuadro III.5).

CUADRO III.5: IMPORTACIONES DE BIENES
(En millones de dólares)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2008	2009 ^p	2010 ^p	2009/2008	2010/2009
Bienes de consumo	1.118,7	899,6	1.124,5	-19,6	25,0
Bienes intermedios	2.599,0	2.280,1	2.698,4	-12,3	18,3
Bienes de capital	1.315,1	1.225,0	1.487,9	-6,9	21,5
Diversos	67,3	62,2	55,7	-7,6	-10,5
Total Importaciones CIF	5.100,2	4.466,9	5.366,5	-12,4	20,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: (p) Cifras preliminares

En la medida que el valor de las exportaciones superó al de las importaciones, se obtuvo una balanza comercial superavitaria de \$us860 millones. Este saldo positivo fue un 90,9% superior al registrado en 2009 (Cuadro III.6). De este modo, la balanza comercial contribuyó a que por séptimo año consecutivo se obtengan saldos favorables en la cuenta corriente de la balanza de pagos, con el consecuente incremento de las reservas internacionales.

Por su parte, las remesas de trabajadores contribuyeron al saldo positivo en las transferencias netas de la cuenta corriente. Cifras preliminares muestran que en el período enero-noviembre de 2010, las remesas alcanzaron \$us853 millones, lo que representa una disminución de 8,8% respecto al mismo período de 2009 (Gráfico III.11), hecho explicado por la persistencia del desempleo en las principales economías desarrolladas. No obstante, en los últimos meses se ha observado un incremento sostenido de las remesas acorde con la recuperación de la actividad económica mundial.²⁵

III.3 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

En 2010 el sistema financiero registró un desarrollo importante logrando mayores niveles de profundización que han contribuido a la actividad económica. En efecto, la profundización financiera, medida como los ratios depósitos/PIB y cartera/PIB, se incrementó hasta alcanzar niveles de 46,5% y 36,8% respectivamente, resultado importante si se toma en cuenta que estos ratios se encontraban en 38% y 33,8% antes de la crisis internacional de 2008.

Al cierre de la gestión los depósitos alcanzaron a Bs61.898 millones y la cartera a Bs48.993 millones, cifras que representan crecimientos anuales de 6,9% y 19,3%, respectivamente. El dinamismo del crédito al sector privado estuvo en línea con los estímulos introducidos por el BCB en coordinación con las autoridades de Gobierno, que indujeron a una mayor oferta y demanda de fondos.

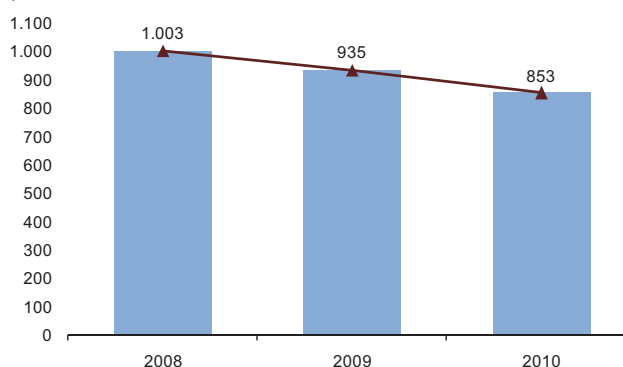
En efecto, el alto crecimiento del crédito fue originado por mayores fondos disponibles en MN²⁶ provenientes entre otras fuentes, de la redención de títulos y la reducción de encaje requerido (cuya tasa disminuye en función al crecimiento de la cartera en MN). Asimismo, la demanda fue estimulada por la reducción de las tasas de interés activas del sistema financiero y por la diversificación de líneas de crédito. Finalmente, el BCB coordinó con el Órgano Ejecutivo la aplicación

CUADRO III.6: BALANZA COMERCIAL
(En millones de dólares)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2008	2009 ^p	2010 ^p	2009/2008	2010/2009
BALANZA COMERCIAL	1.426,4	450,6	860,4	-68,4	90,9
Exportaciones FOB	6.526,5	4.917,5	6.226,9	-24,7	26,6
Importaciones CIF	5.100,2	4.466,9	5.366,5	-12,4	20,1

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

GRÁFICO III.11: REMESAS RECIBIDAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR^{1/}
(Acumuladas a noviembre de cada año, en millones de dólares)

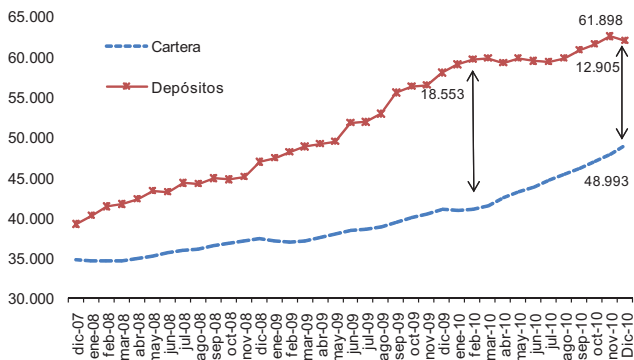


FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Cifras preliminares

²⁵ El Banco Mundial estima un crecimiento de las remesas para América Latina de 7,6% en 2011.

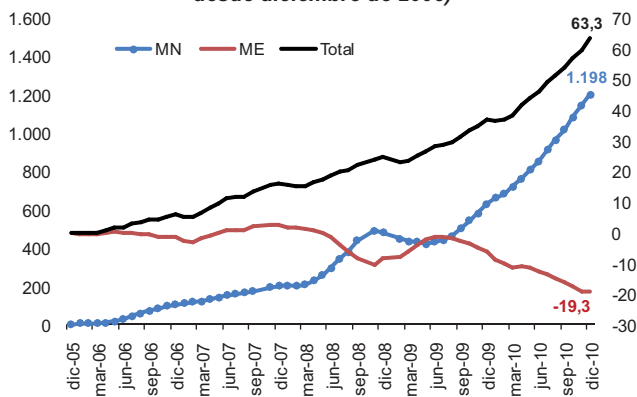
²⁶ Incluye moneda nacional y unidad de fomento de vivienda.

GRAFICO III.12: CARTERA BRUTA Y DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO
(Saldos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

GRAFICO III.13: CRÉDITO CONCEDIDO POR EL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales acumuladas desde diciembre de 2005)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

de previsiones diferenciadas por monedas, que incentivaron los créditos en MN, en especial los destinados al sector productivo.

Dado el mayor énfasis de estas políticas en MN, la expansión del crédito en esta denominación fue de 77,9% durante la gestión, frente a una contracción de 13,9% en los créditos concedidos en moneda extranjera (ME).²⁷

La efectividad de los esfuerzos desplegados para dinamizar el crédito, principalmente el dirigido al sector productivo, permitió reducir la brecha entre captaciones y colocaciones en Bs5.648 millones hasta fines de 2010, lo que equivale a una disminución del 30% respecto al máximo registrado en febrero (Gráfico III.12).

No obstante, es oportuno señalar que esta marcada tendencia creciente de la cartera se inició en 2006, alcanzando a fines de 2010 una variación acumulada igual a 63,3% para el total de los créditos del sistema y de 1.198%, en el caso de los créditos en MN (Gráfico III.13).

Por el lado de la fuente de recursos, los depósitos en el sistema financiero registraron una expansión de 6,9% que refleja un dinamismo importante en un contexto en el que el sistema fue afectado por dos episodios de retiro de depósitos (ver Recuadro III.1).

En virtud a los estímulos de las autoridades en el cometido de bolivianizar el sistema financiero, los depósitos en MN se incrementaron en 26,1%, destacando el crecimiento de 35,5% de los depósitos en bolivianos que más que compensó la caída de los depósitos en UFV (54,9%). Estos últimos se redujeron a raíz de acciones de las entidades financieras orientadas a desincentivar este tipo de operaciones. Por su parte, los depósitos en ME presentaron una tendencia decreciente, terminando el año con una reducción de 10,8%.

Durante los tres primeros trimestres de 2010 el cambio de composición en los depósitos fue leve, mientras

²⁷ Incluye moneda extranjera y moneda nacional con mantenimiento de valor.

que en el cuarto se dinamizó; la bolivianización avanzó 0,5pp en el primero, 0,5pp en el segundo, 1,2pp en el tercero y 6,4pp en el cuarto. Destaca la intensidad de la recomposición hacia depósitos a plazo fijo, dentro de los cuales se observó una preferencia hacia plazos mayores. Por tanto, aumentó el plazo promedio del ahorro en el sistema financiero, lo que reduce el descalce con respecto al plazo de la cartera.

Entre el 24 de noviembre y el 28 de diciembre se advirtió una aceleración en el proceso de bolivianización (3pp), hecho explicado por la apreciación gradual de la moneda nacional que se inició el 23 de noviembre. Cabe destacar que el 63% del avance en el proceso de bolivianización de los depósitos alcanzado en 2010 se observó a partir de la medida cambiaria.

Finalmente en los últimos tres días de 2010, frente a una situación de incertidumbre, los agentes económicos reaccionaron de distintas maneras: una parte realizó cambios de portafolio hacia la MN, otros mostraron mayor preferencia por depósitos más líquidos y los demás optaron por conservar el dinero en su poder. Consecuentemente, durante esos tres días los depósitos disminuyeron en Bs2.227 millones (Cuadro III.7), y la bolivianización se incrementó en 2,3pp, ya que el dinero retirado correspondió mayormente a cuentas denominadas en ME.

Del análisis de los depósitos según su liquidez y moneda, se concluye que el boliviano fortaleció sus funciones de dinero, consolidando su aceptación como medio de cambio y como reserva de valor o ahorro (Gráfico III.14).

Como ya fuera señalado, es importante establecer que la política cambiaria jugó un rol preponderante en la recomposición de portafolios. En una primera etapa, bajo un tipo de cambio estable entre fines de 2008 y noviembre de 2010 (Bs7,07 para la venta), las expectativas de depreciación fueron oportunamente atenuadas, siendo precautelada también la estabilidad del sistema financiero. Posteriormente, las apreciaciones registradas desde finales de noviembre, además de continuar contribuyendo a reducir la inflación importada, intensificaron el proceso de remonetización, incrementando los coeficientes de bolivianización de cartera y depósitos hasta 56,3% y 56,1%, respectivamente (Gráfico III.15).

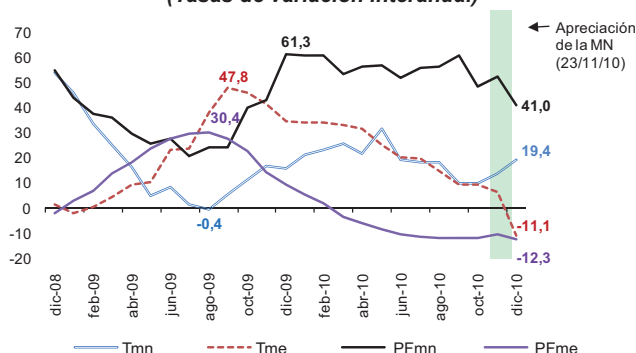
CUADRO III.7: DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO
Flujos en millones de bolivianos

TRIMESTRES	Acum 2009	I	II	III	IV jul 01 nov 23	IV nov 24 dic 28	IV dic 29 dic 31	Acum 2010
A LA VISTA	3.377,8	441,4	-221,8	52,3	173,9	1.363,3	-265,7	1.543,5
MN	2.694,7	108,6	-41,6	103,5	156,2	1.228,6	306,2	1.861,8
ME	1.450,2	426,6	-89,2	60,7	19,1	164,9	-605,0	-22,9
UFV	-767,1	-93,8	-91,0	-112,0	-1,4	-30,3	33,1	-295,3
CAJA DE AHORROS	3.334,7	1.390,3	-537,8	401,2	379,1	789,9	-1.910,5	512,2
MN	2.293,9	1.015,7	-187,4	367,3	590,7	1.523,9	-232,9	3.077,2
ME	2.558,3	642,6	-216,4	207,1	-34,9	-716,3	-1.605,7	-1.723,5
UFV	-1.517,5	-268,0	-134,0	-173,2	-176,7	-17,7	-72,0	-841,5
DEPÓSITOS A PLAZO	4.240,6	-2,4	398,8	962,1	286,2	191,6	-301,9	1.534,3
MN	3.916,0	525,8	648,6	1.404,0	647,9	498,6	-27,5	3.697,4
ME	1.217,4	-439,3	-116,6	-276,3	-334,9	-302,9	-255,2	-1.725,1
UFV	-892,8	-88,9	-133,2	-165,6	-26,8	-4,2	-19,3	-438,0
OTROS	126,5	-14,5	38,8	-53,9	140,2	40,8	251,4	402,7
MN	60,4	4,3	15,1	6,0	5,6	56,6	89,3	176,8
ME	66,1	-18,8	23,7	-59,9	134,5	-15,8	162,1	225,8
TOTAL	11.079,6	1.814,8	-322,0	1.361,7	979,4	2.385,6	-2.226,8	3.992,7
MN	8.964,9	1.654,4	434,7	1.880,8	1.400,4	3.307,8	135,1	8.813,3
ME	5.292,0	611,1	-398,5	-68,3	-216,2	-870,0	-2.303,8	-3.245,8
UFV	-3.177,3	-450,8	-358,1	-450,7	-204,8	-52,2	-58,2	-1.574,8
Bolivianización	47,5%	48,0%	48,5%	49,7%	50,7%	53,8%	56,1%	56,1%
Variación bolivianización en pp		0,5	0,5	1,2	1,1	3,0	2,3	8,6

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

GRAFICO III.14: DEPÓSITOS TRANSACCIONALES vs DEPÓSITOS A PLAZO FIJO, POR MONEDA
(Tasas de variación interanual)

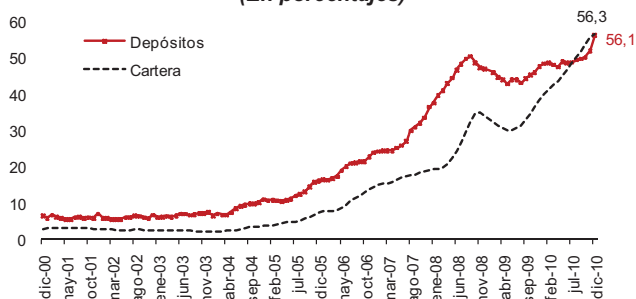


FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: T: Depósitos transaccionales (vista y caja de ahorro); PF: depósitos a plazo fijo

GRAFICO III.15: BOLIVIANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO III.8: INDICADORES DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentajes)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pesadez de Cartera (%)	14,0	11,3	8,7	5,6	4,3	3,5	2,2
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	14,9	14,7	13,3	12,6	13,7	13,3	11,9
ROE	-1,2	6,4	13,3	21,2	20,3	20,6	17,3
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	28,3	30,7	33,9	35,2	43,3	48,0	39,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Por otra parte, la fortaleza del sistema financiero se vio reflejada también en indicadores de elevada calidad de cartera (baja morosidad), solvencia y liquidez. En efecto, a fines de 2010, la pesadez se encontraba en el nivel más bajo de las últimas décadas, el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) reportó niveles mayores a los que exige la normativa, la rentabilidad y los niveles de liquidez continuaron altos, reflejando su capacidad para continuar expandiendo el crédito (Cuadro III.8).

III.4 AGREGADOS MONETARIOS

CUADRO III.9: TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)

	2007	2008	2009	2010			
				I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim
Emisión monetaria	60,7	20,9	10,8	20,5	24,5	23,7	30,1
M1	59,0	27,0	14,7	22,4	22,4	18,5	28,0
M'1	43,2	20,3	18,1	24,8	22,6	16,0	22,9
M2	69,9	35,8	12,2	22,0	19,8	14,2	25,1
M'2	41,1	24,6	18,0	25,2	19,8	12,6	14,3
M3	73,4	38,0	18,7	27,0	24,9	21,7	28,2
M'3	28,9	19,9	19,7	21,4	16,0	11,7	12,5
M''3	16,1	13,0	19,9	19,0	15,1	13,0	12,5

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

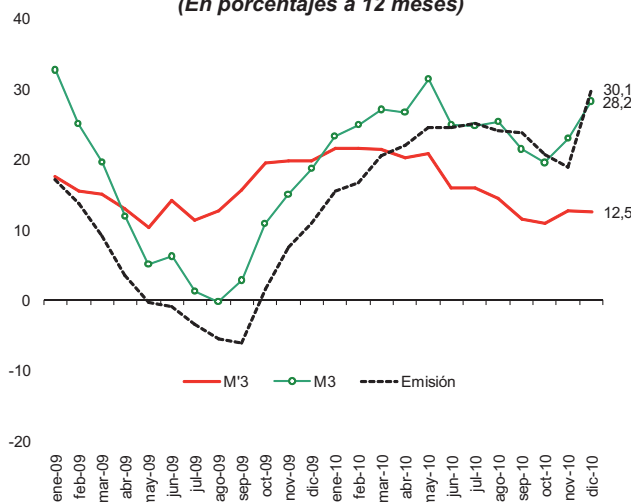
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: M''3 es calculado incluyendo una estimación del circulante en moneda extranjera y se la añade al M'3.

Hasta finales de 2010, la emisión monetaria registró un incremento de 30,1%, mayor al registrado en las dos gestiones anteriores (Cuadro III.9). Este comportamiento se explica principalmente por los dos eventos ocurridos el último bimestre: las apreciaciones del boliviano frente al dólar estadounidense y la corrida de depósitos en el sistema financiero. En el primer caso, se produjo una mayor demanda de bolivianos y en el segundo, ante la incertidumbre señalada, el público mostró una preferencia por liquidez, con el consiguiente incremento de billetes y monedas en circulación. Este comportamiento de la emisión indujo a un mayor crecimiento de los agregados en MN que en los últimos días del año registraron mayores tasas de variación interanual. No obstante, el comportamiento del dinero en sentido amplio guarda consistencia con sus fundamentos y no representa presiones inflacionarias. En efecto, los agregados monetarios más amplios (M'3 y M''3) registraron menores tasas de crecimiento debido a que éstos no son afectados por la recomposición de portafolios.

De acuerdo a lo señalado, los agregados que incluyen solamente MN crecieron en mayor proporción que los agregados más amplios, resultado de la preferencia del público por la MN. De esta manera, el cambio de portafolio se reflejó en un crecimiento menor de M'1, M'2 y M'3 respecto a M1, M2 y M3 (Cuadro III.9). Es así que, por ejemplo, la variación del M3 (circulante más depósitos totales en MN) fue de 28,2% comparada con el 12,5% del M'3 (circulante más depósitos totales) (Gráfico III.16).

GRAFICO III.16: EVOLUCIÓN DE EMISIÓN, M3 y M'3
(En porcentajes a 12 meses)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

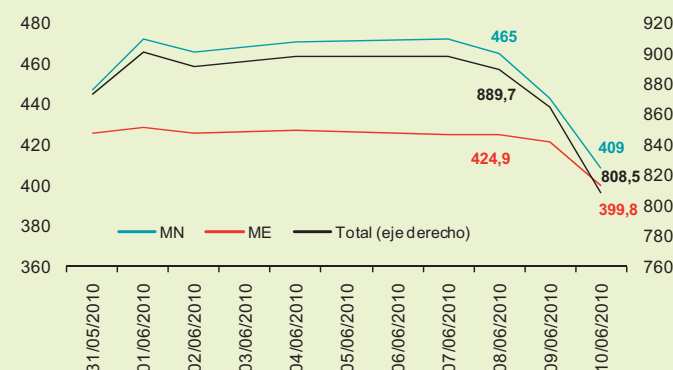
RECUADRO III.1: EL SISTEMA FINANCIERO Y LA CORRIDA BANCARIA

Una corrida bancaria se define como un retiro masivo de depósitos de las entidades financieras como consecuencia de un rumor que pone en duda la estabilidad y la continuidad de una o varias entidades; o de la divulgación de información fidedigna que revela la fragilidad señalada. En el caso del sistema financiero, además existe el riesgo de contagio; es decir, que otras entidades puedan ser afectadas por un evento de la entidad en problemas debido a causas reales o figuradas. Si la corrida de depósitos no es detenida a tiempo, la reacción masiva podría afectar a todo el sistema financiero, tornándose en una crisis sistémica.²⁸

Durante 2010, el sistema financiero sufrió dos corridas. La primera entre el 8 y 10 de junio, cuando se difundió un rumor infundado sobre la solvencia del tercer banco más grande de Bolivia. La corrida fue de carácter idiosincrásico o centrada sólo en una entidad, por lo que sus efectos no se transmitieron al resto del sistema. Sus principales características fueron:

- Entre los días 8 y 10 de junio de 2010 los depósitos del público en el banco señalado disminuyeron en un equivalente a \$us81 millones, de los cuales 31% fueron en ME y 69% en MN. El 79% salió de depósitos en caja de ahorro. Al contrario, los depósitos a plazo fijo en MN se incrementaron en 5% (Gráfico III.17).
- El día 10 el BCB concedió un crédito con garantía del Fondo RAL por \$us13 millones que fue cancelado el día 14 por la entidad.
- Finalizado este evento, el banco en cuestión recuperó e incrementó sus depósitos y la institución salió fortalecida económica e institucionalmente.

GRÁFICO III.17: OBLIGACIONES DEL BANCO AFECTADO POR UNA CORRIDA
(Saldos en millones de dólares)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

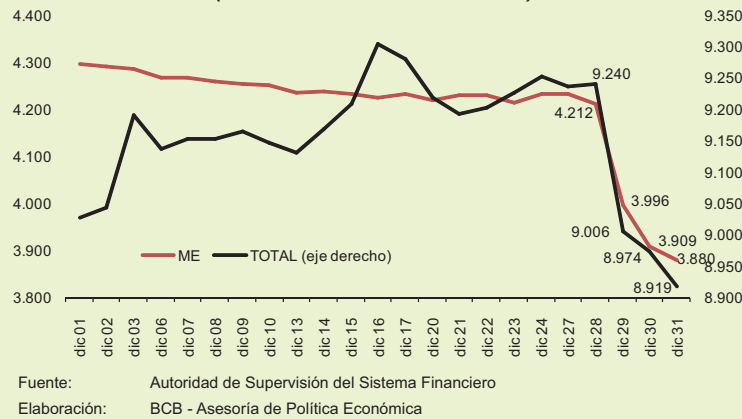
La segunda corrida tuvo una naturaleza sistémica (es decir, afectó a la mayoría de las entidades financieras) y se suscitó el 29 de diciembre de 2010, fecha en la que el sistema financiero enfrentó un retiro masivo e intempestivo de depósitos en todo el país. Esta situación fue provocada por rumores infundados sobre un posible "corralito bancario",²⁹ desdolarización de los depósitos y devaluación abrupta del dólar.

²⁸ Un enfoque teórico se puede encontrar en Diamond, D. y Dybvig, P. (1991) "Bank runs, deposit insurance, and liquidity." En *Journal of Political Economy* 91 (3): 401-419; mientras que un enfoque empírico se encuentra en Yada, Washio, Ukai y Nagaoka (2008) "A Bank Run Model in Financial Crisis" En *Lecture Notes in Computer Science*, Vol. 5178: 703-710.

²⁹ Término empleado para referirse a la restricción de retiros de depósitos en efectivo y la prohibición de hacer transferencias al exterior. El término tiene como referencia a las medidas aplicadas en Argentina en diciembre de 2001, conocidas como "corralito bancario".

Entre el 28 y 31 de diciembre de 2010 se registró una caída neta de las obligaciones del sistema financiero con el sector privado igual a \$us321 millones. Se retiraron \$us332 millones en ME, cifra que fue levemente contrarrestada por un incremento de \$us11 millones en los depósitos en MN (Gráfico III.18).

GRÁFICO III.18: EVOLUCIÓN DE LAS OBLIGACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO CON EL SECTOR PRIVADO
(Saldos en millones de dólares)



Del total de la caída de las obligaciones, 86% correspondió a retiros en el subsistema bancario (\$us275 millones), de éstos \$us289 millones fueron en ME, mientras que los depósitos en MN se incrementaron en \$us14 millones. Dentro del subsistema no bancario, la caída más importante se dio en las mutuales (\$us19 millones), seguida por los fondos financieros (\$us17 millones) y las cooperativas (\$us10 millones), (Cuadro III.10).

CUADRO III.10: VARIACIONES DE OBLIGACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO CON EL PÚBLICO ENTRE EL 28 Y 31 DE DICIEMBRE DE 2010
(En millones de dólares)

SISTEMA FINANCIERO			
fecha	TOTAL	MN	ME
variación 31/12-28/12	-321	11	-332
BANCOS			
fecha	TOTAL	MN	ME
variación 31/12-28/12	-275	14	-289
MUTUALES			
fecha	TOTAL	MN	ME
variación 31/12-28/12	-19	-1	-17
FONDOS FINANCIEROS PRIVADOS			
fecha	TOTAL	MN	ME
variación 31/12-28/12	-17	-2	-15
COOPERATIVAS			
fecha	TOTAL	MN	ME
variación 31/12-28/12	-10	1	-11

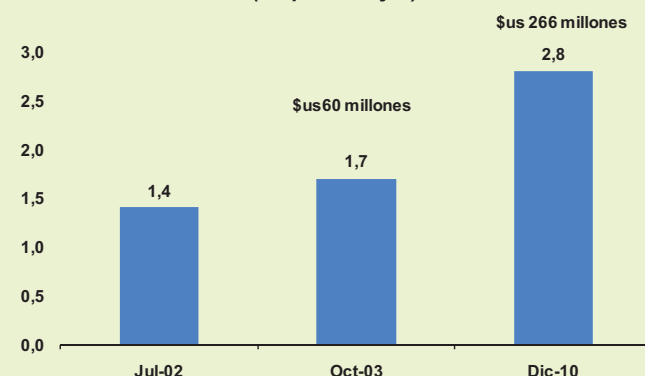
Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Pese a lo señalado anteriormente sobre el incremento de depósitos en MN, conviene aclarar que en esos días se procedió al pago por vía electrónica de algunas remuneraciones salariales (En torno a Bs1.723 millones ó su equivalente de \$us248 millones). La operación implicó un incremento de los

depósitos en el sistema financiero en MN en una magnitud similar. Por tanto, el impacto de los rumores alcanzó también a los depósitos en MN que fueron compensados por la operación señalada. De aquí se infiere que el efecto total habría estado en torno a \$us570 millones (6% del total de depósitos al 28 de diciembre de 2010).

Tomando sólo como referencia la caída de los depósitos en ME del día 29 de diciembre de 2010, ésta fue la mayor registrada en un solo día en la historia económica reciente (\$us266 millones, equivalente a 2,8% del total de depósitos del sistema), representando más de cinco y cuatro veces a los mayores retiros observados hasta entonces: el 2 de julio de 2002 y el 15 de octubre de 2003 respectivamente (Gráfico III.19).³⁰

GRÁFICO III.19: RETIROS MÁXIMOS POR DÍA COMO PROPORCIÓN DEL TOTAL DE DEPÓSITOS CON EL PÚBLICO
(En porcentajes)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
Elaboración: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

Frente a estos hechos el BCB, en coordinación con la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) y el órgano ejecutivo, realizó diversas acciones que permitieron proveer la liquidez necesaria a las entidades financieras:

- Ampliación de los horarios de atención para provisión de efectivo y créditos de liquidez a través de las ventanillas del BCB.
- Importación de emergencia de billetes del exterior.
- Tareas de comunicación y difusión, con el propósito de tranquilizar a la población.

Las acciones tomadas permitieron retornar la calma a la población y preservar la estabilidad del sistema financiero, estando las entidades recuperando rápidamente los depósitos. Empero, el evento implicó costos innecesarios, principalmente a los ahorristas, tanto financieros (pago del Impuesto a las Transacciones Financieras, pérdidas de rendimientos por vencimientos anticipados, costos por compra y venta de dólares) como psicológicos (angustia y sensación de incertidumbre, riesgos asociados al manejo de efectivo, tiempo incurrido en las operaciones de retiros, etc.).

En ese sentido, el BCB y la ASFI han tomando las acciones legales pertinentes contra este tipo de rumores infundados que pueden afectar la percepción sobre la estabilidad del sistema financiero. Esto es parte de una política de regulación y supervisión adecuada, en procura de preservar el bienestar de los ahorristas y la solvencia del sistema financiero.

³⁰ El retiro máximo por día de la corrida de junio de 2010 alcanzó un porcentaje mínimo del total de depósitos; y fue compensado con incrementos en otras entidades financieras, de modo que no se registró como uno de los mayores.

IV. Políticas del Banco Central de Bolivia

El carácter contracíclico de las políticas del BCB determinó un cambio gradual en la orientación de la política monetaria en 2010, consistente en una reducción de los impulsos monetarios introducidos a inicios de la gestión, finalizando la misma con retiros de liquidez orientados a reducir las presiones inflacionarias. Los incrementos en la oferta de títulos públicos a lo largo del año permitieron transitar de redenciones a colocaciones netas en el principal instrumento de regulación monetaria. A fin de no tener efectos negativos sobre el crecimiento del crédito en la economía, se prestó especial atención a que las colocaciones netas no impliquen incrementos pronunciados de las tasas de interés activas del sistema financiero.

En efecto, la complementación con medidas cambiarias y de encaje legal, junto con la acumulación de depósitos del sector público, permitió regular la liquidez con incrementos ligeros de las tasas de interés de los títulos de regulación monetaria.

La política cambiaria continuó orientada a mantener estables las expectativas en el mercado de divisas y a contener las presiones inflacionarias externas. Ante el repunte de la inflación importada en el segundo semestre de 2010, debido a tasas de inflación más altas de los socios comerciales junto a la apreciación de sus monedas, a partir de noviembre se inició una gradual apreciación de la moneda nacional, medida que adicionalmente permitió importantes avances en el proceso de bolivianización y en la acumulación de reservas internacionales del BCB.

Otras medidas de regulación financiera coadyuvaron a mejorar las condiciones de acceso al crédito para las empresas y familias. Además, el Gobierno Nacional

implementó medidas que contribuyeron a la seguridad alimentaria y al control de la inflación.

IV.1 POLÍTICA MONETARIA

En el marco de la coordinación con el Órgano Ejecutivo, las políticas del BCB se caracterizan por su orientación contracíclica, lo cual implica mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos y viceversa. De esta forma, entre el cuarto trimestre de 2008 y durante 2009 la política monetaria del BCB fue claramente expansiva con el propósito de contribuir al dinamismo de la actividad económica, en un contexto caracterizado por la crisis económica global.

Al empezar la gestión de 2010, frente al incremento de los ingresos de origen externo por la recuperación de la actividad en los países emergentes y el consiguiente aumento de los precios de los productos básicos de exportación, el cambio de tendencia de la inflación importada y la alta liquidez del sistema financiero, el BCB inició el retiro gradual de los estímulos monetarios.

Entre las principales medidas de política monetaria tomadas por el BCB durante 2010 destacan la regulación de la liquidez con una oferta creciente de títulos en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) a partir del primer trimestre de dicho año, el incremento del encaje legal requerido en ME y el impulso a las OMA directas.

En efecto, a partir del primer trimestre del año se incrementó gradualmente la oferta de títulos de regulación monetaria en las OMA, pasando de menos de Bs1.000 millones en el último trimestre de 2009 a cerca de Bs3.000 millones en el correspondiente a 2010. Complementariamente, el BCB reactivó las operaciones de venta directa de títulos al público, que permite a los pequeños ahorristas acceder a tasas de rendimiento más atractivas que las ofrecidas en el sistema financiero y captar liquidez.

En noviembre de 2010, complementando las OMA y con el propósito de que la regulación de la liquidez no descansa únicamente en este instrumento, situación que habría generado incrementos más pronunciados en las tasas de interés monetarias, se aprobaron cambios en la norma de encaje legal, elevándose de

2% a 3,5% la tasa de encaje en efectivo y de 30% a 45% la tasa de encaje adicional para depósitos en ME. Estas modificaciones, al mismo tiempo que colaboraron a regular la liquidez de la economía, apoyaron a la consolidación del proceso de bolivianización.

Finalmente, en el ámbito de la intermediación financiera, se llevaron a cabo una serie de iniciativas: i) el BCB junto con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) propiciaron acuerdos con la Asociación de Bancos Privados de Bolivia (ASOBAN) para el incremento de las tasas pasivas y la disminución de las tasas activas para créditos al sector productivo en MN; ii) se introdujeron modificaciones en las previsiones para desalentar un excesivo crecimiento del crédito al consumo; iii) se modificaron los límites a las inversiones en el exterior en función al patrimonio de las entidades financieras; y iv) se redujeron los costos financieros de la cartera, entre las medidas más importantes.

IV.1.1 El Programa Monetario

El Programa Monetario refleja las políticas específicas del BCB orientadas al cumplimiento del objetivo asignado por la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia y la Ley N°1670, el cual es mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, a través de una inflación baja y estable, para contribuir al desarrollo económico y social del país.

A inicios de la gestión 2010, el Directorio del BCB aprobó el Programa Monetario donde se establecieron metas de expansión al Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN) y al Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero (CIN-SPNF), así como una pérdida acotada de Reservas Internacionales Netas (RIN). El cambio gradual en la política monetaria se tradujo en directrices de OMA, que consistieron en redenciones netas de títulos públicos decrecientes en el primer semestre de 2010 y colocaciones netas crecientes a lo largo del segundo. Estas directrices implicaron un incremento gradual en la oferta de este tipo de instrumentos de regulación monetaria.

El Programa Monetario junto con el Programa Fiscal y las proyecciones de la balanza de pagos, en el marco

CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FISCAL - FINANCIERO A DICIEMBRE DE 2010^{1/p/}
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2010)

		Meta Acordada ^{2/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	6.247	-2.716	8.963
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	4.874	-3.628	8.502
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	4.408	-768	5.176
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs	5.427	-6.927	12.353
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	\$us	-400	923	1.323

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 estadounidense, el euro, la UFV y DEG, así como un precio fijo para el oro

^{2/} Programa Fiscal - Financiero acordado entre el BCB y MEFP en enero de 2010

^{p/} Cifras preliminares al 31 de diciembre de 2010

de los objetivos y metas de política económica del Estado, constituyen el Programa Fiscal - Financiero anual elaborado en forma coordinada por el MEFP y el BCB.³¹ Las metas trimestrales de este Programa fueron incorporadas en la "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2010" de fecha 26 de enero de 2010, suscrita públicamente entre ambas entidades, fortaleciendo de esta manera la coordinación de las políticas macroeconómicas y el compromiso de transparencia de las autoridades.³²

Durante 2010 todas las metas del Programa Fiscal - Financiero fueron cumplidas con amplios márgenes (Cuadro IV.1). El SPNF alcanzó un superávit que se reflejó en disminución del financiamiento interno y del CIN-SPNF. Este último fue contrarrestado parcialmente con la expansión del CIN al Sistema Financiero, principalmente a través de redenciones netas de títulos que se efectuaron con mayor intensidad en el primer trimestre, para luego reducirse gradualmente en el segundo y tercero, finalizando el cuarto trimestre con una colocación neta de títulos.

Por su parte, un mejor contexto internacional y la apreciación del boliviano al final de la gestión (que se tradujo a su vez en importantes compras de dólares por parte del BCB al sistema financiero), determinaron el crecimiento de las RIN en \$us923 millones en 2010, lo que permitió un importante margen respecto a la meta de la gestión. Cabe destacar que, a partir del 23 de noviembre (inicio de la apreciación), su efecto en las RIN fue considerable, pues la variación de RIN entre la fecha señalada y el 31 de diciembre de 2010 representó el 42% del crecimiento alcanzado en todo el año.

La contracción del CIN-SPNF en 2010 fue de Bs6.927 millones por la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB, siendo la más alta del período 2006-2010.

³¹ La importancia de la coordinación de las políticas macroeconómicas se expresa en los Artículos 326 y 328 de la Constitución Política del Estado Plurinacional, que señalan la necesidad de coordinación entre el BCB y el Órgano Ejecutivo para la determinación de las políticas monetaria y cambiaria del país.

³² Desde 2006, en una muestra clara del compromiso con la estabilidad macroeconómica y la voluntad de rendir cuentas sobre el tema a la sociedad, las principales autoridades del MEFP y del BCB suscriben acuerdos que incluyen metas macroeconómicas cuantitativas para cada gestión.

Contrariamente, el CIN al Sistema Financiero fue expansivo producto de la disminución de los excedentes de encaje legal y de las redenciones netas de OMA (Cuadro IV.2). La expansión del Crédito al Sistema Financiero no implicó un crecimiento del crédito total mayor al programado; por el contrario, se registró un margen en la meta de CIN. Por tanto, las OMA se adecuaron al comportamiento del sector público en la medida que la redención observada complementó la fuerte acumulación de depósitos del SPNF.

Las OMA con el sistema bancario reflejaron el cambio de orientación de la política monetaria. Se produjeron redenciones decrecientes en los dos primeros trimestres (Bs2.204 millones en el primero y Bs216 millones en el segundo) mientras que en los dos últimos trimestres se registraron colocaciones netas (Bs484 millones en el tercero y Bs1.283 millones en el cuarto trimestre). Incluidas las operaciones con otras entidades financieras y particulares, la tendencia fue similar en el cuarto trimestre, de esta forma, se observaron colocaciones netas a partir del último trimestre.

IV.1.2 Operaciones de Mercado Abierto

Para regular la liquidez de la economía el BCB interviene en el mercado monetario mediante la colocación o redención de títulos públicos a través de OMA, principal instrumento de regulación monetaria para contraer o expandir la liquidez del sistema financiero.

Durante 2010 la política monetaria se caracterizó por la reducción gradual del impulso monetario iniciado hacia finales de 2008. En efecto, mediante el incremento de la oferta de títulos de regulación monetaria en las OMA, la inyección de recursos a través de éstas se redujo gradualmente, para transformarse en los últimos meses de la gestión en retiros netos de liquidez.

En el primer trimestre, aún cuando la oferta total en cada sesión de subasta registró una disminución por la reducción en la oferta de títulos en UFV (Cuadro IV.3), la mayor frecuencia de las subastas permitió que se incremente la oferta de títulos. Asimismo, se incrementó la oferta de títulos a un año en el mismo monto en que se redujo de manera conjunta la oferta de títulos a 91 días y 6 meses, permitiendo el alargamiento de vencimientos. En el segundo trimestre

CUADRO IV.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO A DICIEMBRE DE 2010

(Flujos en millones de bolivianos a tipo de cambio fijo)

	2009	2010
1. EMISIÓN	1.849	5.693
2. CRÉDITO INTERNO NETO (CIN)	-417	-768
2.1 SECTOR PÚBLICO	-501	-6.749
Crédito Neto del BCB (CIN SPNF)	-395	-6.927
Cuasifiscal	-106	177
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	-992	3.253
Desarrollo	0	-1
Encaje legal	-5.373	2.655
OMA (LT y BT "D")	4.681	652
Otros	-299	-54
del cual Préstamos de liquidez	-25	112
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	-56	12
2.4 OTROS	1.125	2.712
d/c: OMA subasta y directa (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	458	2.144
2.5 OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	6	5
3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)	2.266	6.461
(en mill.\$us.)	325	923
PRO MEMORIA: OMA total	5.139	2.796
OMA total + encaje legal + préstamos de liquidez.	-259	5.563

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO IV.3: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN CADA SUBASTA

(En millones en moneda de origen)

	I TRIM/09	II TRIM/09	III TRIM/09	IV TRIM/09 ^{1/}	I TRIM/10 ^{2/}	II TRIM/10 ^{2/}	III TRIM/10 ^{2/}	IV TRIM/10 ^{2/}
BCB (LT's)								
91 días ME	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
1 año UFV	25,0	25,0	20,0	20,0	10,0	1,0	1,0	1,0
91 días MN	90,0	70,0	30,0	30,0	20,0	30,0	45,0	75,0
6 meses MN	90,0	70,0	30,0	30,0	20,0	30,0	45,0	80,0
1 año MN	100,0	70,0	30,0	30,0	50,0	70,0	80,0	135,0
Oferta ME	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Oferta MN	280,0	210,0	90,0	90,0	90,0	130,0	170,0	290,0
Oferta UFV	25,0	25,0	20,0	20,0	10,0	1,0	1,0	1,0
Oferta total BCB (Bs)^{2/}	319,6	249,6	121,8	121,8	106,2	132,3	172,3	292,3

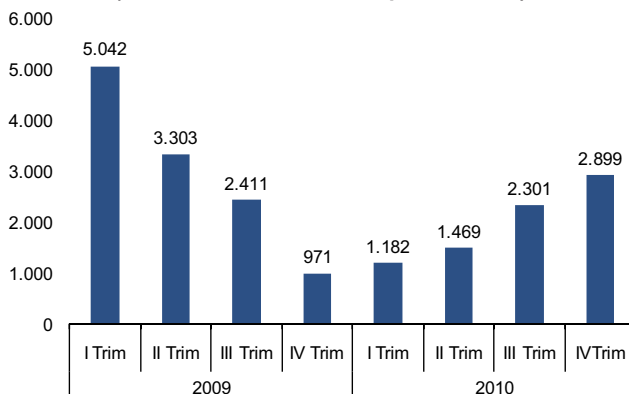
FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

^{1/} En 2009, el BCB determinó a partir de la semana 42, realizar subastas bisemanales, reduciendo la frecuencia de las mismas de semanales a bisemanales. En 2010 a partir de la última semana de enero, se retornó a las subastas semanales

^{2/} En millones de bolivianos, valorada a tipo de cambio fijo de cada año. 2009: 6.97 Bs = 1 \$us; 1,55461 Bs = 1 UFV; 2010: 7 Bs = 1 \$us; 1,55397 Bs = 1 UFV

GRÁFICO IV.1 OFERTA DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(En millones de bolivianos por trimestre)



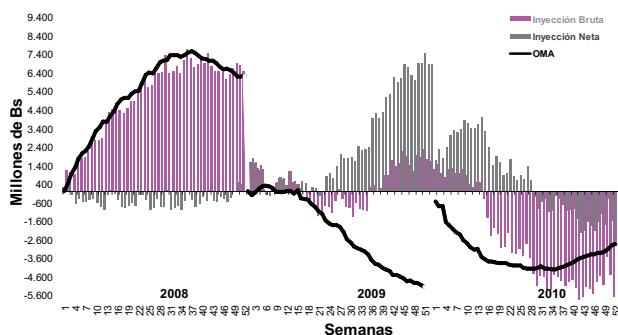
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

se amplió la oferta semanal de títulos en MN, de Bs20 millones a Bs30 millones en los plazos de 91 días y de 6 meses y de Bs50 millones a Bs70 millones en el plazo de un año. Estos incrementos fueron compensados parcialmente por la reducción de la oferta en UFV. En el tercer trimestre, se produjo un incremento de la oferta semanal de Bs40 millones en operaciones en MN, con lo cual la oferta semanal alcanzó a Bs172 millones, dando ello lugar a incrementos ligeros en las tasas de interés monetarias.

Finalmente, durante el último trimestre del año y en línea con la política aplicada durante los trimestres anteriores, la oferta de títulos se incrementó a Bs292 millones, en virtud al impulso por el aumento en la oferta en MN, ya que las ofertas en UFV y en ME se mantuvieron constantes.

Los incrementos en las ofertas para cada subasta, permitieron que la oferta trimestral aumente sostenidamente durante el año 2010, pasando de Bs971 millones en el cuarto trimestre de 2009 a Bs2.889 millones en el cuarto trimestre de 2010, reflejando el cambio en la orientación de la política monetaria (Gráfico IV.1).

GRÁFICO IV.2: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE RECURSOS
(En millones de bolivianos)



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

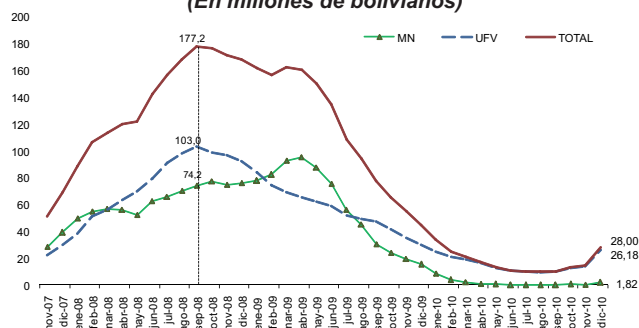
En el primer trimestre de 2010 la inyección bruta de liquidez acumulada fue positiva pero decreciente y, una vez sumadas las intervenciones del BCB mediante redenciones de títulos, la inyección neta de liquidez fue mayor (Gráfico IV.2). En el segundo trimestre, la inyección bruta acumulada se tornó negativa, aunque las redenciones de títulos generaron inyecciones netas acumuladas positivas pero decrecientes. En el tercer trimestre continuó la contracción de la liquidez bruta principalmente por la acumulación de depósitos del SPNF. En el cuarto trimestre se extendió la contracción de la liquidez bruta principalmente por la expansión del crédito al sector privado y, al finalizar el año, por el retiro inusual de depósitos originado por rumores infundados. De esta manera, al desacelerarse las redenciones e ingresar a una fase de colocaciones netas a partir de septiembre, las OMA contribuyeron a reducir la liquidez. Durante la gestión, en términos acumulados, se registraron retiros netos de liquidez por Bs2.742 millones. Como se observa, la orientación de la política monetaria permitió regular la liquidez de modo que ésta no represente presiones inflacionarias (Ver Recuadro IV.1).

Con relación a las OMA directas iniciadas en octubre de 2007, el saldo de estas operaciones continuó disminuyendo durante los dos primeros trimestres de 2010 (Gráfico IV.3). A finales del primer semestre de 2010, el saldo de los títulos de colocación directa en MN disminuyó casi de forma completa debido a los bajos rendimientos vinculados a los rendimientos de los títulos ofrecidos mediante subasta. Además, algunos instrumentos de corto plazo en la modalidad de OMA directas dejaron de ser ofertados. Sin embargo, a partir del último trimestre de 2010 y con el objetivo de regular la liquidez de acuerdo con la orientación de política e inducir un alza moderada de tasas pasivas del sistema financiero, el BCB inició la venta de títulos con tasas de interés más atractivas en operaciones en MN (incremento de 70 puntos básicos). De esta forma, además de cumplir con los objetivos señalados, se propició que los mayores rendimientos que ofrece el BCB beneficien en forma directa al pequeño ahorrista.³³ Por esta razón, a partir de noviembre de 2010 se observó la recuperación de este tipo de operaciones.

Debido a las redenciones de títulos públicos la deuda interna del BCB disminuyó.³⁴ De acuerdo con lo señalado, la disminución de las obligaciones del BCB por títulos de regulación monetaria en el primer trimestre fue de Bs3.156 millones, Bs831 millones en el segundo trimestre y Bs38 millones en el tercer trimestre; mientras que a partir de septiembre se observó un incremento del saldo de estas obligaciones (Gráfico IV.4). Conviene remarcar que la reducción hasta agosto de 2010, de casi el 60% respecto al nivel más alto observado en septiembre de 2008, permitió poner a disposición del sistema financiero mayores recursos con el fin de incrementar el crédito al sector productivo, con efectos importantes sobre las tasas monetarias, interbancarias y de intermediación financiera.

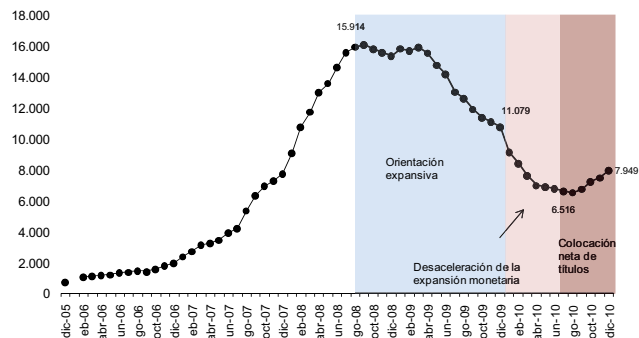
Cabe mencionar que la deuda pública interna comprende el endeudamiento del BCB con fines de regulación monetaria y la deuda interna del Sector Público No Financiero (SPNF) con propósitos

GRÁFICO IV.3: OMA DIRECTAS
(En millones de bolivianos)



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

GRÁFICO IV.4: TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(Saldos netos en millones de bolivianos)

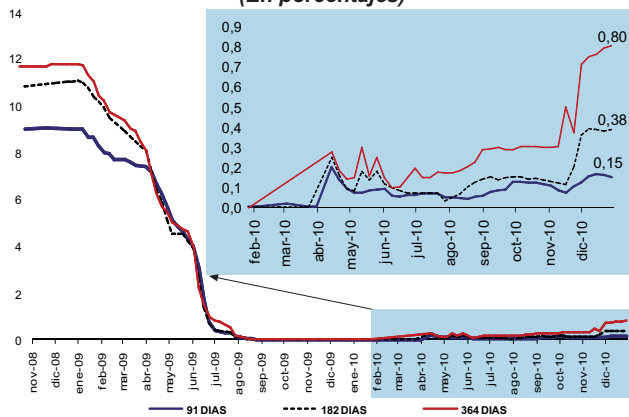


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

³³ Con este objetivo el BCB dispuso que el monto máximo de inversión por participante sea de Bs 70.000, aunque el monto total ofertado de OMA directas es ilimitado.

³⁴ Además de los títulos de regulación monetaria, la deuda interna del BCB incluye títulos emitidos en el marco del requerimiento de activos líquidos en MN establecido en la norma de encaje legal.

GRÁFICO IV.5: TASA EFECTIVA ANUALIZADA DE TÍTULOS PÚBLICOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(En porcentajes)



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

CUADRO IV.4: TASAS DE INTERÉS BANCARIAS EN MN
(En porcentajes)

PLAZO	TASAS ACTIVAS			Variación pb Dic10-Dic08
	dic-08	dic-09	dic-10	
1 a 30	6,62	1,94	4,85	(177)
31 a 60	8,96	6,79	5,64	(332)
61 a 90	8,62	6,00	5,47	(315)
91 a 180	9,11	5,46	4,99	(412)
181 a 360	10,27	5,92	5,20	(507)
361 a 720	17,14	7,82	11,35	(579)
721 a 1080	18,36	12,40	10,16	(820)
Mayores a 1080	14,23	6,95	8,07	(616)
TASAS PASIVAS				
1 a 30	2,97	0,10	0,05	(292)
31 a 60	4,08	0,26	0,15	(393)
61 a 90	5,16	0,32	0,13	(503)
91 a 180	5,38	0,69	0,13	(525)
181 a 360	6,39	0,80	0,53	(586)
361 a 720	7,87	1,12	0,60	(727)
721 a 1080	9,00	1,12	1,08	(792)
Mayores a 1080	10,20	2,72	2,24	(796)

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: pb: puntos básicos

CUADRO IV.5: TASAS DE INTERÉS BANCARIAS EN ME
(En porcentajes)

PLAZO	TASAS ACTIVAS			Variación pb Dic10-Dic08
	dic-08	dic-09	dic-10	
1 a 30	9,29	8,58	6,14	(315)
31 a 60	8,68	6,39	6,60	(208)
61 a 90	8,77	6,75	4,85	(392)
91 a 180	8,75	6,67	5,64	(311)
181 a 360	9,66	6,06	5,53	(413)
361 a 720	12,77	8,22	11,95	(82)
721 a 1080	16,01	9,65	8,10	(791)
Mayores a 1080	11,27	7,27	6,44	(483)
TASAS PASIVAS				
1 a 30	0,94	0,14	0,02	(92)
31 a 60	1,93	0,19	0,03	(190)
61 a 90	3,68	0,43	0,24	(344)
91 a 180	5,24	0,70	0,21	(503)
181 a 360	6,31	0,95	0,75	(556)
361 a 720	7,19	1,42	0,81	(638)
721 a 1080	7,69	1,65	0,82	(687)
Mayores a 1080	8,63	2,24	3,77	(486)

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: pb: puntos básicos

fiscales. A fines de la gestión 2010, el saldo de la deuda interna del BCB fue de \$us1.377 millones, menor en 22% con relación a 2009. El incremento de la deuda interna del BCB mediante OMA (que alcanzó un saldo neto de Bs7.949 millones al final de la gestión) no es un factor de preocupación ya que corresponde a recursos que son resguardados en el BCB y serán liberados paulatinamente en la medida que la economía pueda absorberlos.

Desde agosto de 2009 las tasas de rendimiento de los títulos de regulación monetaria permanecieron en niveles cercanos a cero. En el segundo trimestre de 2010 los rendimientos de estos títulos se incrementaron ligeramente debido a la mayor oferta, en forma congruente con la desaceleración gradual de los impulsos monetarios (Gráfico IV.5). Este hecho reactivó notablemente la demanda; empero, su ímpetu determinó que los incrementos de las tasas sean moderados. Durante el último trimestre del año se pronunció el incremento de las tasas: a diciembre se registró un aumento de 15, 38 y 80 puntos básicos con relación a diciembre de 2009, en los plazos de 91, 182 y 364 días, respectivamente.

Las tasas activas y pasivas tanto en MN y en ME se mantuvieron por debajo de las de fines de 2008 (Cuadro IV.4 y Cuadro IV.5), contribuyendo al crecimiento de la cartera, principalmente en MN, lo que coadyuvó a sostener el dinamismo de la actividad económica.

IV.1.3 Encaje legal

Con la finalidad de promover la remonetización financiera y el crecimiento de la cartera en MN, el 24 de agosto de 2009 entró en vigencia un nuevo Reglamento de Encaje Legal aprobado mediante Resolución de Directorio (R.D.) N°70/2009. La modificación más importante fue la introducción de un mecanismo de compensación del encaje requerido en MN vía el crecimiento de la cartera en esta denominación, hasta un mínimo de 2% en efectivo y 4% en títulos. Dados estos incentivos, tanto

el público como las entidades financieras modificaron su composición de portafolios, incrementando la participación del boliviano.

En fecha 23 de noviembre de 2010 y mediante R.D. N°130/2010, se aprobaron dos modificaciones al Encaje Legal tendientes a estimular el crecimiento de los depósitos en MN y desincentivar la constitución de depósitos en ME. La primera consistió en un incremento del encaje en efectivo en ME de 2% a 3,5%; y la segunda en elevar el encaje adicional también para depósitos en ME de 30% a 45% (Cuadro IV.6). Estos cambios contribuyeron a regular la liquidez de la economía, velando por la estabilidad de precios, además de apoyar la consolidación del proceso de bolivianización de depósitos. Asimismo, precautelando la sostenibilidad de los distintos subsistemas financieros, se contempló un período de ajuste diferenciado, con vigencia a partir del 13 de diciembre de 2010 para las entidades bancarias y del 7 de marzo de 2011 para las entidades financieras no bancarias. De esta manera, los cambios en la norma tendrán efecto pleno en 2011.

Del mismo modo y con la finalidad de proveer mayor solvencia al sistema financiero frente a posibles corridas bancarias, el Banco Central de Bolivia modificó el 18 de enero de 2011, mediante R.D. N°07/2011, sus tasas de encaje legal para depósitos en ME. Bajo esta modificación, el Encaje Legal en efectivo paso de 3,5% a 13,5%, mientras que el encaje en títulos se redujo de 12% a 8%. Ambas reformas permitirán tanto a las entidades financieras como a la autoridad monetaria, dar una respuesta oportuna a posibles requerimientos masivos de liquidez por parte del público.

IV.2 POLITICA CAMBIARIA

Durante 2010 la política cambiaria continuó dirigida a mantener estables las expectativas en el mercado de divisas, mitigar la inflación importada y profundizar la bolivianización. En una primera etapa, la política de estabilidad cambiaria (iniciada en el último trimestre

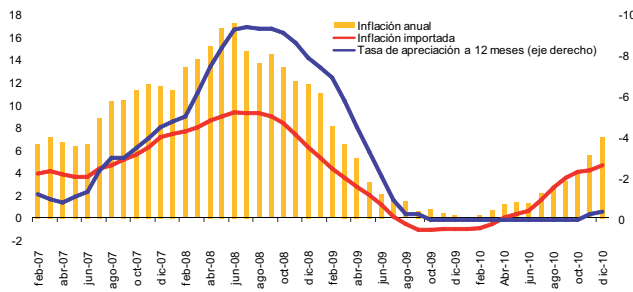
CUADRO IV.6: TASAS DE ENCAJE LEGAL
(En porcentajes)

	R.D. N°70/2009			R.D. N°130/2010			R.D. N°07/2011		
	Títulos	Efectivo	Adicional	Títulos	Efectivo	Adicional	Títulos	Efectivo	Adicional
Moneda Nacional y UFV									
Depósitos Vista	10	2		10	2		10	2	
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2		10	2		10	2	
Depósitos a Plazo Fijo									
30 a 60 días	10	2		10	2		10	2	
61 a 90 días	10	2		10	2		10	2	
91 a 180 días	10	2		10	2		10	2	
181 a 360 días	10	2		10	2		10	2	
361 a 720 días	10	2		10	2		10	2	
Mayores a 720 días	10	2		10	2		10	2	
Moneda Extranjera y MVDOL									
Depósitos Vista	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Depósitos en Caja de Ahorro	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Depósitos a Plazo Fijo									
30 a 60 días	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
61 a 90 días	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
91 a 180 días	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
181 a 360 días	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
361 a 720 días	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Mayores a 720 días	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.6: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA
(Variación Porcentual a 12 meses)

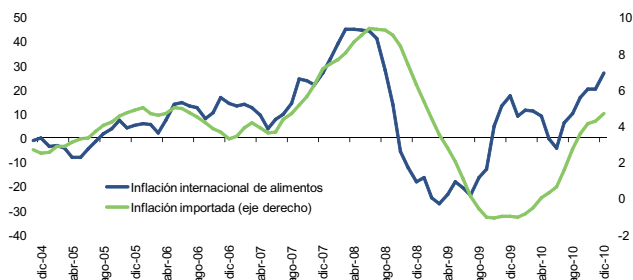


FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

de 2008 y mantenida hasta la tercera semana de noviembre de 2010) coadyuvó a mantener ancladas las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio en un entorno de incertidumbre a nivel mundial y de presiones externas, aspecto que contribuyó a moderar la demanda de divisas y las transferencias al exterior.

Posteriormente, ante la continuidad del repunte de la inflación en los principales socios comerciales y la apreciación de sus monedas, que implicó mayor inflación importada para el país, se decidió apreciar el boliviano a partir de la cuarta semana de noviembre de 2010.

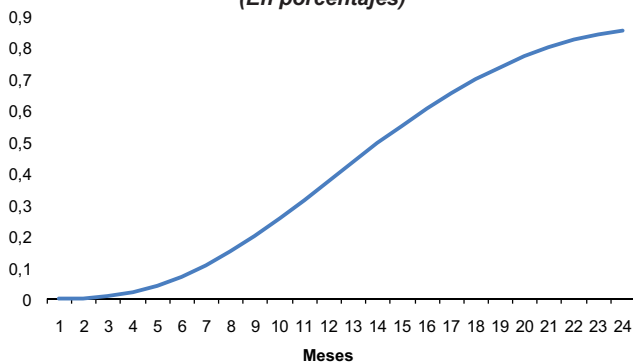
GRÁFICO IV.7: INFLACIÓN INTERNACIONAL DE ALIMENTOS E INFLACIÓN IMPORTADA
(Variación porcentual a 12 meses)



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

Esta modificación de la orientación de la política cambiaria tuvo, como efecto colateral, un aporte notable para el rápido incremento de la bolivianización financiera y la acumulación de RIN. En efecto, cerca del 63% de toda la bolivianización de depósitos efectuada durante el 2010 tuvo lugar a partir del 23 de noviembre. Además, la gradualidad de los movimientos cambiarios, que es la característica principal del régimen de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*), continuó aportando a la estabilidad del mercado cambiario y financiero. En ese sentido, conviene remarcar que la naturaleza del régimen no contempla cambios abruptos de la paridad.

GRÁFICO IV.8: RESPUESTA ACUMULADA DE LA INFLACIÓN IMPORTADA A UN SHOCK DE 1% EN LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS INTERNACIONAL
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Para el análisis de la dinámica de la relación entre la inflación importada y la inflación de alimentos de origen externo se estimó un modelo de Vectores Autorregresivos

IV.2.1 Orientación de la política cambiaria

Como fue mencionado, hasta la tercera semana de noviembre de 2010 el tipo de cambio continuó con una tasa nula de variación (*zero rate of crawl*). Esta política fue consistente con los bajos niveles de inflación observados en el primer semestre del año (Gráfico IV.6). En cambio, en el segundo semestre se presentó un repunte de la inflación externa, principalmente la vinculada con alimentos, la cual estuvo estrechamente relacionada con la inflación importada (Gráfico IV.7). En efecto, un *shock* en la inflación internacional de alimentos afecta la inflación importada e implica efectos de segunda vuelta y persistencia (Gráfico IV.8).

Por esta razón, y con el fin de mitigar los efectos de este nuevo contexto de presiones inflacionarias externas, la moneda nacional se apreció 3 centavos (0,4% de caída del tipo de cambio).

Por otra parte, la creciente afluencia de capitales de las economías desarrolladas hacia las emergentes, explicada por el proceso de normalización monetaria (retorno hacia tasas de política neutrales desde tasas de interés bajas a raíz de la crisis global de 2009) en los países emergentes y en desarrollo, provocó la apreciación de las monedas de la mayoría de los países vecinos (Gráfico IV.9).

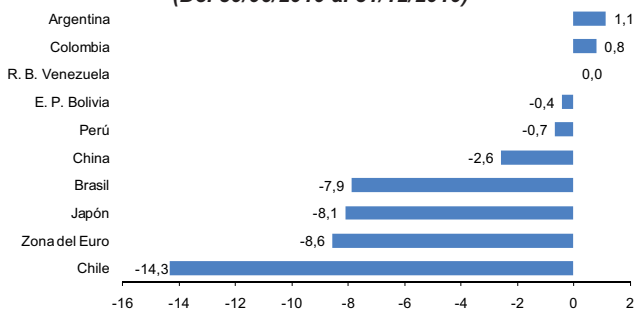
Ambos efectos (inflación más apreciación en los socios comerciales) implicaron una mayor inflación importada en el E. P. de Bolivia y, por tanto, la necesidad de apreciar la moneda nacional para atenuar las presiones inflacionarias externas. Es importante señalar que, en línea con evitar los efectos de excesivas fluctuaciones en la paridad, el porcentaje de apreciación de la moneda boliviana fue uno de los menores de la región.

En virtud al régimen cambiario adoptado y al igual que en los períodos anteriores de apreciación, la política cambiaria evitó movimientos bruscos del tipo de cambio que habrían afectado negativamente al sistema financiero, a la asignación de recursos y a la actividad económica (Gráfico IV.10).

Adicionalmente, la orientación de la política cambiaria permitió generar una mayor confianza del público en la moneda nacional, reflejada en el repunte de la bolivianización observado a partir del inicio de la apreciación gradual, evidenciándose la relación existente entre las variaciones del tipo de cambio y el comportamiento de los depósitos denominados en bolivianos (Gráfico IV.11).

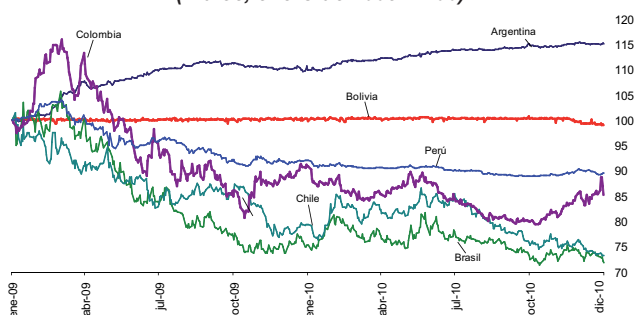
También es importante destacar que la apreciación de la moneda beneficia al sector productivo al reducir sus costos de producción. Esto resulta evidente si se considera que la mayor parte de las importaciones (cerca del 80%) corresponde a bienes de capital e

GRÁFICO IV.9: VARIACIÓN PORCENTUAL DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE LAS ECONOMÍAS DE LA REGIÓN^{1/}
(Del 30/06/2010 al 31/12/2010)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Los signos negativos representan apreciaciones de las monedas y los positivos depreciaciones

GRÁFICO IV.10: TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS^{1/}
(Índice, enero de 2009 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Para el E. P. de Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero

GRÁFICO IV.11: VARIACIÓN CAMBIARIA MENSUAL Y BOLIVIANIZACIÓN
(En porcentajes)

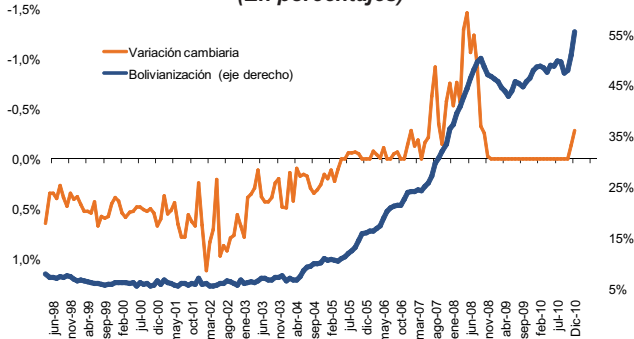
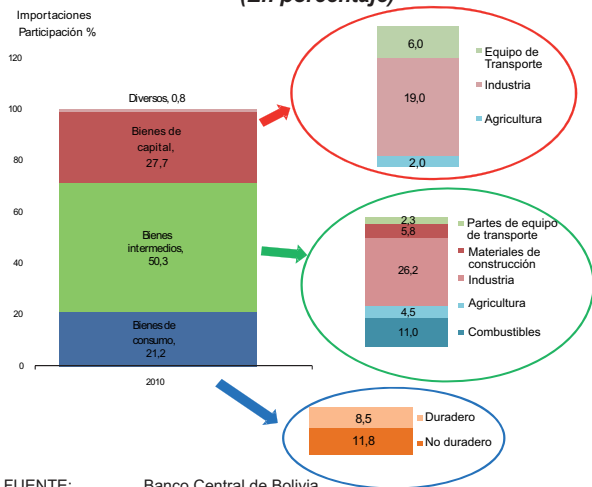
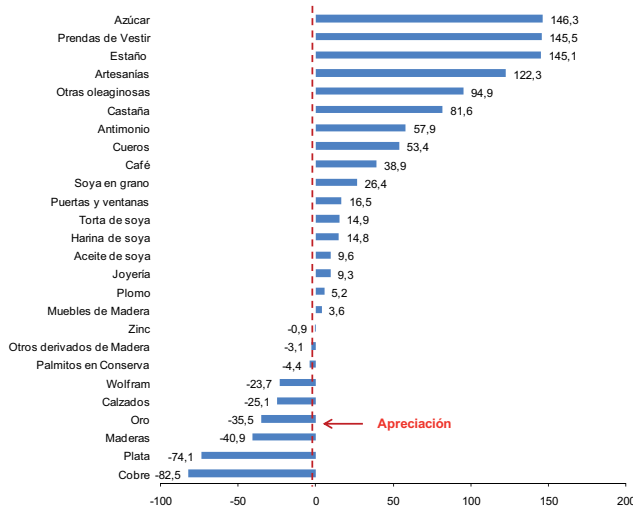


GRÁFICO IV.12: IMPORTACIONES SEGÚN USO O DESTINO ECONÓMICO
(En porcentaje)



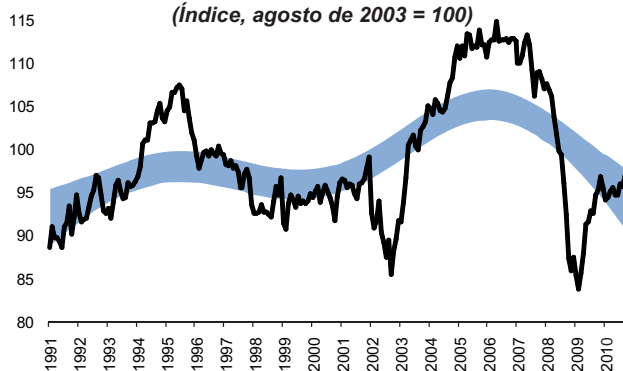
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.13: VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES
(Variación desde abril de 2009 en porcentajes)



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

GRÁFICO IV.14: TIPO DE CAMBIO REAL OBSERVADO Y DE EQUILIBRIO
(índice, agosto de 2003 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: La banda muestra el rango en el cual se sitúa el tipo de cambio real de equilibrio

insumos, los que en mayor medida se destinan a la industria (Gráfico IV.12).

Adicionalmente, el incremento de los precios de la mayor parte de los productos de exportación supera ampliamente a la apreciación. Entonces, la disminución de los ingresos externos, producto de la reducción acotada en el tipo de cambio, se vio compensada de manera global (Gráfico IV.13).

Al igual que en pasadas gestiones, la política cambiaria coadyuvó a promover que el tipo de cambio real tenga una evolución acorde con lo que señalan sus fundamentos. En efecto, al comparar el índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) con su tendencia de largo plazo, como aproximación del tipo de cambio real de equilibrio, se observa que el desalineamiento de carácter temporal que se observó desde julio de 2008 comenzó a eliminarse a partir de octubre de 2009, ubicándose en los últimos meses en el rango determinado por sus fundamentos (Gráfico IV.14). Además y como señala el Recuadro IV.2, no se han evidenciado síntomas de la Enfermedad Holandesa en la economía boliviana.

IV.2.2 Comportamiento de la oferta y demanda de dólares en el Bolsín

Con el objeto de mantener estables las expectativas sobre el comportamiento futuro del tipo de cambio, el BCB mantuvo la oferta diaria de divisas en \$us50 millones desde fines de 2008, cuando la crisis global generó expectativas de depreciación y la demanda de divisas aumentó. Hasta diciembre de 2010 la venta de divisas al sistema financiero en el Bolsín continuó reduciéndose (Gráfico IV.15). Cabe acotar, que los incrementos observados a fines de 2009 y principios de 2010 fueron en gran parte de carácter temporal, principalmente por distribución de utilidades y factores estacionales (Gráfico IV.16).

Como resultado de la crisis económica mundial, las presiones generadas para la depreciación y la política de estabilidad cambiaria, el BCB pasó de ser comprador neto a vendedor neto de divisas a partir

de los últimos meses de 2008 (Gráfico IV.17). Esta situación se revirtió notablemente con la apreciación del boliviano. En efecto, las compras de divisas, que de enero a octubre de 2010 fueron nulas, en los dos últimos meses del año alcanzaron a \$us431 millones, reflejando la pronunciada sensibilidad del mercado de divisas a los movimientos del tipo de cambio, constituyéndose además en la compra mensual más alta de la última década.

Respecto a las transferencias hacia el exterior que realiza el sistema financiero a través del BCB, en los meses posteriores a febrero y marzo de 2010 (en los cuales se registraron los niveles más elevados de transferencias; \$us84 y \$us115 millones respectivamente) éstas disminuyeron sustancialmente y a partir del mes de agosto no se realizó ninguna transacción de este tipo (Gráfico IV.18).

La mayor venta acumulada de divisas, especialmente en el primer trimestre de 2010, no afectó al crecimiento sostenido de las RIN (Gráfico IV.19). Tras el reinicio de la apreciación de la moneda nacional, se observó un repunte más pronunciado en las RIN, pese a la corrida bancaria que se observó en los últimos días del año. Al 31 de diciembre totalizaron \$us9.730 millones, monto superior en \$us1.150 millones al registrado en diciembre de 2009 (\$us8.580 millones).

IV.3 OTRAS MEDIDAS APLICADAS

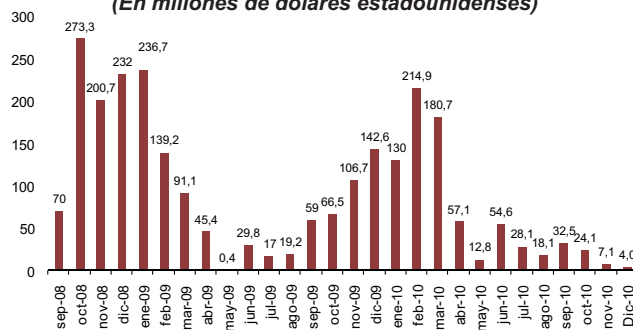
IV.3.1 Medidas de regulación al sistema financiero

Con el propósito de promover un mayor dinamismo en la cartera del sistema financiero, durante la gestión se llevaron adelante una serie de iniciativas conjuntamente el MEFP y la ASFI. Entre ellas destacan:

- Límite a las inversiones de las entidades financieras en el exterior hasta un máximo del 50% de su patrimonio.
- Acuerdo alcanzado entre ASOBAN y el Órgano Ejecutivo para incrementar las tasas de interés pasivas en MN y disminuir las tasas activas para créditos en MN al sector productivo en 70pb.
- Modificaciones al Reglamento de Evaluación y Calificación de la Cartera de Créditos de la ASFI en las que se establecen tiempos máximos de tramitación de créditos, además de reclasificaciones en los tipos de crédito.

GRÁFICO IV.15: VENTA DE DIVISAS DEL BCB AL SISTEMA FINANCIERO

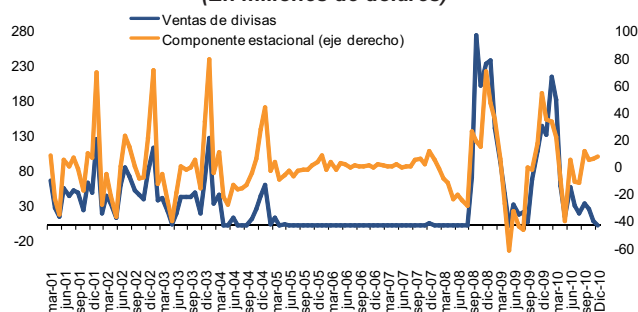
(En millones de dólares estadounidenses)



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

GRÁFICO IV. 16: COMPONENTE ESTACIONAL DE LA VENTA DE DIVISAS

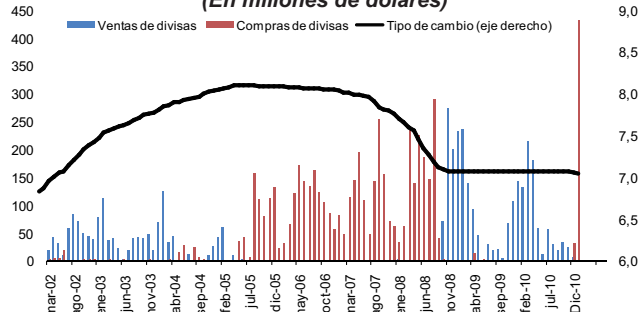
(En millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: La desestacionalización fue realizada con el método X12-ARIMA

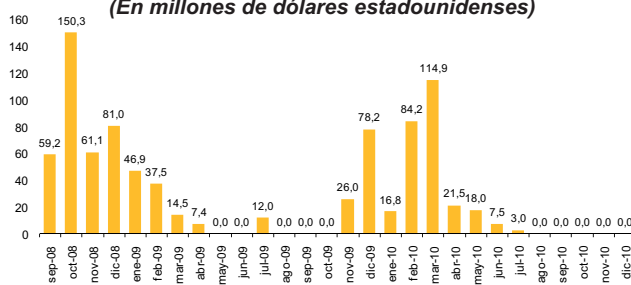
GRÁFICO IV.17: TIPO DE CAMBIO Y COMPRAS Y VENTAS DE DIVISAS

(En millones de dólares)



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

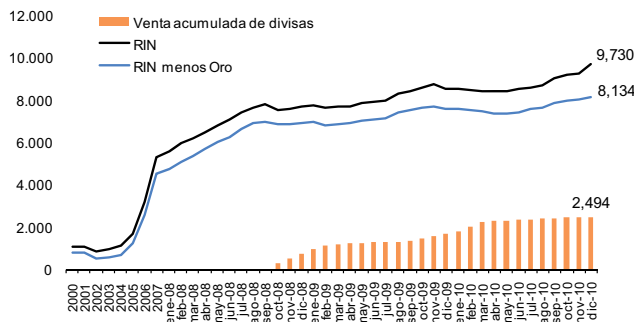
GRÁFICO IV.18: TRANSFERENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO AL EXTERIOR
(En millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.19: RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB Y VENTA DE DIVISAS AL SISTEMA FINANCIERO
(En millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

- iv) Disminución de las provisiones para la cartera productiva directa y contingente de la categoría "A."
- v) Incremento de las provisiones para la cartera de consumo en las categorías "A" y "B" en MN y ME.
- vi) Modificaciones al Reglamento de Tasas de Interés determinándose, entre otros aspectos, que la aplicación de la tasa de interés penal sea sólo sobre los saldos de capital de las cuotas impagas.
- vii) Impulso a la creación de mecanismos de fondos de garantía ProPyme.
- viii) Modificación al Reglamento de Obligaciones Subordinadas Computables como parte del Patrimonio Neto de las Entidades Financieras que tiende a fortalecer el patrimonio neto a partir de:
 - a) la realización de aportes de capital y/o capitalización de utilidades en la medida que las obligaciones subordinadas sean amortizadas; b) la posibilidad de exigir aportes de capital antes de autorizar la contratación de nuevas obligaciones subordinadas; y, c) la vinculación de estas contrataciones a metas de crecimiento de cartera de crédito.

IV.3.2 Medidas del Órgano Ejecutivo para promover el abastecimiento

En respuesta a las presiones inflacionarias observadas en el segundo semestre, el Órgano Ejecutivo ha tomado medidas que promovieron el abastecimiento de los mercados de alimentos. Éstas incluyen la promoción de la producción agropecuaria, a través del apoyo tecnológico, financiero e incentivos a los productores, otorgados principalmente a través de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA).

Estas medidas contemplan acciones inmediatas para el abastecimiento de los mercados, como la importación y compra de alimentos estratégicos (a cargo de la agencia estatal INSUMOS BOLIVIA), las ventas directas de productos a los consumidores a precios menores a los del mercado, así como las acciones de lucha contra el ocultamiento, la especulación y el contrabando.

A manera de ejemplo, el Gobierno promulgó el Decreto Supremo 671 que prohíbe la exportación de azúcar granulada y de la caña, con el fin de incrementar la oferta interna del producto, además de diferir el gravamen arancelario para la importación de azúcar a 0% hasta el 31 de marzo de 2011. Varias de las medidas fueron implementadas de forma coordinada con los ingenios azucareros. Éstos vendieron cerca

de 450.000 quintales de azúcar a EMAPA, la que a su vez se encargó de su venta directa a los consumidores de todo el país. En esta misma línea, se creó el Fondo Rotativo para la Seguridad Alimentaria administrado por INSUMOS BOLIVIA.³⁵

Con el fin de complementar la oferta interna, el Órgano Ejecutivo programó la importación de un millón de quintales de azúcar desde Brasil, de tal forma que 50% de las importaciones se programaron para diciembre y el restante para inicios de 2011. En el mismo sentido y en virtud a los acuerdos establecidos con el Gobierno Nacional, los ingenios realizaron la importación de azúcar de países de la región, como Brasil y Colombia. Todas las iniciativas descritas tuvieron el objetivo de garantizar el abastecimiento del azúcar (vía oferta interna y externa) hasta el inicio de la siguiente zafra en el mes de abril de 2011.

Por otra parte y en lo que concierne a la producción de maíz, el Gobierno también anunció la implementación de políticas de apoyo sectorial. Para generar mayor abastecimiento, el Órgano Ejecutivo decidió la compra de maíz a los agricultores a un precio 10% mayor al del mercado y el otorgamiento de créditos sin intereses. Estas medidas contribuirán a expandir la producción de maíz en la campaña agrícola de verano 2010/2011, así como en las subsiguientes a efectuarse. En enero de 2011, se programó la importación de 50 mil toneladas de maíz desde Brasil, para contribuir a satisfacer la demanda del sector avicultor.

El Cuadro IV.7 sintetiza el contenido de algunos de los principales Decretos Supremos orientados al abastecimiento de los mercados.

CUADRO IV.7: DECRETOS PARA PROMOVER EL ABASTECIMIENTO

Normativa	Contenido	Promulgación
D.S. 0434	Se instruye a las Fuerzas Armadas y a la Policía Nacional realizar los operativos necesarios para evitar el agio y la especulación de productos básicos como el azúcar.	19 de febrero de 2010
D.S. 0671	Se suspende de manera excepcional y temporal la exportación de azúcar y caña de azúcar. Se difiere el gravamen arancelario a cero por ciento (0%) para la importación de azúcar hasta el 31 de marzo de 2011. Deja sin efecto los Certificados de Suficiencia de Abastecimiento Interno y Precio Justo, emitidos a favor de los exportadores de azúcar en el marco del D.S. 0464.	13 de octubre de 2010
D.S. 0677	Se establece la fuente de financiamiento para la compra, importación y comercialización de azúcar por INSUMOS BOLIVIA. Se crea el Fondo Rotatorio para la Seguridad Alimentaria administrado por INSUMOS BOLIVIA.	20 de octubre de 2010
D.S. 0736	Establece la fuente de financiamiento para la compra, importación y comercialización de maíz duro amarillo y la emisión de Notas de Crédito Fiscal para el pago de tributos por la importación de este producto. Autoriza a INSUMOS-BOLIVIA, la compra e importación bajo contratación por excepción de maíz duro amarillo, así como su comercialización en el mercado interno a precio justo.	9 de diciembre de 2010

FUENTE: Gaceta Oficial de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

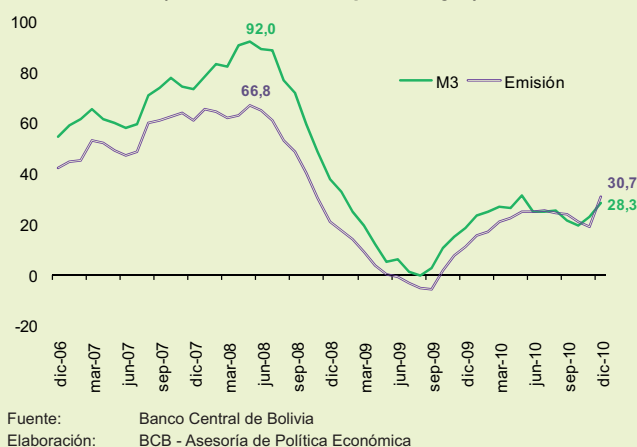
³⁵ Como señala el D.S. N° 677 del 20 de octubre de 2010, El Fondo Rotatorio para la Seguridad Alimentaria tiene por objeto disponer de manera oportuna, inmediata y eficiente de recursos para la compra, importación y comercialización de productos de la canasta básica de alimentos, cuando se presenten situaciones de encarecimiento de precios, desabastecimiento e inseguridad alimentaria. El Fondo esta bajo la administración de INSUMOS BOLIVIA.

RECUADRO IV.1

LA LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA Y EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

En el periodo 2007-2008 la emisión monetaria y algunos agregados monetarios han experimentado importantes incrementos. Por ejemplo, en mayo de 2008 el agregado M3 y la emisión alcanzaron tasas de crecimiento anuales iguales a 92% y 67%, respectivamente. Posteriormente, disminuyeron rápidamente hasta alcanzar valores negativos a mediados de 2009, para luego crecer en torno a 20%. En el último mes de 2010 se observó un notable repunte en el comportamiento de estas variables (Gráfico IV.20). Este recuadro analiza de manera general la relación entre el crecimiento de los agregados monetarios (especialmente la emisión) y de la inflación, para luego analizar con detalle el repunte de la emisión en diciembre de 2010.

GRÁFICO IV.20: CRECIMIENTO DE M3 Y EMISIÓN
(A doce meses, en porcentajes)



Uno de los primeros enfoques para el análisis de los efectos del crecimiento del dinero, la "teoría cuantitativa del dinero",³⁶ señala que, si se mantienen constantes la producción y la rotación de material monetario, existe una relación directa y contemporánea entre el comportamiento del dinero y de los precios. En ese sentido, se podría pensar que el crecimiento del dinero se traduciría en un incremento en los precios.

No obstante, estudios teóricos y empíricos actuales muestran que la evolución de precios precede a la del crecimiento del dinero. Una explicación sencilla e intuitiva al respecto es que la población está interesada en el valor real de su dinero o en las transacciones que puede efectuar con el mismo (efecto saldos reales). En ese sentido, un incremento en el nivel general de precios lleva a las personas a demandar mayor cantidad de dinero para respaldar similar número de transacciones.³⁷

En el caso de la economía boliviana esta relación también ha sido encontrada empíricamente: un aumento de los precios es seguido de manera inmediata por el aumento de la cantidad de dinero. En ese sentido

³⁶ Esta teoría fue enunciada por Jean Bodin en 1568, formalizada por el economista clásico Irving Fisher en 1911 y luego defendida por el economista monetarista liberal Milton Friedman en 1970.

³⁷ Una descripción más detallada se encuentra en el segundo capítulo de Walsh, C. (2002). *Monetary Theory and Policy*, 2a. Edición. Boston, MIT Press.

y de manera ilustrativa, se realizaron dos pruebas estadísticas para el caso boliviano considerando el periodo enero de 2004 a noviembre de 2010: a) un análisis de correlación entre las variaciones del dinero y la inflación y b) la prueba de precedencia estadística (causalidad en el sentido de Granger). En el primer caso, se obtuvieron los periodos en los cuales existió un mayor nexo entre el crecimiento del dinero y la inflación; mientras que en el segundo, se pudo inferir cuál de estas variables precede a la otra. Los resultados muestran una precedencia estadística entre 4 y 5 meses de la inflación al crecimiento de los agregados monetarios. Por su parte, la segunda prueba indica que existe precedencia estadística de la inflación con relación al crecimiento de los agregados.

Esto no implica que el crecimiento del dinero no pueda afectar a la inflación. En efecto, para que el crecimiento de un agregado monetario refleje presiones inflacionarias futuras, es fundamental que existan diferencias importantes entre el nivel observado respecto al que es concordante con la evolución de los determinantes de la demanda de dinero (especialmente actividad económica, tasas de interés e intensidad de uso de la moneda nacional como dinero, como se verá más adelante).

En ese sentido, estudios del BCB muestran que en el entorno actual de niveles de inflación entre baja y moderada, desequilibrios importantes del dinero podrían afectar a la inflación con un rezago en torno a 12 meses. Es evidente que en el pasado, especialmente en la hiperinflación de los años ochenta, la relación entre crecimiento de dinero e inflación era contemporánea y directa, dada la magnitud de los desequilibrios. Sin embargo, el análisis estadístico muestra que la emisión se ha comportado de acuerdo con la evolución de sus determinantes, sin que existan desequilibrios persistentes, sino que éstos se han corregido en el lapso de unos meses.

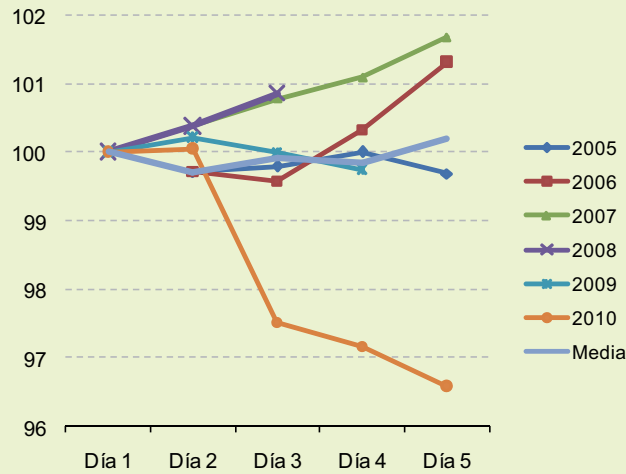
En el caso particular de la economía boliviana, el comportamiento de los agregados monetarios tiene una estrecha relación con el proceso de bolivianización, el cual es impulsado por medidas monetarias, cambiarias y fiscales. Las preferencias de los agentes económicos, que se reflejan en la composición de su portafolio de activos por monedas (MN o ME), se constituyen en un factor relevante para explicar la evolución de los agregados. A manera de ejemplo, un cambio en las preferencias a favor de la MN se verá reflejado en una mayor demanda de dinero en este tipo de denominación, lo cual no implica un mayor volumen de dinero en poder del público, sino un cambio en la composición de su portafolio, ya que disminuye la demanda de dinero en ME.

También dependen de los movimientos de la tasa de interés de depósitos, la cual se considera como una variable que mide el costo de oportunidad de mantener saldos en efectivo. La teoría monetaria reciente, basada en enfoques intertemporales y con fundamentos microeconómicos, señala que la demanda de dinero es muy sensible a los movimientos de las tasas de interés cuando éstas son bajas.³⁸ Esta es otra razón que explica parcialmente algunos movimientos inusuales del dinero desde 2008.

Para finalizar, se debe señalar que la mayor parte del repunte de la emisión en el mes de diciembre de 2010 estuvo relacionada con la corrida bancaria que se observó entre el 29 y 31 de diciembre, que implicó una caída de los depósitos de 4% en el total y 8% en ME, tomando como referencia el primer día de la última semana del año (Gráfico IV.21).

³⁸ Walsh, *op. cit.*

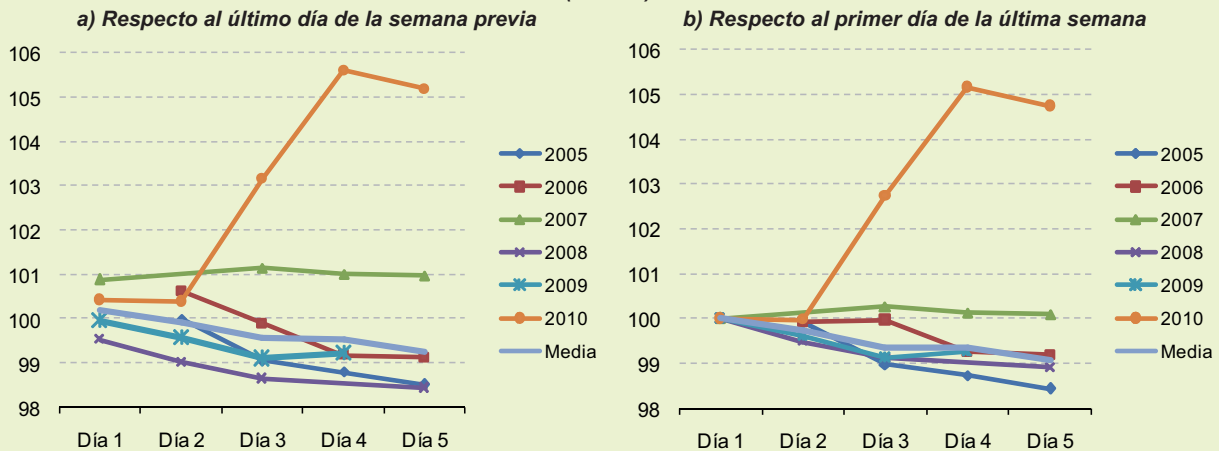
GRÁFICO IV.21: EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS EN LA ÚLTIMA SEMANA DEL AÑO
(Índices respecto al primer día de la última semana)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: En algunos años no se observan algunas fechas porque correspondieron a días feriados

En efecto, analizando el comportamiento de la emisión en la última semana del año respecto al nivel más alto (que correspondió al último día hábil de la semana previa, en los años 2005 y 2009), se puede observar claramente que el de 2010 estuvo por encima de lo observado en años precedentes (Gráfico IV.22a). Lo propio sucede si se toma como referencia el primer día de la última semana del año (Gráfico IV.22b). Si se descuenta este aspecto, el crecimiento de la emisión habría estado en torno a 20%, menor al 30% efectivamente observado. El análisis econométrico señala que más de la mitad de este desequilibrio transitorio se corregiría en el primer cuatrimestre de 2011.³⁹

GRÁFICO IV.22: EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN EN LA ÚLTIMA SEMANA DEL AÑO
(Índices)



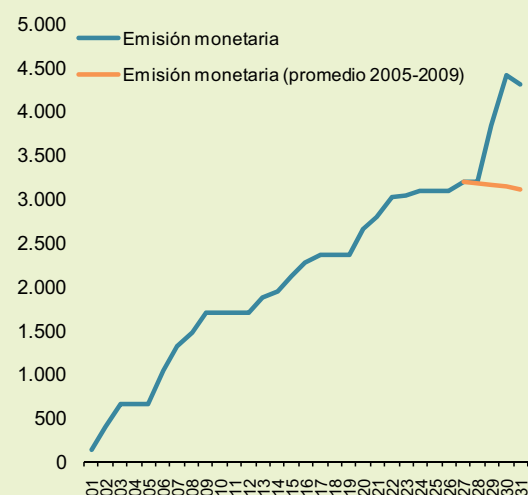
Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica
Nota: En algunos años no se observan algunas fechas porque correspondieron a días feriados

³⁹ Este resultado viene de un modelo de corrección de errores (VEC por su sigla en inglés), que señala que el desequilibrio se ajusta en torno a 17% cada mes. Es decir, la vida media de un shock es de cuatro meses.

También fue determinante la aceleración de la bolivianización a partir del reinicio de la apreciación y el deseo de mantener los saldos reales constantes, efectos que explicarían en torno a 3pp de la expansión de la emisión.⁴⁰ De esta forma, el crecimiento de la emisión sin considerar estos tres aspectos (corrida bancaria, aumento de la bolivianización y de los precios) habría crecido 20%, que está en línea con el del mes precedente.

Utilizando como referencia el promedio respecto a la semana previa, el Gráfico IV.23 corrobora que el importante aumento de la emisión en esos días se puede atribuir principalmente a la corrida bancaria. En efecto, si la emisión hubiese seguido la trayectoria de otros años el aumento de esta variable habría sido menor. Es importante destacar que esta acumulación se habría debido a que la población retiró dinero para preservar físicamente el mismo en medio de los temores de la corrida, lo cual refleja otro aspecto adicional de la bolivianización: su uso como reserva de valor. En menor medida, habría servido para abastecerse de artículos frente a un posible aumento ocasionado por la nivelación de precios.

GRÁFICO IV.23: COMPORTAMIENTO DE LA EMISIÓN EN DICIEMBRE DE 2010
(Flujos acumulados diarios en el mes, en millones de bolivianos)



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

Finalmente y no menos importante, se debe considerar que en diciembre la emisión fue mayor en 21% a la del mes previo, de la cual entre 11% y 12% se explica por estacionalidad⁴¹ y el resto por los factores arriba considerados.

⁴⁰ Estos resultados se obtuvieron tanto del VEC como de un modelo de cointegración (o de largo plazo), que considera el Índice Global de Actividad Económica (IGAE), la tasa de interés pasiva y la bolivianización de depósitos. También provienen de un modelo de función de transferencia con elementos autoregresivos, donde los determinantes son la bolivianización de depósitos y el IPC (ambos en diferencias).

⁴¹ Esto proviene del análisis de estacionalidad realizado con la rutina X12-ARIMA por medio del programa DEMETRA, desarrollado y utilizado por la Comunidad Europea.

RECUADRO IV.2 EL DEBATE EN TORNO A LA ENFERMEDAD HOLANDESA

En el caso boliviano y en los últimos años, la disponibilidad de importantes recursos naturales no renovables y el auge de sus precios, especialmente en los periodos de mayor dinamismo de la economía mundial, ha llevado a que diversos medios y círculos señalen la presencia de la "enfermedad holandesa" (EH). Este recuadro analiza y puntualiza algunos aspectos sobre este tópico.

El término fue utilizado por primera vez por la revista inglesa *The Economist* en 1977, al referirse al fenómeno experimentado por Holanda a partir de 1959, luego del descubrimiento de gas natural en el Mar del Norte. Este descubrimiento provocó una contracción en las exportaciones industriales (como porcentaje del PIB) en la economía holandesa, causada por el estancamiento del sector manufacturero por efecto del movimiento de la fuerza laboral al sector económico en auge. El descubrimiento provocó una abrupta apreciación real del florín neerlandés y, finalmente, el sector manufacturero del país perdió competitividad.

Teórica y empíricamente, los efectos de la EH y cómo diagnosticarla son temas de discusión pública cuando existe un incremento de los ingresos externos. Uno de los estudios iniciales y más conocidos es el modelo desarrollado por Corden y Neary (1982),⁴² donde el *boom* exportador en el sector de recursos naturales implica dos efectos: una importante movilización de la mano de obra al sector en *boom*, ocasionada por un alza de los salarios en el sector; y un incremento de los ingresos de la economía, aspectos que involucrarían mayor inflación. A su vez, esto implica una apreciación cambiaria real y menor dinamismo de los sectores que no están en auge, ubicándose usualmente entre ellos el manufacturero.

Sin embargo, un aspecto central que no es analizado por el anterior marco conceptual es el de los efectos de largo plazo que produciría la EH. En esa línea, Tovik (2001)⁴³ señala que, pese a que al inicio de este fenómeno existe un menor dinamismo en la industria, ésta retoma su ritmo de crecimiento en la medida que su productividad se eleva, lo cual a su vez genera una depreciación real de la moneda, sin efectos nocivos en el crecimiento total y de los sectores.

Se debe remarcar que la enfermedad holandesa no es una "enfermedad" como tal. *"El tipo de cambio real se puede apreciar porque la economía ahorra menos, lo que puede ser síntoma de preocupación. Pero, el tipo de cambio real también se puede apreciar cuando la economía es más rica y productiva, lo que es buen signo."*⁴⁴ El primer caso no se cumple para el E. P. de Bolivia, porque las tasas de ahorro subieron de un promedio de 14% del PIB entre 1998 y 2005 a 27% entre 2006 y 2009. En esta línea, es importante señalar el estudio de Magud y Sosa (2010),⁴⁵ el cual indica claramente que no existe evidencia que la EH disminuya el crecimiento global de la economía.

Por otra parte, en la medida que se gasten los recursos especialmente en bienes no transables, el fenómeno podría convertirse en un problema. En el caso boliviano, el continuo superávit de la cuenta

⁴² Corden, W. y Neary, J. (1982). "Booming sector and de-industrialisation in a small open economy." En *Royal Economic Society*, vol. 92(368): 825-48.

⁴³ Torvik, R. (2001). "Learning by doing and the Dutch disease." En *European Economic Review*, vol 45: 285-306.

⁴⁴ Afirmación del actual presidente del Banco Central de Chile y reconocido académico, José De Gregorio, en su texto *Macroeconomía: Teoría y Políticas*.

⁴⁵ Magud, N. y Sosa, S. (2010). "The missing link between Dutch Disease and growth." En *Global Macro EconoMonitor*, 13 de diciembre.

corriente refleja que estos recursos no se han empleado en esta dirección, sino que más bien fueron ahorrados para ser invertidos paulatinamente en sectores productivos. Por tanto, afirmaciones que indican que los mayores ingresos se han traducido en un exceso de consumo que ha impulsado el incremento en los precios de la economía, estarían alejadas de la realidad boliviana. Cabe destacar que el consumo total (público y privado) disminuyó de un promedio de 88% del PIB entre 1998 y 2005 a 78% entre 2006 y 2009.

Al respecto, el estudio de Oomes y Kalcheva (2007)⁴⁶ propone una metodología simple para determinar si una economía sufre del síndrome holandés. Los autores proponen: i) analizar si la apreciación real es consecuencia de mayores ingresos (ya sea por mejores precios o por mayor volumen); ii) estudiar si la industria está creciendo menos que el sector servicios; y, iii) ver si existe un crecimiento acelerado de los salarios.

En el primer caso, estudios del BCB, que fueron publicados en IPM previos, así como en el actual (ver Gráfico IV.14), señalan que el tipo de cambio real se encuentra en torno al equilibrio. Adicionalmente, el reporte anual sobre la economía boliviana del Fondo Monetario Internacional (Artículo IV de 2010) señala que "*No existe evidencia significativa de que el tipo de cambio este desalineado.*" Previamente, Cerutti y Mansilla (2008),⁴⁷ a través de un estudio de los determinantes del tipo de cambio real, no encontraron evidencia de enfermedad holandesa para el caso boliviano y señalaron que las políticas monetaria, cambiaria y fiscal fueron prudentes, aspecto que ha sido destacado dentro y fuera del país.

Asimismo, según el documento informativo de la CEPAL de diciembre, "Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2010", en la región la apreciación del tipo de cambio real ha sido bastante generalizada, considerando tanto la variación del tipo de cambio real efectivo entre septiembre 2008 - septiembre 2010, como para niveles de octubre de 2010 respecto del promedio de 1990-2009. Sin embargo, en ambos casos, el E. P. de Bolivia presentó una depreciación real. El informe señala para Trinidad y Tobago y la República Bolivariana de Venezuela, la presencia de la enfermedad holandesa, como consecuencia de la especialización en la extracción y exportación de hidrocarburos.

En lo que concierne al segundo aspecto, la actividad manufacturera ha crecido en los últimos años a tasas sostenidas, en torno a 5,1% como promedio de los años 2005-2009; en tanto que los servicios crecieron en un promedio cercano al 3,6%. Adicionalmente, las actividades que mostraron mayor dinamismo en cuanto al empleo fueron la manufactura, el comercio, la construcción y la minería. Al mismo tiempo, no se evidenció movilidad importante de trabajadores desde el sector de la manufactura hacia algún sector extractivo en particular, por lo que la industria manufacturera no tendió a desindustrializarse.

Finalmente, con relación al tercer elemento de la metodología mencionada, la única actividad económica que presentó incrementos más altos en los salarios fue la minería, como resultado del contexto internacional de precios, que hizo muy atractivo el sector para los trabajadores por cuenta propia.

Dani Rodrik (2008)⁴⁸ indica que un tipo de cambio subvaluado (en el caso boliviano, un tipo de cambio más alto) estimula el crecimiento económico. No obstante, el autor señala textualmente que para lograr

⁴⁶ Oomes, N. y Kalcheva, K. (2007). "Diagnosing Dutch disease: Does Russia have the symptoms?" En *IMF Working Papers* 07/102, *International Monetary Fund*.

⁴⁷ Cerutti, E. y Mansilla, M. (2008) "Bolivia: The hydrocarbons boom and the risk of Dutch Disease." En *IMF Working Papers* 08/154, *International Monetary Fund*.

⁴⁸ Rodrick, D. (2008) "The real exchange rate and economic growth." En *Brookings Papers on Economic Activity*, septiembre.

este objetivo se necesita una "mayor tasa de ahorro relativa a la inversión", aspectos que, según el autor citado y Álvares y Fuentes (2006),⁴⁹ pueden ser alcanzados a través de un manejo prudente de la política fiscal y políticas que promuevan el ahorro. Asimismo, Rodrik *op.cit.* recomienda aplicar barreras a la entrada de recursos y literalmente "intervención cambiaria (acumulando reservas internacionales netas)."

Al respecto y en base a los principios señalados anteriormente, la política económica llevada a cabo por el E. P. de Bolivia fue adecuada para gestionar apropiadamente el incremento de recursos: se alcanzaron superávits fiscales en las últimas gestiones, se incrementó notablemente el ahorro financiero, se estableció una comisión a la entrada de capitales y se acumularon reservas internacionales hasta llegar al máximo histórico por encima de \$us10.000 millones a principios de 2011.

La concepción misma del modelo económico plural señalado en la Constitución Política del Estado y en el Plan Nacional de Desarrollo (presentado en el esquema siguiente) implica aplicar políticas mediante las cuales los ingresos provenientes de actividades extractivas favorezcan a otros sectores de la economía, principalmente la industria.

GRAFICO IV.24: INTERACCIÓN ENTRE SECTORES ECONÓMICOS SEGÚN EL PLAN NACIONAL DE DESARROLLO



FUENTE: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Este planteamiento ha sido ponderado, pues el documento Perspectivas Económicas de las Américas del FMI, correspondiente a octubre de 2010, señala que "El ejemplo de Bolivia es ilustrativo, ya que muestra que una gestión cuidadosa de los ingresos generados por los productos energéticos es perfectamente compatible con un gasto social correctamente focalizado y genera importantes réditos en términos de estabilidad."

En conclusión, la descripción teórica y evidencia empírica no muestran la existencia de enfermedad holandesa en el E. P. de Bolivia.

⁴⁹ Álvares, R. y Fuentes, R. (2006). "El "síndrome holandés": teoría y revisión de la experiencia internacional." En *Notas de Investigación - Journal de Economía Chilena*, Vol. 9: 97-108.

V. Perspectivas y riesgos de la inflación

Después de que la variación acumulada del IPC terminara en 7,2% en la gestión 2010, para fines de 2011 la proyección de inflación señala que ésta se situaría en torno a 6%. A su vez, durante 2012 la inflación tendería a converger hacia su meta de mediano plazo (4%). Estas previsiones suponen un contexto internacional que continuará recuperándose, junto a la aceleración del crecimiento interno sustentado principalmente por sectores estratégicos. En este entorno, las políticas monetaria y cambiaria del BCB continuarán orientadas al control de la liquidez y a la mitigación de la inflación importada.

Este escenario no está exento de riesgos, pues entre los factores que podrían generar una desviación de la inflación hacia el alza, destacan una intensificación de las expectativas inflacionarias retroalimentadas por mayores prácticas especulativas y de ocultamiento, junto con posibles ajustes a algunos precios administrados. A ello se adiciona también una mayor adversidad que la esperada de los efectos de La Niña sobre la oferta y precios del sector agropecuario. Estos factores podrían ser contrarrestados por el efecto de las políticas gubernamentales de apoyo a los productores de alimentos y de control al contrabando y ocultamiento en los mercados, junto a una negociación de precios administrados entre los sectores involucrados y el Órgano Ejecutivo. Ante la materialización de cualquiera de estos riesgos, el BCB tomará las medidas correspondientes para cumplir con su compromiso de controlar la inflación y contribuir al desarrollo económico y social del país.

Este último capítulo presenta las perspectivas más probables de la inflación para el bienio 2011-2012, describiendo la evolución prevista de las principales

CUADRO V.1: CRECIMIENTO EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADOS
(Variación anual, en porcentaje)

	2008	2009	2010(e)	2011(p)	2012(p)	2011(p)	2012(p)
			FMI ^{1/}	CF ^{2/}	CF ^{2/}		FMI ^{1/}
Producto Mundial	3,0	-0,6	5,0 (4,6)	n.c. (3,5)	n.c. (3,6)	n.d.	4,4 (4,3)
Economías Avanzadas	0,5	-3,4	3,0 (2,6)	n.d.	n.d.	n.d.	2,5 (2,4)
Estados Unidos	0,4	-2,6	2,8 (3,3)	3,2 (3,1)	3,2 (2,9)	3,3	3,0 (2,9)
Zona del Euro	0,6	-4,1	1,8 (1,0)	1,7 (1,1)	1,5 (1,7)	1,6	1,5 (1,3)
Japón	-1,2	-6,3	4,3 (2,4)	4,3 (1,9)	1,2 (1,5)	2,0	1,6 (1,8)
Economías en Desarrollo de Asia	7,9	7,0	9,3 (9,2)	n.d.	n.d.	n.d.	8,4 (8,5)
China	9,6	9,2	10,3 (10,5)	10,1 (9,8)	9,2 (9,0)	8,9	9,6 (9,6)
India	7,3	5,7	9,7 (9,4)	7,4 (8,3)	8,7 (8,5)	8,3	8,4 (8,4)
América Latina y el Caribe	4,2	-1,8	5,9 (4,8)	6,1 (4,8)	4,3 (4,0)	4,3	4,3 (4,0)
Argentina	6,8	0,9	7,5 (3,5)	8,4 (5,0)	5,1 (3,3)	4,1	4,0 (3,0)
Brasil	5,1	-0,6	7,5 (7,1)	7,6 (6,5)	4,5 (4,5)	4,6	4,5 (4,2)
Chile	3,7	-1,5	5,0 (4,7)	5,3 (4,4)	6,1 (5,6)	5,1	6,0 (6,0)
Colombia	2,4	0,8	4,7 (2,2)	4,3 (2,8)	4,7 (3,9)	4,8	4,0 (4,0)
México	1,5	-6,1	5,2 (4,5)	5,1 (4,1)	3,6 (3,5)	3,9	4,2 (4,4)
Perú	9,8	0,9	8,3 (6,3)	8,5 (5,7)	6,4 (5,3)	6,2	6,0 (6,0)
R.B. de Venezuela	4,8	-3,3	-1,3 (-2,6)	1,9 (-2,6)	1,2 (1,1)	2,1	0,5 (0,4)
Est. Plur. de Bolivia	6,1	3,4	3,4 (4,0)	4,0 (3,8)	4,0 (3,7)	4,0	4,0 (4,0)
PIB relevante para el E.P. de Bolivia³	3,1	-1,6	4,7		3,6 (3,3)		3,6 (3,3)

FUENTE: FMI, *Perspectivas Económicas Mundiales* (octubre de 2010 y actualización enero de 2011), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (enero de 2011), *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2011)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Considera los datos de octubre de 2010. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de julio de 2010 y, en los casos que corresponda, las de abril de 2010

^{2/} Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de julio de 2010

^{3/} Crecimiento promedio anual ponderado de los trece principales socios comerciales del E.P. de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)

(e) estimado

(p) proyectado

(n.d.) no disponible

(n.c.) no comparables en virtud a que el FMI utiliza tipos de cambio PPP

CF: *Consensus Forecasts*

variables que ejercen influencia en el comportamiento de los precios. El capítulo finaliza considerando los principales riesgos de naturaleza externa e interna y la trayectoria más probable que seguiría la tasa de inflación en las gestiones 2011 y 2012.

V.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

Según organismos internacionales y entidades privadas especializadas, las perspectivas sobre el comportamiento de la economía mundial durante 2011 y 2012 reflejan un menor dinamismo que el observado en 2010, aunque parte de ello se atribuye a que en la gestión pasada el desempeño en determinadas economías respondió a la recuperación de la crisis económica global, generando una mayor base de comparación (Cuadro V.1). Por tanto, en términos de la proyección del volumen de la actividad mundial, ésta es relativamente similar a la prevista en el IPM anterior (julio de 2010).

En términos regionales, aún persisten los altos niveles de incertidumbre y dudas acerca de la solidez de la recuperación de las economías avanzadas, mientras que las economías emergentes y en desarrollo continúan liderando el crecimiento mundial.

Al interior de estas perspectivas se distinguen dos hechos de singular relevancia. Por un lado, los posibles impactos que tendrán en los países desarrollados los recortes fiscales en las economías europeas; y, por otro, el sobrecalentamiento que están experimentando las economías emergentes y en desarrollo. Ambos pueden tener fuertes efectos en el crecimiento. De acuerdo con el FMI un recorte del 1% del PIB en el déficit presupuestario reduciría la producción económica en 0,5pp y elevaría el desempleo en 0,3pp.⁵⁰

Por otra parte, los márgenes de maniobra para la implementación de medidas de política en el conjunto de países en desarrollo estarían limitados. En opinión del FMI, el crecimiento mundial para 2011 estará en torno a 4,4% (4,1% según el Banco Mundial).⁵¹ Asimismo, el FMI estima una expansión de 4,5% para

⁵⁰ FMI (2010). *Perspectivas de la economía mundial: Recuperación, riesgo y reequilibrio*, octubre.

⁵¹ Banco Mundial (2011). *Global Economic Prospects 2011*, enero.

2012, mientras que el Banco Mundial estima una variación similar (4,4%).

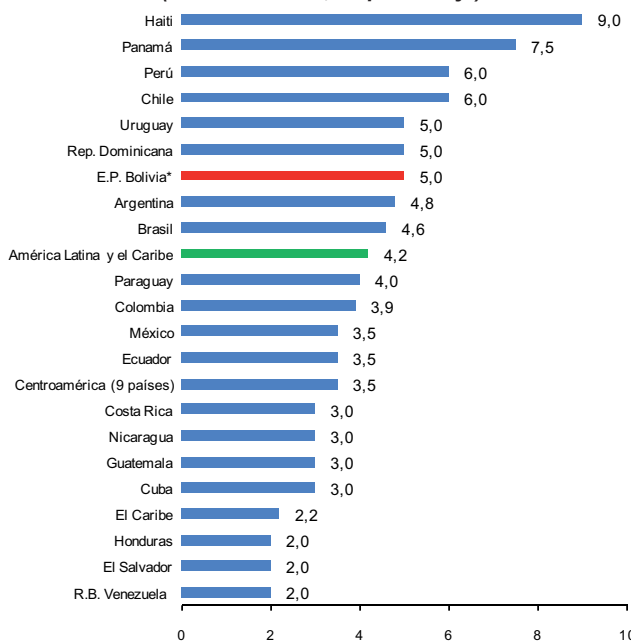
En Estados Unidos se prevé que el crecimiento del consumo observado hacia finales de 2010 no será suficiente para disminuir la todavía elevada tasa de desempleo. En Europa, el crecimiento estaría liderado por Alemania, gracias al impulso de sus exportaciones y el paulatino fortalecimiento de su demanda interna. No obstante, por efecto de la crisis fiscal, las economías con problemas de la Zona del Euro experimentarían desaceleraciones y costos de ajuste, similares a los experimentados en las economías en desarrollo en la década de los ochenta.

Entre las economías emergentes, tanto en Asia como en América Latina, la demanda interna sería la principal fuente de la recuperación de la actividad. Sin embargo, en adelante se estima que el crecimiento se moderará en Asia debido a la reducción del impulso proveniente del ciclo mundial de existencias, una demanda externa más débil y el retiro de los estímulos de política económica, reduciendo de esta forma el riesgo de recalentamiento de esas economías. Con todo, la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial (8% según el Banco Mundial).

Se espera que los flujos comerciales, que comenzaron a repuntar a mediados de 2009, sigan siendo un factor determinante en 2011, particularmente para las economías más abiertas al comercio internacional y las que tienen lazos comerciales más estrechos con Asia. Sin embargo, la débil recuperación de las economías avanzadas representará un obstáculo para la demanda global. En este contexto, el crecimiento de las economías emergentes (6,2% según el Banco Mundial) sería lo suficientemente vigoroso como para continuar sustentando el comercio internacional.

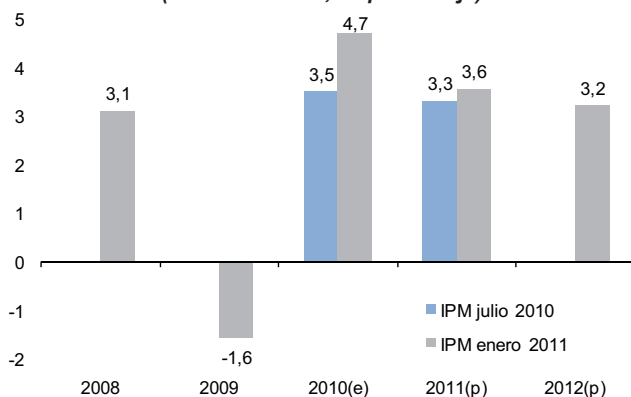
Por su parte, para el caso de América Latina, que según la CEPAL creció en 6% en 2010, se prevé un menor dinamismo de las economías de la región en 2011, resultado de la disminución del impulso proveniente del gasto público y del agotamiento de la

GRÁFICO V.1: CRECIMIENTO PROYECTADO DEL PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2011
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y El Caribe* (diciembre de 2010) y Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: * Corresponde a la proyección interna del BCB

GRÁFICO V.2: CRECIMIENTO DEL PIB EXTERNO RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países - FMI, *Perspectivas Económicas Mundiales* (octubre de 2010 y actualización enero de 2011) - *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2010) - *JPMorgan, Global Data Watch* (diciembre de 2010)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano del crecimiento de los trece principales socios comerciales del E.P. de Bolivia
(p) proyectado
(e) estimado

capacidad productiva ociosa, tendencias ya observadas desde la segunda mitad del año anterior. Ante la preocupación derivada del exceso de liquidez global, los desafíos de la región se han tornado hacia la regulación del influjo de capitales de corto plazo con el fin de aliviar las presiones cambiarias e inflacionarias. Al mismo tiempo, América Latina enfrenta el desafío de reconstruir su capacidad para llevar a cabo acciones contracíclicas y continuar consolidando las condiciones para el desarrollo productivo.

En ese sentido, la CEPAL proyecta que la tasa de crecimiento de la región estaría en torno a 4,2% en 2011 (4% de acuerdo con el Banco Mundial y 4,3% según el FMI). En este contexto, la previsión de crecimiento del E. P. de Bolivia está a la par con el promedio de la región en 2011 (Gráfico V.1). Sin embargo, las proyecciones internas muestran que este crecimiento podría ser más alto que el proyectado por organismos internacionales, en virtud a factores que serán explicados más adelante.

Por tanto, las previsiones sobre el crecimiento externo relevante para Bolivia se encuentran alineadas con el desempeño de los principales socios comerciales, tanto de economías avanzadas como de países vecinos (Gráfico V.2).

Con relación a los precios internacionales de las materias primas, en 2011 éstos tenderían a incrementarse en la medida que las economías emergentes, lideradas por China e India, expandan su demanda. En efecto, se espera un incremento en los precios de algunos minerales y ciertos *commodities* agrícolas. Con relación al precio internacional del petróleo, aún persiste la incertidumbre sobre su evolución futura; y previsiones internas señalan que el comportamiento en 2011 será muy similar al observado durante 2010.

En cuanto a la inflación internacional, las previsiones actuales, señalan que ésta tendría un comportamiento diferenciado por países en 2011. El alza de los precios de las materias primas y alimentos, así como el mayor dinamismo de las economías emergentes y en desarrollo, generarían presiones inflacionarias en algunas de estas últimas economías. Por el contrario, en las economías avanzadas, el bajo crecimiento, alto

desempleo y exceso de capacidad sugieren que la inflación se mantendría en bajos niveles en la mayor parte de este grupo de países (Cuadro V.2).

Durante 2009 y hasta fines del primer trimestre de 2010, en un contexto de baja inflación a nivel regional, la política monetaria se orientó a la consolidación de la recuperación económica en América Latina. Sin embargo, en la medida que ésta se efectivizó, algunos países comenzaron a normalizar su política monetaria con el fin de anclar las expectativas de inflación en torno a las metas fijadas por los bancos centrales. Por ejemplo, Brasil comenzó a subir su tasa de política a partir de abril de 2010, Perú a partir de mayo y Chile desde junio. Este último país continuó subiendo su tasa de interés de política ininterrumpidamente, en 275pb hasta diciembre de 2010, habiendo decidido en mediados de enero de 2011 mantener su tasa de política en 3,25%. Por su parte, tanto Brasil en julio como Perú en septiembre de 2010 detuvieron su proceso de ajuste de tasas de política tras haberlas aumentado 200 y 150pb, respectivamente. Dicha pausa en el proceso de alza de tasas de interés de política se dio en paralelo con las crecientes presiones a la apreciación del tipo de cambio nominal registradas durante 2010. No obstante, Perú el 6 y Brasil el 20 de enero de 2011 subieron sorpresivamente sus tasas de interés en 25pb, dadas las perspectivas de inflación hacia el alza.

En ese sentido, el espacio para la aplicación de políticas públicas que permitieron la rápida recuperación de las economías regionales, se verá afectado no sólo por la necesidad de recomponer, en muchos casos, la capacidad de respuesta contracíclica, sino también por la preocupación derivada del exceso de liquidez global que puede generar la política monetaria de los Estados Unidos, dada la importante inyección de liquidez o programa QE2. Esta política supondrá un condicionamiento importante tanto para la política monetaria como para la política fiscal en los países de la región potencialmente receptores de flujos de capital de corto plazo.

Es probable que la mayor liquidez global contribuya a profundizar la tendencia a la apreciación real de la mayoría de las monedas de la región observada en 2010, más allá de los esfuerzos que hagan las autoridades monetarias de la región por controlar los

CUADRO V.2: INFLACIÓN EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADOS
(Variación acumulada a diciembre, en porcentaje)

	2009	2010(e)	2011(p)	2012(p)	2011(p)	2012(p)
	FMI ^{1/}	CF ^{2/}	CF ^{2/}	CF ^{2/}	FMI ^{1/}	FMI ^{1/}
Economías Avanzadas	1,0	1,1	n.d.	n.d.	n.d.	1,5
	(1,3)	(1,3)				(1,5)
Estados Unidos	1,9	2,0	1,6	1,4	1,8	1,7
	(1,7)	(2,0)	(2,0)	(1,7)	(1,9)	(1,9)
Zona del Euro	0,9	1,6	1,5	1,7	1,7	1,5
	(1,2)	(1,3)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Japón	-1,7	-1,1	-0,8	-0,3	0,2	0,7
	(-1,1)	(-1,0)	(-0,2)	(-0,2)	(-0,2)	(-0,2)
Economías en Desarrollo de Asia	4,7	5,1	n.d.	n.d.	n.d.	4,1
	(4,9)	(4,9)				(3,4)
China	0,7	3,5	3,2	4,0	3,2	2,7
	(3,1)	(3,3)	(3,2)	(3,2)	(2,4)	(2,4)
India	15,0	8,6	5,1	6,5	5,9	5,7
	(8,1)	(8,6)	(6,3)	(6,3)	(4,6)	(4,6)
América Latina y el Caribe	4,8	4,8	n.d.	6,5	n.d.	6,8
	(6,8)	(7,0)	(6,6)	(6,6)	(5,8)	(5,8)
Argentina	7,7	11,0	11,3	12,4	15,2	11,0
	(9,7)	(11,0)	(11,0)	(11,0)	(9,7)	(9,7)
Brasil	4,3	5,2	5,9	5,4	4,8	4,8
	(5,3)	(6,4)	(4,8)	(4,8)	(4,8)	(4,8)
Chile	-1,4	3,7	3,0	3,3	3,0	3,0
	(3,7)	(3,5)	(3,2)	(3,2)	(3,0)	(3,0)
Colombia	2,0	3,2	3,2	3,3	3,6	3,3
	(3,8)	(3,5)	(3,7)	(3,7)	(3,4)	(3,4)
México	3,5	4,5	4,4	3,7	3,7	3,0
	(5,3)	(5,1)	(3,9)	(3,9)	(3,0)	(3,0)
Perú	0,2	2,8	2,1	2,5	2,5	2,0
	(2,0)	(2,4)	(2,6)	(2,6)	(2,0)	(2,0)
R.B. de Venezuela	25,1	33,3	27,4	28,2	28,1	31,0
						28,7

FUENTE: FMI, *Perspectivas Económicas Mundiales* (octubre de 2010 y actualización enero de 2011), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (enero de 2011) y *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2011)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Considera los datos de octubre de 2010. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de julio de 2010 y, en los casos que corresponda, las de abril de 2010

^{2/} Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de julio de 2010 para el año 2011

^{3/} Inflación en dólares estadounidenses que calcula el BCB con base en el Índice de Precios Externos (IPE), que consiste en el promedio ponderado de la inflación de los trece principales socios comerciales expresados en dólares estadounidenses

(e) estimado

(p) proyectado

(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecasts*

canales de transmisión de estos recursos hacia sus economías.

De esta forma, se estima que la inflación internacional relevante para Bolivia -medida como la variación porcentual interanual del Índice de Precios Externos- estuvo en torno a 8% en 2010 y estará cercana a 2,4% en 2011 (Gráfico V.3). Es importante señalar que la evolución de esta variable incorpora también el efecto de los movimientos cambiarios de las monedas.

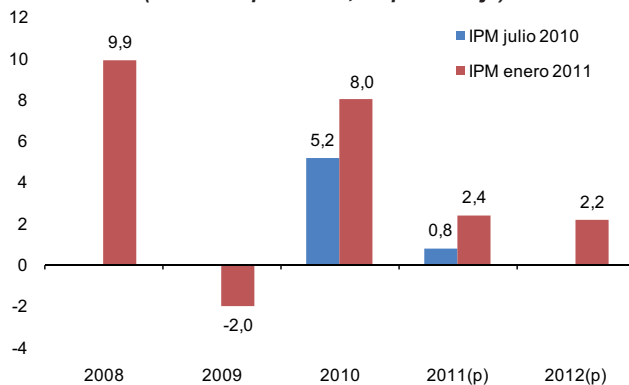
V.2 CONTEXTO NACIONAL

Se estima que en 2010 el crecimiento de la actividad económica estuvo en torno a 4,2%. Este crecimiento se habría respaldado en el dinamismo de varias actividades no extractivas y sobre todo en el repunte del sector de hidrocarburos, que compensaron los retrocesos observados en el caso de la minería. En lo concerniente a 2011, se prevé que el crecimiento se sitúe en un rango entre 4,5% y 5,5%. El mismo se sustentaría en inversiones públicas en sectores estratégicos, hidrocarburos (exploración y explotación), minería (explotación de litio en Uyuni y de hierro en Mutún) e infraestructura. Asimismo, las actividades extractivas no renovables repuntarían y las no extractivas continuarían apuntalando el crecimiento.

Con relación al sector de hidrocarburos, conforme se anticipó en el IPM de julio de 2010, las nominaciones de gas natural realizadas por la economía brasilera se incrementaron, acorde al dinamismo de su economía. Empero, en el primer semestre de 2011 se prevé una moderación en el crecimiento de los volúmenes de gas natural exportados, ya que la base de comparación considerará volúmenes consistentes con la firma de la primera adenda al contrato de exportación de gas natural celebrado entre ENARSA y YPFB. Un hecho similar ocurrirá con los envíos por el contrato GSA al Brasil.

En lo que concierne al sector agropecuario, su desempeño productivo podría ser afectado en el 2011 por la presencia de La Niña, cuya intensidad, según las proyecciones del SENAMHI aumentaría en los próximos meses, aunque manteniéndose por debajo de los niveles observados para el caso de El Niño en los primeros meses de 2010. En este sentido es posible

GRÁFICO V.3: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación promedio, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países - FMI, *Perspectivas Económicas Mundiales* (octubre de 2010) - *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2010) - *JPMorgan, Global Data Watch* (diciembre de 2010)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de los trece principales socios comerciales del E.P. de Bolivia (p) proyectado

que los rendimientos y la superficie cultivada correspondientes a la Campaña de Verano 2010/2011 sean afectados por el retraso de las tareas de siembra como consecuencia del déficit de precipitaciones registrado en gran parte del territorio en el último trimestre de 2010.

Con el fin de revertir estos efectos negativos, serán importantes las acciones estatales de incentivo y apoyo a los productores, que incluyan la provisión de insumos, asistencia técnica, financiamiento y, como fuera anunciado en el caso del maíz, la compra directa de la producción a los agricultores a un precio mayor al del mercado.

Por su parte, el desempeño general de la industria manufacturera estará en torno a la tasa de crecimiento de la economía en su conjunto. No obstante, dada la heterogeneidad del sector, su desempeño dependerá de los ajustes que cada rama de actividad realice ante las variaciones en los precios de sus insumos, los que podrían atenuarse en función a los movimientos cambiarios de la moneda nacional.

En lo que respecta al comportamiento de las cuentas externas, se estima que en 2010 el superávit en la cuenta corriente estuvo alrededor de 4% del PIB, a raíz del superávit en la balanza comercial y las remesas de trabajadores recibidas, cuyo nivel sufrió una leve caída en 2009 y 2010 pero se mantuvo elevado en comparación a años anteriores, con una tendencia creciente producto de la parcial recuperación externa. Para 2011 se estima un superávit de alrededor de 3% del PIB, sustentado principalmente en un buen desempeño de las exportaciones de hidrocarburos y minería, en un contexto internacional de altos precios de *commodities*. Este efecto será compensado parcialmente por mayores importaciones asociadas a la inversión en proyectos estratégicos (Cuadro V.3).

En 2011 y en materia de política económica, el BCB mantendrá la orientación contracíclica de su política monetaria, regulando la liquidez y moderando oportunamente eventuales presiones inflacionarias. Por su parte, la política cambiaria continuará orientada a mitigar las presiones inflacionarias externas, profundizar el proceso de bolivianización y moderar las expectativas en el mercado cambiario.

CUADRO V.3: PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS
(Como porcentaje del PIB)

	2005-2007	2008	2009	2010 ^a	2011 ^p
Cuenta corriente	10,0	11,9	4,7	4,0	3,0
Cuenta capital y financiera	1,1	2,3	-2,8	0,7	-1,2
Balance global	11,1	8,6	2,8	4,8	1,8
Exportaciones de bienes	32,2	38,9	28,2	32,1	31,6
Importaciones de bienes	-25,0	-30,3	-25,4	-27,0	-28,4
Inversión Extranjera Directa (neta)	0,7	3,0	2,4	3,0	3,5

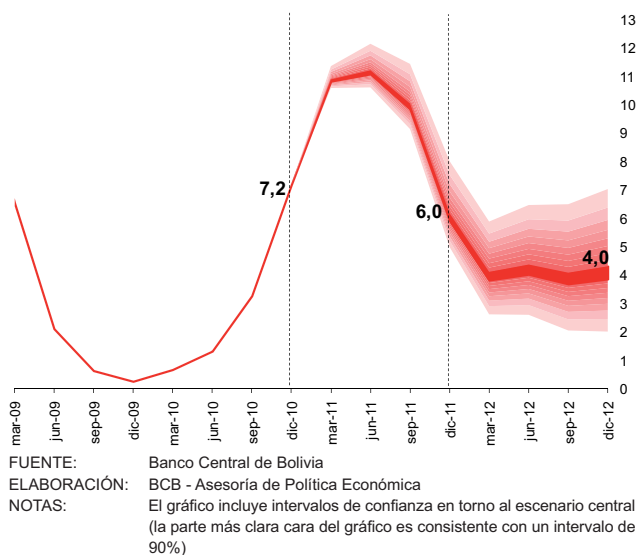
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: (e) estimado
(p) proyectado

V.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

En esta sección se perfila el comportamiento que tendría el nivel de precios a lo largo de las gestiones 2011 y 2012, consistente con la evolución esperada de las variables económicas, tanto del contexto externo como interno, que fue descrito en las secciones precedentes.

Las previsiones sobre la trayectoria que podría tomar la inflación en 2011 muestran un escenario ascendente durante el primer semestre, aunque a un ritmo menor que el observado en la segunda mitad de 2010, para luego ingresar en un período de descenso paulatino y de convergencia hacia la meta de mediano plazo, alrededor de la cual se estabilizaría durante 2012.

GRÁFICO V.4: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación en cuatro trimestres, en porcentaje)



Los elementos que fundamentan la trayectoria mencionada para el bienio 2011-2012, se enmarcan en un ajuste todavía incompleto de los efectos de segunda vuelta de la nivelación transitoria de los precios de los combustibles, una incidencia aún importante de la inflación externa relevante para la economía nacional (aunque menor a la observada en 2010), e importantes flujos de recursos desde el exterior que tendrían influencia sobre la dinámica de la demanda interna. A su vez, se espera una menor exposición del sector agropecuario a eventos meteorológicos adversos con relación a los particularmente extremos que fueron observados en 2010 (Gráfico V.4).

Con base en el marco descrito anteriormente, los análisis cuantitativos y cualitativos realizados por el BCB señalan que a finales de 2011 y 2012 la inflación se situaría en torno a 6% y 4% respectivamente.

V.4 BALANCE DE RIESGOS

El *fan chart* muestra las proyecciones del comportamiento que podría seguir la variación de precios a lo largo de los próximos trimestres. No obstante, con el fin de considerar de modo adecuado el margen de incertidumbre inherente a la evolución futura de la inflación, en esta sección se realiza un balance que toma en cuenta los diferentes riesgos existentes que podrían llevar a que la inflación futura sea mayor o menor respecto al escenario delineado en el acápite precedente.

En ese sentido, el balance de riesgos menciona todos los posibles factores que, de materializarse y evolucionar de un modo distinto a los márgenes previstos por el BCB, podrían llevar a que la inflación sea mayor o menor respecto a los niveles proyectados en el presente IPM,⁵² en cuyo caso el Órgano Ejecutivo y el BCB tomarían las acciones pertinentes para contrarrestarlos.

El balance incorpora riesgos internos y externos hacia el alza y baja en la tasa de inflación. En principio, con relación a los riesgos internos hacia el alza, uno de los principales se vincula a la intensificación de expectativas inflacionarias debido a mayores prácticas especulativas y de ocultamiento. El incremento de los precios de ciertos alimentos por la presencia de *shocks* climatológicos a la oferta agropecuaria con una adversidad mayor a la esperada causados por efectos de La Niña, es otro tipo de riesgo interno al alza.

A su vez, el incremento de los precios internacionales de alimentos, es un riesgo externo que podría generar presiones que sesguen hacia el alza la futura variación de los precios en la economía nacional. En menor medida, permanecen como riesgo las presiones a la apreciación de las monedas de los socios comerciales, las cuales podrían ser mitigadas con intervenciones en el mercado cambiario y con controles a los movimientos de capital.

En contraste, entre los factores internos que implicarían una inflación menor a la proyectada y que podrían contrarrestar los riesgos al alza, se puede considerar a la mayor oferta de productos agropecuarios estratégicos en virtud a políticas gubernamentales de subsidio y apoyo a la producción, junto a medidas orientadas al control del contrabando y ocultamiento de los productos. Además está la posibilidad de una negociación de precios administrados por parte del Órgano Ejecutivo que evite ajustes desmedidos, todos estos factores podrían traducirse en una reversión de los incrementos de precios a un ritmo más acelerado de lo esperado.

⁵² Mayores detalles acerca de la naturaleza y utilidad de los balances de riesgos se presentan en el Recuadro V.1.

Al cierre del presente IPM, el análisis cualitativo indica que los anteriores riesgos están sesgados hacia el alza y que son mayores que los señalados en julio de 2010. En virtud a lo anterior, se prevé que la inflación se encuentre en un rango comprendido entre 5% y 8% y, en lo que concierne a 2012, en un intervalo entre 2% y 7%.

Es importante señalar que el Órgano Ejecutivo y el BCB evalúan de forma constante el balance de riesgos asociado a la variación de los precios y hacen un continuo seguimiento a la evolución de esta variable, en especial a los indicadores de tendencia inflacionaria, como la inflación núcleo, de cuya evaluación se desprenden las medidas más apropiadas para controlar la inflación y mitigar las eventuales alzas temporales de precios.

Durante el presente bienio y empleando de forma adecuada los instrumentos de política que dispone, el BCB orientará sus esfuerzos a cumplir con el objetivo señalado en la Constitución Política del Estado de "...mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda", teniendo presente que esta misión tiene como fin último "contribuir al desarrollo económico y social" del E. P. de Bolivia.

RECUADRO V.1

CARÁCTER Y NATURALEZA DEL BALANCE DE RIESGOS

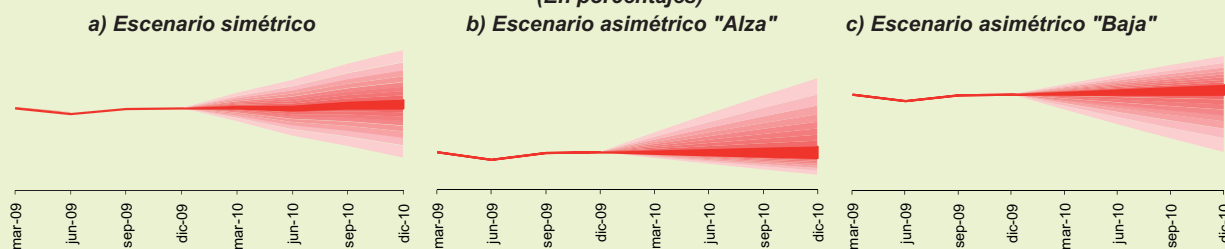
Según la Real Academia de la Lengua española, la palabra "riesgo" significa "contingencia o proximidad de un daño." En el léxico económico, el concepto de riesgo se relaciona con la posibilidad de ocurrencia de un evento, la cual puede ser cuantificada en términos de la probabilidad de que el evento tenga lugar. La presencia de un riesgo está inherentemente relacionada con un margen de incertidumbre acerca de la eventual presencia del evento que pueda afectar el comportamiento de una variable económica, como la inflación o el producto.

Las decisiones de política monetaria, así como la mayoría de las decisiones económicas, se sustentan en evaluaciones formuladas en un entorno de incertidumbre, en el que se emplean proyecciones de la evolución futura de las variables macroeconómicas. En este contexto, la importancia de realizar un análisis de riesgos y su respectivo balance reside en que todo ejercicio de proyección está sujeto a diferentes grados de incertidumbre y, en la medida que los distintos tipos de riesgos que impliquen la evolución de la variable fuera de los márgenes proyectados puedan ser anticipados, los formuladores de políticas pueden diseñar acciones concretas para mitigarlos o minimizar sus impactos.

Como es práctica usual en los bancos centrales y organismos internacionales, el BCB evalúa periódicamente los factores que podrían desviar la tasa de inflación respecto de sus proyecciones de corto plazo y de la meta de mediano plazo (4%). De forma posterior a las evaluaciones, los riesgos detectados son ponderados y clasificados según el peso relativo de cada uno de ellos (balance). Posteriormente, son incluidos en el gráfico denominado *fan chart*, usualmente empleado para presentar las proyecciones y que tiene la propiedad de mostrar los rangos entre los cuales se estima podría situarse una determinada variable económica en el futuro, denotando los niveles de probabilidad asociados a cada uno de los rangos.

Si todos los riesgos hacia el alza y baja están igualmente ponderados, el *fan chart* será simétrico y las previsiones estarán centradas en torno a la tasa proyectada (la senda más oscura del *fan chart*). Empero, si existen consideraciones cuyas ponderaciones se concentran hacia el alza (la baja), la gráfica del *fan chart* mostrará cierta asimetría por encima (por debajo) del escenario más probable (la línea más oscura; Gráfico V.5). No obstante, en cualquiera de los tres casos mencionados la proyección más probable continúa siendo la misma. La diferencia principal es que los dos escenarios asimétricos muestran la posibilidad de que exista una mayor cantidad de riesgos de que la variable sea más alta (Gráfico V.5b) o bien más baja (Gráfico V.5c).⁵³

GRÁFICO V.5: ASIMETRÍAS EN LAS PREVISIONES DE RIESGOS^{1/}
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Los gráficos anteriores tienen un fin educativo y muestran escenarios hipotéticos.⁵⁴

⁵³ Los aspectos conceptuales inherentes a la construcción del fan chart pueden encontrarse en Britton, Fisher y Whitley (1998) "The inflation report projections: understanding the fan chart." En *Quarterly Bulletin of Bank of England*, febrero; mientras que los aspectos metodológicos se encuentran en Vega, M. (2003) "Reportando la distribución de la proyección de inflación." En *Estudios Económicos*, N° 10, Banco Central de Reserva del Perú.

⁵⁴ Los fan chart de ejemplo y los que se incluyen en el IPM fueron construidos utilizando el programa elaborado por Julio, J. (2006), "The fan chart: the technical details of the new implementation." En *Borradores de Economía*, N°468, Banco de la República de Colombia.

Cabe enfatizar que este enfoque no implica que los riesgos considerados se materialicen necesariamente o tengan una ocurrencia inminente. Por el contrario, la elaboración del balance de riesgos es una manera por la cual, del modo más prudente posible, la autoridad económica reconoce anticipadamente los riesgos que podrían afectar el curso futuro de una variable, como es el caso de la inflación. Esto implica, a su vez, que se tienen previstas también las acciones para evitar que estos riesgos se materialicen o para mitigar sus efectos. Esto constituye un cambio cualitativo importante en el diseño de la política económica. Como se mencionó anteriormente, la formulación de balances de riesgos es práctica corriente al momento de formular los lineamientos de política macroeconómica; varios bancos centrales incorporan y difunden estos riesgos en publicaciones que están a disposición del público en general.

Abreviaturas y siglas de uso frecuente en esta publicación

ABT	Autoridad de Fiscalización y Control Social de Bosques y Tierras
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ASIA-4	Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia
ASOBAN	Asociación de Bancos Privados de Bolivia
BBI	Barriles
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BEA	Oficina de Análisis Económico de los EE.UU. (<i>Bureau of Economic Analysis</i>)
Bs	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
CAP	Coeficiente de Adecuación Patrimonial
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CE	Comisión Europea
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y El Caribe
CF	Consensus Forecast
CIF	Costos, Seguros y Fletes (<i>Cost, Insurance and Freight</i>)
CIN	Crédito Interno Neto
CIN-SPNF	Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
COMIBOL	Corporación Minera de Bolivia
CPE	Constitución Política del Estado
d/c	Del cual
DEG	Derechos Especiales de Giro
DPF	Depósito a Plazo Fijo
D.S.	Decreto Supremo
e	Estimado
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EE.UU.	Estados Unidos
EFNB	Entidades Financieras No Bancarias
EH	Enfermedad Holandesa
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
ENARSA	Energía Argentina Sociedad Anónima
E.P. de Bolivia	Estado Plurinacional de Bolivia
EU-5	Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España
EURO (€)	Unidad monetaria de la Zona Euro
FAO	Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (<i>Food and Agriculture Organization</i>)

FBKF	Formación Bruta de Capital Fijo
FED	Sistema de la Reserva Federal de EE.UU. (<i>Federal Reserve Bank</i>)
FFP	Fondos Financieros Privados
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOB	Puesto a Bordo (<i>Free On Board</i>)
FOMC	Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de EE.UU. (<i>Federal Open Market Committee</i>)
G-7	Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido
GSA	Hace referencia al contrato firmado con PRETROLEO BRASILEIRO S.A. (PETROBRAS)
Has.	Hectáreas
HIPC	Países en Vías de Desarrollo Altamente Endeudados (<i>Heavily Indebted Poor Countries</i>)
IBGE	Instituto Brasileño de Geografía y Estadísticas
ICC	Índice del Costo de la Construcción
ICC-C	Índice del Costo de la Construcción del Cemento, Cal, Ladrillo, Pintura y Servicio de Albañilería
INE	Instituto Nacional de Estadística
IP	Índice de Precios
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPC-A	Índice de Precios al Consumidor de Alimentos
IPC-Agro	Índice de Precios al Consumidor de Productos Agropecuarios
IPC-C	Índice de Precios al Consumidor de Productos del Sector de Construcción IPC-I
	Índice de Precios al Consumidor de Artículos Importados
IPC-MC	Índice de Precios al Consumidor de la Mano de obra Calificada
IPC-MNC	Índice de Precios al Consumidor de la Mano de obra No Calificada
IPC-N	Núcleo Inflacionario
IPC-REM	Índice de Precios al Consumidor de todas las Actividades Remuneradas
IPC-S	Índice de Precios al Consumidor Subyacente
IPC-SA	Índice de Precios al Consumidor Sin Alimentos
IPE	Índice de Precios Externos
IPE-STC	Índice de Precios Externos sin considerar variaciones de los tipos de cambio
IPM	Informe de Política Monetaria
IPPBX	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (Considera cotizaciones internacionales excepto para el gas natural)
IPPBX s/c	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación sin hidrocarburos
IPPIM	Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero
ISM	Instituto para la Administración de la Oferta en EE.UU. (<i>Institute of Supply Management</i>)
ITCER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
LB	Libra
LF	Libra Fina
LT	Letras del Tesoro
M1	Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV
M'1	Agregado monetario conformado por: M1 + Depósitos a la vista en ME y MVDOL
M2	Agregado monetario conformado por: M1 + Caja de Ahorros en MN y UFV
M'2	Agregado monetario conformado por: M2 + Caja de Ahorros en ME y MVDOL
M3	Agregado monetario conformado por: M2 + Depósitos a Plazo y Otros depósitos, en MN y UFV
M'3	Agregado monetario conformado por: M3 + Depósitos a Plazo y Otros, en ME y MVDOL

M"3	Incluye M'3 y una estimación del circulante en moneda extranjera
MDRyT	Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
MMBbl/m	Millones de barriles mes
MMBTU	Millones de BTU (<i>Millions of British Thermal Units</i>)
MMm3/d	Millones de metros cúbicos por día
MN	Moneda Nacional
MPC	Millones de Pies Cúbicos
MVDOL	Moneda nacional con mantenimiento de valor respecto al dólar estadounidense
n.d.	No disponible
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OMLP	Obligaciones de Mediano y Largo Plazo
OTF	Onza Troy Fina
p	Proyectado o Preliminar, según sea el caso específico
pb	Puntos Básicos o Puntos Base
PF	Depósitos a Plazo Fijo
PIB	Producto Interno Bruto
PND	Plan Nacional de Desarrollo
pp	Puntos Porcentuales
QE2	Programa de Flexibilización Cuantitativa (<i>Quantitative Easing</i>) del FED
RAL	Requerimiento de Activos Líquidos
RB	Reservas Brutas
R.B. Venezuela	República Bolivariana de Venezuela
R.D.	Resolución de Directorio
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROE	Rentabilidad sobre patrimonio (<i>Return On Equity</i>)
SENAMHI	Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología
SPNF	Sector Público No Financiero
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
T	Depósitos transaccionales (vista y caja de ahorro)
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TGN	Tesoro General de la Nación
TM	Toneladas Métricas
TRe	Tasa de Referencia
\$us	Dólares estadounidenses
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
Yuan	Unidad monetaria de la República Popular China



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