



PRIMER REPORTE 2009

Reporte de inflación

Banco Central de Bolivia



REPORTE *de*
INFLACIÓN
PRIMER REPORTE 2009

Banco Central de Bolivia

Índice

PRESENTACIÓN	5
RESUMEN	7
I. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	9
I.1 Contexto y evolución reciente de la inflación	9
I.2 Inflación por divisiones del IPC	12
I.3 Inflación por ciudades	14
Recuadro I.1: Precios de bienes y servicios regulados e inflación	15
II. EVALUACIÓN DEL BALANCE DE RIESGOS Y SUPUESTOS DE LA INFLACIÓN PROYECTADA EN EL IPM DE ENERO DE 2009	17
II.1 La inflación observada respecto al nivel previsto en enero de 2009	17
II.2 Evaluación del balance de riesgos de la inflación proyectada en el IPM de enero de 2009	20
II.2.1 Riesgos a la baja	20
II.2.2 Riesgos hacia el alza	22
III. LAS POLÍTICAS DEL BCB EN EL PRIMER CUATRIMESTRE DE 2009	25
III.1 Política monetaria	25
III.2 Política cambiaria	30
III.3 Otras políticas	32
IV. LA INFLACIÓN IMPORTADA COMO UN DETERMINANTE DE LA INFLACIÓN BOLIVIANA	35
IV.1 La transmisión de la inflación importada a la inflación nacional	35
IV.2 La inflación internacional relevante para Bolivia y sus repercusiones en la inflación boliviana en los últimos años	37
Recuadro VI.1: Los canales de transmisión de la inflación importada	42

Presentación

En el marco de la nueva Constitución Política del Estado, promulgada en febrero del presente año, y la Ley N° 1670 del Banco Central de Bolivia (BCB), el Ente Emisor realiza la rendición de cuentas a la sociedad a través de la publicación de la *Memoria Anual*.

A partir de 2006 con el fin de ofrecer mayores mecanismos de control social, el BCB publica semestralmente en enero y julio el *Informe de Política Monetaria* (IPM), que ha adquirido cada vez mayor importancia porque explica los determinantes de la evolución reciente de la inflación y sus perspectivas en el bienio en curso.

Entre cada IPM, desde octubre de 2007, el BCB también publica semestralmente el *Reporte de Inflación*, con los objetivos de comparar la evolución de los precios con la prevista en el IPM anterior y analizar un tópico económico de relevancia en la coyuntura. En el presente número, el tópico especial es el efecto de la inflación importada en la inflación boliviana.

El presente documento cambió su estructura respecto a los *Reportes* previos. Luego del capítulo inicial de descripción de la evolución de la inflación en el primer cuatrimestre de 2009; se incluye un capítulo donde se

revisan las coincidencias y discrepancias entre los supuestos y riesgos esbozados en el IPM de enero del presente año con el escenario efectivamente observado, con la finalidad de evaluar si el balance de riesgos se inclina a la baja o hacia el alza. Posteriormente, se presentan las acciones de política del BCB en el período de referencia y, finalmente, se aborda el tópico especial señalado.

El principal mensaje del presente *Reporte* es que la inflación nacional ha descendido sustancialmente debido a la caída de la inflación importada y a los efectos de las políticas aplicadas por el BCB y el Gobierno. El balance de riesgos se encuentra sesgado hacia abajo, por el descenso más pronunciado de la inflación importada, y es probable que la inflación continúe en una trayectoria por debajo del nivel central previsto en enero de 2009 (8%) y cierre la gestión alrededor del límite inferior del rango esperado. Este descenso da mayor margen para que las políticas económicas sigan orientándose a mitigar los efectos de la crisis internacional en el sector real de la economía.

El presente Reporte fue aprobado en sesión ordinaria del Directorio del BCB del 5 de mayo de 2009.

La Paz, mayo de 2009.

Resumen

En el primer cuatrimestre de 2009, la variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue negativa (-0,6%) y por debajo del nivel proyectado en el *Informe de Política Monetaria* de enero del presente año. Hasta abril de 2009 la tasa de inflación anual registró una sustancial disminución ubicándose en 5,3%, es decir 6,5pp por debajo del cierre de 2008 (11,8%), constituyéndose en la mayor caída en un cuatrimestre desde 1972. Las medidas de inflación núcleo e inflación subyacente se encuentran por debajo de 5%. Se destaca la reducción en los precios de la división de alimentos de la canasta del IPC durante 2009, en tanto que en la mayoría de las restantes divisiones los precios aumentaron levemente. Las perspectivas indican que la reducción de las presiones inflacionarias continuará y que la inflación al cierre de 2009 estaría por debajo de la proyección central prevista en el IPM de enero de 2009 (8%) y alrededor del límite inferior del rango esperado.

La evaluación de las políticas y del balance de riesgos previstos para la inflación proyectada en el IPM de enero, señala que los efectos de las medidas de política adoptadas desde 2007 para controlar las presiones inflacionarias, la crisis económica internacional que se reflejó en menores presiones de inflación importada, la reducción de las expectativas inflacionarias y la recuperación de la oferta de alimentos son los principales factores que coadyuvaron a la reducción de la inflación anual en el primer cuatrimestre de 2009. Los riesgos a la baja relacionados con el entorno externo se concretaron, mientras que no se evidenció la concreción de los riesgos hacia el alza, por lo que el balance de riesgos se inclinó a la baja.

Las políticas del BCB, en coordinación con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), cambiaron de orientación a partir del último trimestre de 2008 y continuaron en esa misma línea en el primer cuatrimestre de este año con el objetivo de mitigar los efectos de la crisis financiera internacional. En efecto, se registraron redenciones netas de títulos públicos y las tasas del mercado monetario descendieron. Por su parte, la paridad cambiaria continuó estable en un entorno externo de marcada volatilidad, contribuyendo a consolidar el descenso de la inflación y mantener la monetización de la economía. Adicionalmente, el BCB en coordinación con la autoridad de supervisión del sistema financiero, promovió medidas para fortalecer la estabilidad del sistema financiero.

Finalmente, se analiza la relación entre la inflación internacional y nacional, destacando que la inflación boliviana fue afectada de manera importante por la inflación externa relevante para Bolivia. Ésta se compone de la inflación de los socios comerciales, de sus movimientos cambiarios y también de la evolución del tipo de cambio en Bolivia. En el caso de la primera, aumentó desde 2007 por el dinamismo de la economía mundial y restricciones de oferta en alimentos y combustibles, para luego descender abruptamente debido a la recesión global. Con relación a los movimientos cambiarios, principalmente en los socios comerciales, la depreciación del dólar - debido a los desequilibrios comerciales y fiscales en EE.UU. - generó mayor inflación en Bolivia, pero al igual que en el caso previo, se revirtió desde finales de 2008, contribuyendo a bajar la inflación nacional. Por su parte, la política cambiaria en los últimos dos años fue un factor que contribuyó a moderar la inflación en Bolivia, frente a los movimientos cambiarios y al alza de la inflación de sus socios comerciales.

En resumen, velando por el descenso de la inflación a niveles normales con el fin de contribuir al desarrollo económico y social del país, el BCB mantendrá la orientación contracíclica y la prudencia de sus políticas

apuntalando la demanda agregada a objeto de moderar los efectos de la crisis internacional en el sector real de la economía.

I. Comportamiento reciente de la inflación

La variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el primer cuatrimestre de 2009 fue -0,6%, la mayor caída en un cuatrimestre desde 1972. Por esta razón, a abril de 2009 la tasa de inflación anual registró una sustancial disminución ubicándose en 5,3%. Las medidas de inflación relevante para la política monetaria también disminuyeron y en abril de 2009 fueron menores al 5%. Gran parte de este descenso se debe a las medidas aplicadas tanto por el BCB, como por el Gobierno y a las menores presiones de inflación externa producto de la acentuación de la crisis económica internacional. Las perspectivas indican que la reducción de las presiones inflacionarias continuará en todo el 2009.

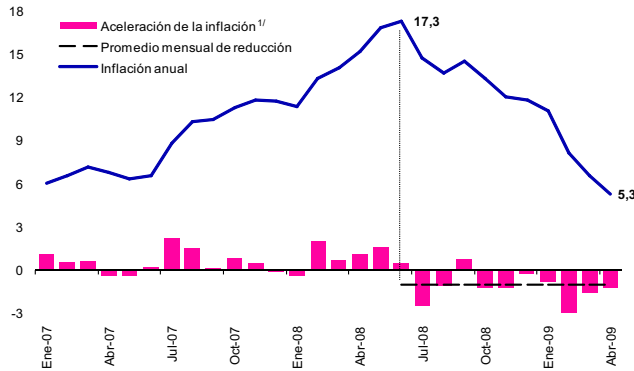
I.1 CONTEXTO Y EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

El contexto inflacionario por el que atravesaba la economía boliviana hasta mediados de 2008 se revirtió y lo ha hecho en forma más acelerada durante los cuatro primeros meses de 2009.

Hasta junio de 2008 el IPC exhibió un fuerte crecimiento anual (17,3%), pero a partir de julio del mismo año, el incremento de los precios comenzó a ceder anotando en los meses siguientes importantes caídas que se tradujeron en una inflación de 11,8% al cierre de 2008. Esta tendencia continuó en 2009 de manera más pronunciada que la prevista en el IPM de enero de este año, ya que en los últimos tres meses del primer cuatrimestre la variación mensual del IPC registró cifras negativas. En términos acumulados el descenso de los precios al mes de abril fue de -0,6%.

La disminución de la inflación fue producto de las políticas económicas aplicadas por el BCB desde 2007 junto con las medidas del Gobierno, las menores presiones inflacionarias externas producto de la crisis económica internacional que se manifestó desde mediados de 2008, la reducción de las expectativas inflacionarias y la recuperación de la oferta de alimentos.

GRÁFICO I.1: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL
(En porcentajes)

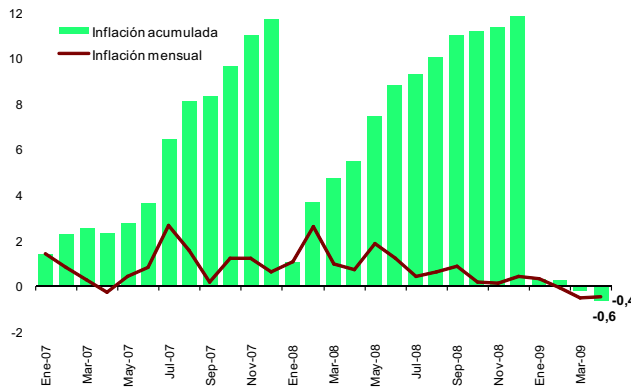


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Se calcula como la diferencia entre la inflación anual en el mes de referencia menos la inflación anual en el mes previo

Evolución de la Inflación

Durante el primer cuatrimestre de 2009, la variación anual del IPC acentuó la tendencia hacia la baja iniciada en el segundo semestre de 2008, hasta alcanzar 5,3% en el mes de abril, registrándose una caída de 6,5 puntos porcentuales (pp) desde diciembre de 2008 y cerca de 12pp desde su nivel máximo de 17,3% alcanzado en junio del mismo año. En promedio, a partir de ese mes la tasa de inflación anual cayó en algo más de 1pp por mes (Gráfico I.1).

GRÁFICO I.2: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MENSUAL Y ACUMULADA
(En porcentajes)



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

Durante el mes de enero los precios registraron un incremento de 0,4%, con una variación en doce meses aún por encima de la meta prevista, pero con una clara tendencia decreciente. En febrero, después de más de 18 meses de mostrar cifras anualizadas de dos dígitos, la inflación anual retornó a un dígito, registrando una variación de 8,1%. En ese mismo mes, la variación mensual presentó la primera cifra negativa (-0,1%) desde abril de 2007. En los meses de marzo y abril nuevamente las variaciones del IPC fueron negativas en -0,5% y -0,4%, respectivamente, las más bajas desde 2003. De este modo, la variación acumulada hasta abril alcanzó una cifra negativa de -0,6% (Gráfico I.2), el nivel más bajo desde 1972.

La reducción de la tasa de inflación se explica en gran medida por la caída en los precios de los alimentos. Desde junio de 2008 hasta abril de 2009 el IPC-A, que mide la evolución de los precios de los alimentos y bebidas consumidas dentro y fuera del hogar, mostró una caída de más de 24pp en su tasa anual de variación, situándose en el mes de marzo en un dígito (9,7%) por primera vez desde julio de 2007, en abril esta tendencia decreciente continuó y la tasa anual fue de 7,5%. Por tanto, el IPC promedio de los alimentos registró disminuciones durante los primeros cuatro meses de 2009, corrigiendo parcialmente el significativo aumento que se observó principalmente en el primer semestre de 2008.

Por otra parte, la variación en el indicador IPC-SA, que mide la evolución de la inflación de los artículos que no son alimentos, y que se mantuvo estable durante el período de aceleración de precios (2007-2008), mostró en los últimos meses una leve tendencia hacia la baja (Gráfico I.3).¹

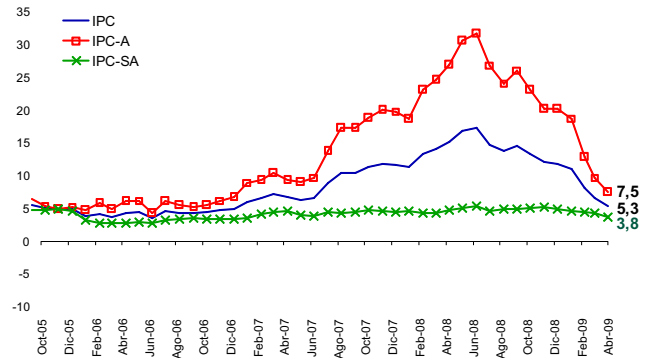
Las mediciones de la inflación relevante para la política monetaria (núcleo y subyacente) también mostraron importantes disminuciones, observándose una tendencia a la convergencia de la inflación total con estos indicadores. La inflación subyacente (IPC-S) excluye mensualmente del IPC total a los diez productos más volátiles y a los que son clasificados como artículos estacionales en el mes. La inflación núcleo (IPC-N) excluye mensualmente del IPC total los productos perecederos, regulados e indexados y los relacionados con el transporte público.

La inflación subyacente terminó el cuatrimestre con una variación anual de 3,8%, representando una caída de 5,5pp desde diciembre de 2008 (9,3%), mientras que el núcleo inflacionario se ubicó en 4,6%, cayendo 4,5pp en similar período (Gráfico I.4).² Se debe destacar que estos niveles son similares a los registrados en años previos al alza de la inflación de 2007 y que a partir del mes de enero el IPC-S se ubicó por debajo del IPC-N, mostrando una cifra menor en 0,8pp, debido a que es un indicador más sensible.

La caída en el núcleo inflacionario se explica por la moderación de los precios de alimentos que forman parte de este indicador, cuya variación anual se redujo en 9,5pp desde diciembre de 2008. Del mismo modo, aunque en menor medida, el resto de bienes y servicios no alimenticios mostró una reducción de 2,6pp con relación al cierre de la gestión pasada (Cuadro I.1).

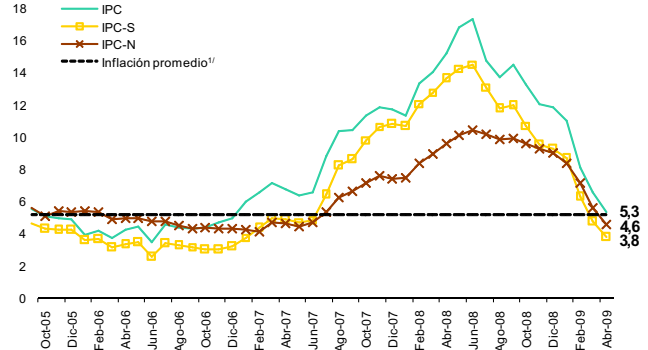
La inflación no núcleo, que agrupa a un conjunto de bienes con precios volátiles y susceptibles a choques específicos o que se encuentran regulados, registró una reducción desde 14,2% en diciembre de 2008 hasta 6,0% en abril de 2009. Al interior de este indicador, los alimentos terminaron en el primer cuatrimestre de 2009 con una variación de 7,9%. Los precios de los productos regulados presentaron una menor tasa de variación (Recuadro I.1).

GRÁFICO I.3: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN CON Y SIN ALIMENTOS
(Variación anual, en porcentajes)



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

GRÁFICO I.4: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN, SUBYACENTE Y NÚCLEO
(Variación anual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Promedio de la inflación anual de los últimos diez años

CUADRO I.1: INFLACIÓN NÚCLEO POR COMPONENTES
(Variación anual, en porcentajes)

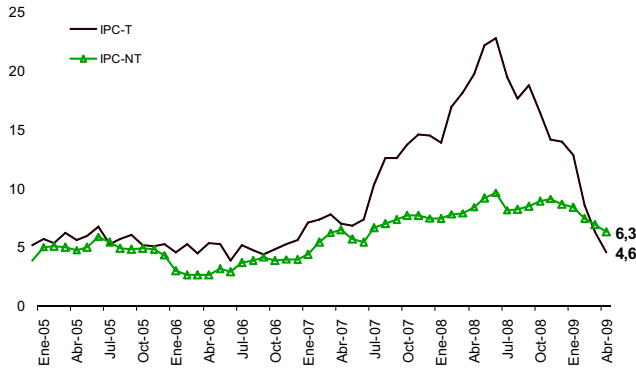
	Abr-08	Ago-08	Dic-08	Abr-09
Núcleo	9,64	9,85	9,06	4,55
Alimentos	16,81	15,50	12,44	2,96
No alimentos	6,78	7,71	7,61	5,02
Bienes	7,00	8,21	7,14	4,09
Servicios	6,36	6,75	8,56	6,86
Fuera del Núcleo^{1/}	19,77	16,96	14,24	6,04
Alimentos	34,24	29,85	23,20	7,92
Perecederos	31,52	26,68	22,42	8,36
No Perecederos	59,02	57,87	29,62	4,35
Transporte	-0,86	-2,22	-1,44	1,48
Regulados	6,46	4,92	7,40	6,25
Combustibles	0,00	0,00	0,00	0,00
Inflación total	15,22	13,73	11,85	5,78

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} La inflación no núcleo se calcula sobre la base de productos y servicios excluidos en la estimación de la inflación núcleo

¹ Tanto el IPC-A como el IPC-SA son indicadores construidos por el BCB en base al IPC calculado por el INE.

² En el IPC-S y en el IPC-N permanecen el 95% y 77% de los artículos de la canasta, respectivamente.

GRÁFICO I.5: INFLACIÓN DE PRODUCTOS TRANSABLES Y NO TRANSABLES
(Variación anual, en porcentajes)



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

CUADRO I.2: VARIACION DE PRECIOS POR DIVISIONES
(En porcentajes)

Categoría	Variación porcentual con relación al mes anterior							Variación anual a abril
	Oct-08	Nov-08	Dic-08	Ene-09	Feb-09	Mar-09	Abr-09	
IPC Total	0,18	0,13	0,43	0,36	-0,07	-0,49	-0,43	5,32
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	-0,46	-0,67	0,39	0,38	-0,91	-1,89	-1,71	4,65
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	1,57	1,87	1,03	0,94	1,04	2,15	0,55	16,62
Prendas de Vestir y Calzados	0,25	0,09	0,71	0,31	0,03	-0,31	0,05	3,97
Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	0,10	0,31	0,32	0,14	0,16	0,26	0,25	2,37
Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	0,69	1,32	0,68	-0,38	0,25	-0,43	0,10	8,33
Salud	1,62	0,90	0,98	-0,08	0,75	0,34	0,33	7,43
Transporte	-0,04	0,68	0,46	-0,01	-0,04	-0,24	0,28	1,48
Comunicaciones	0,01	-0,38	-0,39	0,13	-0,02	-0,10	-0,03	-2,58
Recreación y Cultura	-0,14	0,19	0,26	0,28	0,27	-0,19	-0,39	0,34
Educación	-0,02	0,04	0,02	3,21	1,17	1,08	0,04	6,19
Restaurantes y Hoteles	1,30	0,57	0,68	0,52	0,45	0,39	0,08	13,57
Bienes y Servicios Diversos	0,61	0,33	0,18	0,23	0,31	0,17	0,03	8,01

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

El costo de transporte registró una variación anual positiva de 1,5% durante el primer cuatrimestre del año. En este rubro, incidió el incremento en el precio del transporte público en las ciudades de Tarija y Potosí.³ Con relación a los bienes regulados, su variación obedece al incremento de las pensiones escolares en el inicio del año escolar 2009. Por último, en el ítem de combustibles no se registró variación alguna, puesto que continuó la subvención del gobierno.

Por otra parte, el indicador de inflación de productos transables (IPC-T) cayó por debajo del indicador de no transables (IPC-NT) después de tres años y medio (julio de 2005). La evolución del IPC-T refleja la incidencia que tuvo el incremento de precios de los alimentos a nivel internacional desde finales de 2006 hasta junio de 2008; una vez que se revirtió este comportamiento se redujo la diferencia entre las inflaciones anuales del IPC-NT e IPC-T (Gráfico I.5).⁴

Además, y tal como se detallará en el Capítulo III, la caída en las cotizaciones internacionales de los precios de los alimentos sumadas a las depreciaciones de las monedas de nuestros principales socios comerciales se tradujeron en una reducción de las presiones inflacionarias externas.

I.2 INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC⁵

En el primer cuatrimestre de 2009 se produjo una reducción importante de precios en varias de las doce divisiones que conforman el IPC (Cuadro I.2).

³ Si bien estos incrementos ocurrieron en 2008, se ven reflejados en la tasa anual de inflación que mide la variación de precios entre abril de 2008 y abril de 2009.

⁴ El IPC-T mide la evolución de aquellos artículos dentro del IPC que son transables y/o susceptibles de ser transados a nivel internacional. En el período de alta inflación (2007-2008) los precios internacionales de los *commodities* registraron elevadas variaciones que afectaron el comportamiento del IPC-T. Sin embargo, luego de la irrupción de la crisis global los precios de las materias primas cayeron de manera significativa.

⁵ Con la implementación de la nueva base de cálculo del IPC, los antiguos "capítulos" pasan a denominarse "divisiones" para cumplir con las prácticas y estándares internacionales que demandan la utilización de una nomenclatura uniforme entre los países, lo que facilita la comparación de sus respectivas estadísticas.

Por ejemplo, la división de alimentos y bebidas, que posee la mayor ponderación entre todas las divisiones,⁶ experimentó una reducción significativa en su incidencia en la inflación anual, pasando de un máximo de 15% en junio del año pasado a tan sólo 3,6% en abril de la presente gestión (Gráfico I.6).

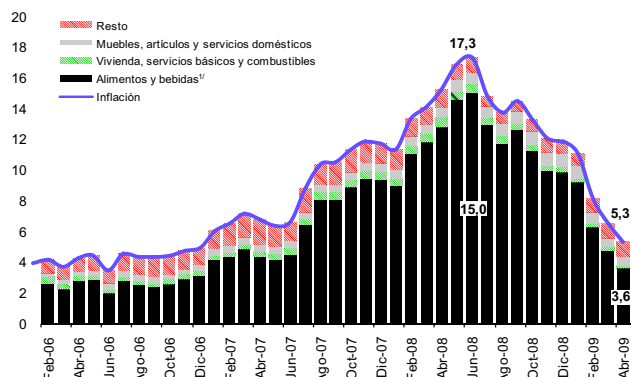
La acelerada reducción en la variación de precios correspondiente a la división de alimentos y bebidas, se debe a la mayor oferta de productos agropecuarios en los mercados, como resultado de las mejores condiciones climáticas experimentadas en el último año y de las políticas del Gobierno que tuvieron por objeto impulsar al sector productivo nacional. De hecho, la producción agrícola experimentó un crecimiento en 2008 de 2,6% en contraposición con la tasa negativa registrada en 2007 (-0,51%).

Adicionalmente, la caída de los precios internacionales provocó la disminución del precio de varios artículos alimenticios importados y la de insumos que son utilizados en la producción de alimentos a nivel nacional, tal es el caso del precio de la harina de trigo entre otros.

En lo referente a los productos más inflacionarios, es importante destacar el cambio de tendencia que se produjo entre el último cuatrimestre de 2008 y el primero de 2009. Por ejemplo, en los últimos cuatro meses del año pasado, 8 de los 10 productos con mayor incidencia inflacionaria fueron alimentos y bebidas; mientras que, en el primer cuatrimestre de 2009, sólo cinco de los artículos más inflacionarios correspondían a esta división (Cuadro I.3).

En el mismo cuadro, se puede apreciar que cuatro de los diez artículos más inflacionarios del primer cuatrimestre correspondieron a la división de educación, ya que durante los meses de febrero y marzo se inicia el período académico en la mayor parte del país y es precisamente en esta época en la que se producen ajustes en las matrículas educativas y también alzas de precios del material escolar, lo más probable es que en los siguientes meses estos productos queden fuera de la lista de artículos con mayor incidencia inflacionaria.

GRÁFICO I.6: INCIDENCIAS DEL IPC POR DIVISIONES
(Variación anual, en puntos porcentuales)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ¹ Agrupa las siguientes divisiones: alimentos y bebidas no alcohólicas, bebidas alcohólicas y tabaco, y restaurantes y hoteles

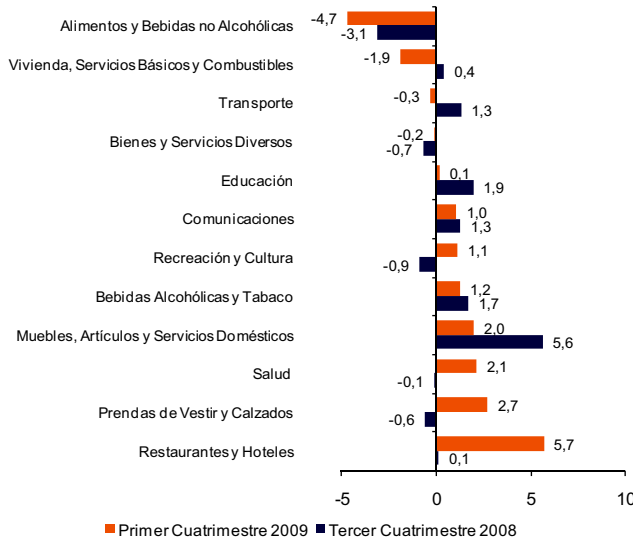
CUADRO I.3: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA CON MAYOR INCIDENCIA EN LA INFLACIÓN CUATRIMESTRAL
(Incidencias, en puntos porcentuales)

Artículos con mayor incidencia	Sep-08 a Dic-08	Ene-09 a Abr-09
Servicio de transporte en microbús/bus	0,06	
Empleada doméstica	0,14	
Almuerzo	0,27	
Carne de res con hueso	0,18	
Papa	0,13	0,03
Plato especial	0,08	
Cena	0,08	
Carne de res sin hueso	0,07	
Zanahoria	0,06	
Helados	0,05	
Cebolla entera		0,05
Tomate		0,14
Arveja		0,04
Cerveza		0,04
Educación primaria		0,08
Educación superior universitaria		0,06
Educación secundaria		0,06
Material escolar		0,04
Alquiler de la vivienda		0,05
I. Incidencia de los 10 artículos más inflacionarios	1,11	0,58
1.1. De los cuales alimentos y bebidas	0,92	0,30
Participación de los alimentos en los más inflacionarios (I.1/I)	82%	51%

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

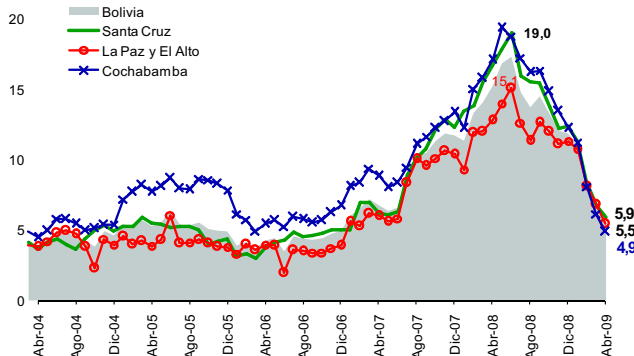
⁶ Se debe destacar que la ponderación de la división de alimentos en Bolivia es 39,3%, por lo que las variaciones en este rubro tienen una fuerte incidencia sobre la tasa de variación del IPC.

GRÁFICO I.7: VARIACIÓN DEL IPC POR DIVISIONES
(Variación cuatrimestral, en porcentajes)



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

GRÁFICO I.8: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN POR CIUDADES^{1/}
(Variación anual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} La nueva metodología de cálculo del IPC en 2008, amplió la cobertura geográfica del indicador a las nueve ciudades capitales del país. Lamentablemente, aún no se cuenta con información histórica suficiente de las nuevas ciudades incluidas en el IPC para construir la serie

CUADRO I.4: INCIDENCIAS DEL IPC POR CIUDADES
(Incidencias, en puntos porcentuales)

	Ene-09 (%)	Feb-09 (%)	Mar-09 (%)	Abr-09 (%)
Inflación mensual (I+II)	0,36	-0,07	-0,49	-0,43
La Paz	0,04	0,04	-0,17	-0,19
Santa Cruz	0,17	-0,07	-0,11	-0,04
Cochabamba	0,08	0,00	-0,12	-0,10
I. Incidencia eje central	0,30	83 -0,03	40 -0,40	81 -0,33
Oruro	0,02	-0,01	-0,02	-0,02
Sucre	0,03	0,00	-0,03	-0,04
Trinidad	0,02	-0,01	-0,01	-0,01
Potosí	0,00	-0,01	-0,02	-0,02
Tarija	0,02	0,00	-0,01	-0,01
Cobija	-0,01	-0,01	0,00	0,00
II. Incidencia resto ciudades	0,06	17 -0,04	60 -0,09	19 -0,10

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

Se aprecian comportamientos heterogéneos en los precios por grandes divisiones de la canasta del IPC. Destaca la disminución de precios de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, que es el de mayor ponderación en la canasta (Gráfico I.7). Otro hecho que merece ser enfatizado es el incremento de precios en la división de restaurantes y hoteles durante este primer cuatrimestre (5,7%) que se explica por el ajuste de precios en el almuerzo en los lugares de expendio de comidas. Si bien los precios de alimentos experimentaron importantes reducciones en los últimos meses, los restaurantes incrementaron sus precios en los primeros meses del año.

I.3 INFLACIÓN POR CIUDADES⁷

En el eje central del país, las ciudades de La Paz (5,5%), Santa Cruz (5,9%) y Cochabamba (4,9%) registraron una disminución considerable en sus tasas de inflación a doce meses entre diciembre de 2008 y abril de 2009. Las tasas a finales del año pasado se encontraban entorno a 12%, mientras que, en abril de este año se ubicaron alrededor del 5%. Otra característica sobresaliente de este comportamiento es la convergencia de las tasas de variación de las tres ciudades a partir del mes de febrero, en contraposición a lo observado con anterioridad. En periodos pasados, la tasa de Cochabamba se encontraba generalmente por encima de la nacional, la de La Paz estaba por debajo del promedio boliviano, y la de Santa Cruz oscilaba en uno y otro sentido (Gráfico I.8). Asimismo, en los cuatro primeros meses de este año, se observó una marcada tendencia hacia la baja en los niveles de precios en el resto de las ciudades.

La ponderación de las ciudades del eje siguió representando aproximadamente el 80% de la inflación total, excepto en el mes de febrero cuando la incidencia del resto de las ciudades (-0,04%) fue ligeramente superior a la del eje central (-0,03%). En este mes, el 60% de la disminución total de precios se explicó por el resto de las ciudades: en las ciudades del eje las incidencias son de signo opuesto y se compensaron, mientras que en el resto de ciudades fueron negativas (Cuadro I.4).

⁷ A partir del mes de abril de 2008 se comenzó a calcular el IPC con información de las nueve ciudades capitales del país. Las ciudades de La Paz (incluido El Alto), Santa Cruz y Cochabamba tienen una ponderación de 85% dentro de la canasta del IPC, mientras que el resto de los departamentos se distribuyen el restante 15%.

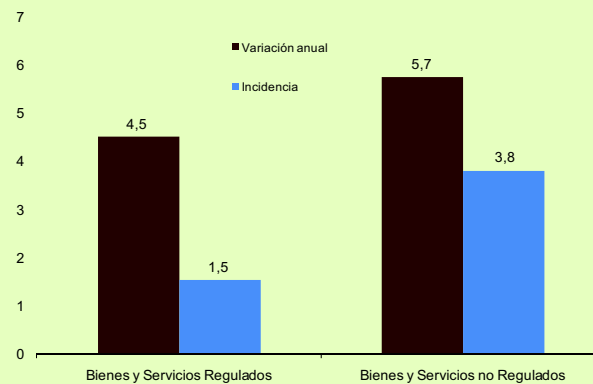
Recuadro I.1:
PRECIOS DE BIENES Y SERVICIOS REGULADOS E INFLACIÓN

Para el cálculo del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se utiliza una canasta compuesta por 364 artículos. Entre ellos existen varios productos y servicios cuyos precios son regulados: algunos alimentos, combustibles y transporte, servicios básicos, educación y otros.⁸ Aunque el número de estos productos y servicios regulados representan el 6,6% de la canasta del IPC, su ponderación alcanza a 25,2%. Dentro de esta categoría destacan: combustible y transporte (12,4%), servicios básicos (7,2%), alimentos (3,4%), educación (1,9%) y otros (0,2%).

Es importante monitorear la variación de los precios regulados porque muchos de ellos corresponden a bienes o servicios que son muy relevantes en la canasta familiar y porque las variaciones de algunos precios tienen efectos significativos sobre los precios de otros bienes y servicios. Por ejemplo, estimaciones del BCB sugieren que cualquier variación en los precios del gas licuado, diesel o gasolina, podrían tener un efecto directo y significativo en el IPC y, al ser productos estratégicos, su variación se transmitiría con celeridad implicando ajustes importantes en otros artículos de la canasta, especialmente en los alimentos.

Como se explicó en el presente capítulo, a abril la inflación a doce meses alcanzó 5,3%, ésta puede descomponerse en dos partes: la inflación de productos regulados, que tuvo un crecimiento inferior al de la inflación a abril (4,5%), y la de productos no regulados que fue superior y alcanzó a 5,7% (Gráfico I.9). Las incidencias fueron de 1,5% y 3,8%, respectivamente.

GRÁFICO I.9: INFLACIÓN ANUAL E INCIDENCIA
 (En porcentajes)

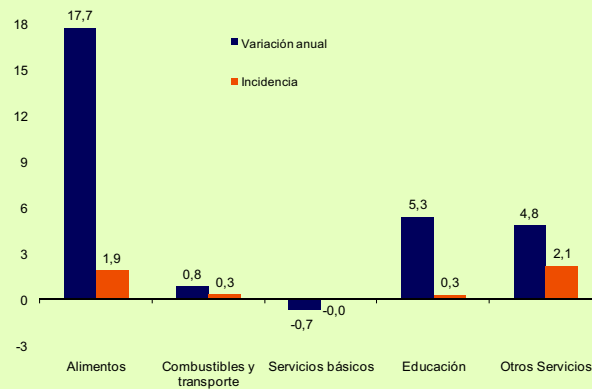


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

⁸ Los productos y servicios se clasificaron en regulados y no regulados de acuerdo a las características del mercado y la determinación de sus precios.

La incidencia del componente regulado se explica por el incremento del precio del pan (este incremento se llevó a cabo en abril de 2008 y por ende repercute en la inflación anual), y por el aumento de los precios de los valores adquiridos para la realización de trámites (carnetización, pasaportes y certificados de nacimiento). Por otra parte, los precios del transporte no tuvieron variación significativa y su incidencia fue reducida, y los de combustibles se mantuvieron inalterados (Gráfico I.10).

GRÁFICO I.10: INCIDENCIA DE BIENES Y SERVICIOS REGULADOS POR DIVISIONES (En porcentajes)



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

II. Evaluación del balance de riesgos y supuestos de la inflación proyectada en el IPM de enero de 2009

Los efectos de las medidas de política adoptadas desde 2007 para controlar las presiones inflacionarias, la crisis económica internacional que se reflejó en menores presiones de inflación importada, las menores expectativas inflacionarias y la recuperación de la oferta de alimentos, son los principales factores que coadyuvaron a la reducción de la inflación anual en el primer cuatrimestre de 2009. Los riesgos a la baja, relacionados con el entorno externo, se concretaron, mientras que no se evidenció la concreción de riesgos hacia el alza. Por esta razón, el descenso fue mayor al previsto en el IPM de enero de 2009, lo cual indicaría que la inflación en 2009 podría ser menor a la proyección central y ubicarse cerca del límite inferior del rango esperado.

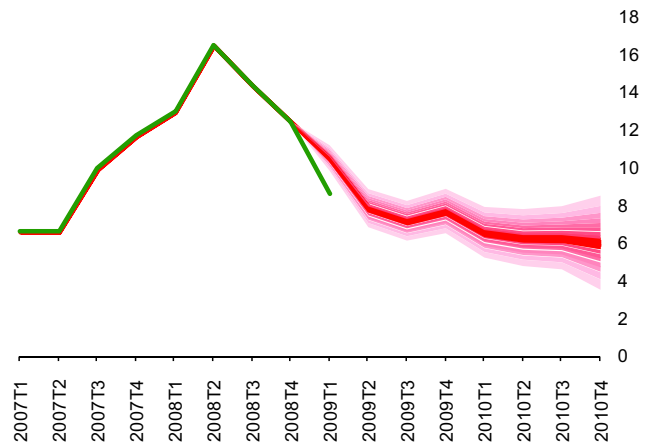
Como resultado del descenso de la inflación, ésta fue significativamente menor al nivel central proyectado en el IPM de enero de 2009, observándose discrepancias entre los supuestos y riesgos esbozados, principalmente los relacionados al contexto internacional (Gráfico II.1).

En la primera sección de este capítulo se comparan los supuestos del escenario base de la proyección de inflación en enero de 2009, para posteriormente analizar en la siguiente sección si se concretaron los riesgos señalados y la intensidad con la que lo hicieron.

II.1 LA INFLACIÓN OBSERVADA RESPECTO AL NIVEL PREVISTO EN ENERO DE 2009

Para la proyección de la inflación en el IPM de enero de 2009, se utilizaron una serie de supuestos. El

GRÁFICO II.1: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación anual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: La proyección realizada en enero de 2009, incluye la distribución de probabilidades hasta 95% en torno al nivel central. Los datos expuestos corresponden a la inflación anual calculada con base al IPC promedio trimestral

siguiente cuadro muestra los principales y compara si éstos se cumplieron o no en el primer cuatrimestre de 2009.

Estas comparaciones muestran claramente que en el primer cuatrimestre de 2009 los factores que explican la inflación se manifestaron con un sesgo hacia la baja, mientras que en el IPM de enero de 2009 se estimaba que los factores de desvío o riesgos hacia el alza y a

la baja estaban balanceados. En efecto, tal como se aprecia en los Cuadros II.1 y II.2 (este último resume la evolución de los indicadores de inflación no núcleo relevantes), la mayoría de los supuestos sobre disminuciones de precios se cumplieron y en algunos casos con mayor intensidad a la prevista, además, se concretaron otros descensos no previstos, determinando que la inflación sea menor a la proyectada.

CUADRO II.1: PRINCIPALES SUPUESTOS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EN EL PRIMER CUATRIMESTRE DE 2009

SUPUESTOS	COMPORTAMIENTO EN EL PRIMER CUATRIMESTRE DE 2009
Los precios de los bienes transables no perecederos, especialmente granos, permanecerían estables, pese a los riesgos de fenómenos climáticos en otros países.	Los precios de los granos en el IPC experimentaron un descenso en el primer cuatrimestre (-7,3%).
No se manifestarían factores climatológicos adversos y, por tanto, el abastecimiento en los mercados sería normal.	Las condiciones climáticas fueron favorables; y los precios de los productos agrícolas descendieron.
Los costos de producción seguirían desacelerándose, especialmente de los insumos para la industria manufacturera y para la construcción.	Aunque los precios de artículos de construcción (incluidos servicios) aumentaron en términos acumulados 0,7% en el cuatrimestre, los precios relacionados con productos de la industria cayeron en 4,3% en similar período.
No existiría un ajuste de los precios de los carburantes internos y el abastecimiento energético sería normal.	Los precios internos de combustibles permanecieron constantes y no existieron problemas de abastecimiento energético.
Los precios de servicios regulados, principalmente comunicaciones y energía eléctrica, permanecerían estables.	Los precios de los servicios regulados disminuyeron levemente. La negociación de las tarifas del transporte público se postergó.
Se asumía un ajuste salarial moderado.	El salario mínimo nacional subió a Bs647 (12% de incremento), mientras que los de educación y salud aumentaron 14%. El resto de los salarios, medidos por la variación anual del índice de actividades remuneradas redujeron su tasa de ajuste desde 16% en diciembre de 2008 a 11% en abril de 2009.
El precio del pan, el artículo con mayor ponderación en la canasta familiar, no experimentaría variación.	El precio del pan no experimentó variación en el cuatrimestre.
Las expectativas de inflación continuarían a la baja.	Las expectativas de inflación para 2009 se alinearon con la meta del IPM de enero de 2009 (8%), continuando una trayectoria descendente.
Se asumía un ambiente de tranquilidad política y social, sin repercusiones en la inflación	No se presentaron problemas políticos que impliquen presiones inflacionarias al alza.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En cuanto a la inflación núcleo, los dos principales supuestos fueron que la reducción de la inflación importada y la desaceleración del ritmo de la actividad económica continuarían promoviendo el descenso de la inflación relevante para la política monetaria. Tal como se explica con mayor detalle en el capítulo IV, la inflación importada fue determinante para la reducción de la inflación nacional. Con relación al crecimiento económico, estimaciones preliminares sugieren una leve desaceleración en el cuarto trimestre de 2008 y de menor magnitud que en otros países de la región donde se observaron tasas de crecimiento nulas o negativas.

Otro aspecto que se asumió es que los efectos de las políticas monetaria y cambiaria contribuirían a reducir la inflación. El capítulo III y la sección final del capítulo IV muestran que esto efectivamente sucedió; y que el aporte de estas políticas habría sido significativo para la caída de la inflación del primer cuatrimestre. Además, tomando en cuenta la evidencia empírica tanto en Bolivia como a nivel internacional que muestra que las medidas de política monetaria y cambiaria actúan con cierto rezago, las decisiones de política implementadas en un momento dado tendrán un efecto diferido entre 12 a 24 meses después.

Finalmente, se asumió que no existirían presiones inflacionarias de origen fiscal. Datos preliminares del balance fiscal muestran que no hubo presiones fiscales inflacionarias en lo que va de 2009.

De mantenerse el comportamiento observado en los precios durante el primer cuatrimestre de 2009, es alta la probabilidad de que la tasa de inflación a fines de gestión sea menor que el nivel central proyectado de 8% y se ubique en torno al límite inferior del rango esperado.

CUADRO II.2: VARIACIÓN DE PRECIOS POR GRUPOS, PRODUCTOS Y SERVICIOS
(En porcentajes)

	Variación 12 meses					Variación 1er cuatrimestre
	Jun-08	Sep-08	Dic-08	Mar-09	Abr-09	2009
Granos ^{1/}	78,6	55,6	25,8	6,6	2,6	-7,3
Granos y derivados	50,4	33,9	24,9	16,0	11,3	-3,0
Agrícolas	38,0	32,3	20,9	6,4	4,2	-5,8
Transporte	0,7	-2,2	-1,4	1,1	1,5	-0,1
Regulados	16,7	13,8	10,1	8,4	6,8	-1,3
ICC ^{2/}	16,3	16,9	10,1	nd	nd	nd
IPPIM ^{3/}	19,0	15,6	8,5	nd	nd	nd
Construcción	20,9	26,9	28,7	22,8	20,7	0,7
Industria	35,5	28,5	18,7	11,3	7,8	-4,3

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} El IPC granos, incluye la variación de precios del arroz, maíz, trigo, maní, poroto y lentejas

^{2/} ICC: Índice de costos de construcción

^{3/} IPPIM: Índice de precios al productor industrial manufacturero

II.2 EVALUACIÓN DEL BALANCE DE RIESGOS DE LA INFLACIÓN PROYECTADA EN EL IPM DE ENERO DE 2009

A continuación se evalúa el cumplimiento o no de cada uno de los factores de riesgo previstos en el IPM de enero de 2009.

CUADRO II.3: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL (Variación porcentual)

	WEO Enero de 2009			WEO Abril de 2009		
	2008	2009 ^p	2010 ^p	2008	2009 ^p	2010 ^p
Economía mundial	3,4	0,5	3,0	3,2	-1,3	1,9
Economías avanzadas	1,0	-2,0	1,1	0,9	-3,8	0,0
Estados Unidos ¹¹	1,1	-1,6	1,6	1,1	-2,8	0,0
Zona del Euro	1,0	-2,0	0,2	0,9	-4,2	-0,4
Japón	-0,3	-2,6	0,6	-0,6	-6,2	0,5
Reino Unido	0,7	-2,8	0,2	0,7	-4,1	-0,4
Economías Emergentes y en desarrollo	6,3	3,3	5,0	6,1	1,6	4,0
Economías en Desarrollo de Asia	7,8	5,5	6,9	7,7	4,8	6,1
China	9,0	6,7	8,0	9,0	6,5	7,5
India	7,3	5,1	6,5	7,3	4,5	5,6
América Latina	4,6	1,1	3,0	4,2	-1,5	1,6
Brasil	5,8	1,8	3,5	5,1	-1,3	2,2
México	1,8	-0,3	2,1	1,3	-3,7	1,0

FUENTE: FMI, *World Economic Outlook* (WEO), actualización a enero de 2009 y edición de abril de 2009

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^p Proyectado

¹¹ Al cierre de esta edición el FMI revisó nuevamente hacia la baja su previsión de crecimiento para Estados Unidos a -3,0% para 2009. "*Perspectivas Económicas: Las Américas* (mayo de 2009)"

II.2.1 Riesgos a la baja

Las repercusiones de la desaceleración de la economía global en mayor magnitud a la prevista, reflejada en menores presiones inflacionarias importadas y menores ingresos de recursos a la economía, se identificaron como los principales factores para que la inflación sea menor al nivel central. Tal como se detallará a continuación, estos riesgos se concretaron en la primera parte del año, con una intensidad mayor a la prevista.

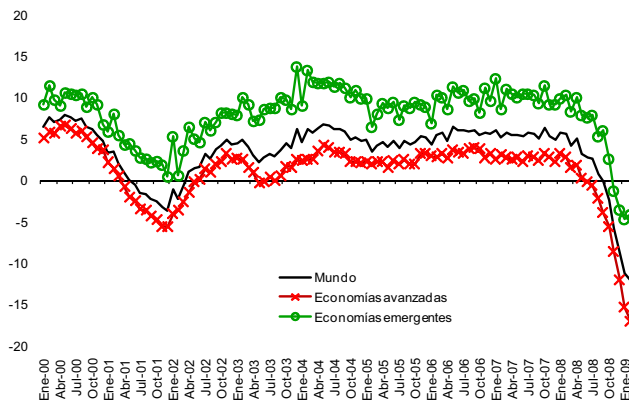
a) Contracción de la economía global

En abril de 2009, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó sus proyecciones efectuadas en enero de este año, de un crecimiento leve de 0,5% para 2009 y de 3,0% para 2010 a una contracción de 1,3% y una recuperación de 1,9%, respectivamente. La recesión sería más profunda en los países avanzados (-3,8% en 2009), mientras que las economías emergentes se desacelerarían, y en América Latina la actividad caería 1,5% (Cuadro II.3). En este marco, el crecimiento del PIB externo relevante para Bolivia también fue revisado a la baja, con una contracción prevista de 1,3%, en contraposición a la expansión proyectada a mediados de 2008 de 3,3%.

La profundización de la crisis financiera en las economías avanzadas y su repercusión más intensa sobre las economías emergentes y en desarrollo, sumada a la crisis de confianza de los agentes económicos, empujaron a la actividad económica hacia una recesión generalizada en el último trimestre de 2008: -7,5% de crecimiento trimestral anualizado para las economías avanzadas y -4,0% para las economías emergentes y en desarrollo. Para el primer trimestre de 2009 se prevé similar comportamiento en las primeras y una menor contracción en las segundas.

Como consecuencia, la producción industrial (Gráfico II.2) y el comercio mundial cayeron de forma

GRÁFICO II.2: PRODUCCIÓN INDUSTRIAL MUNDIAL (Variación porcentual en 12 meses)



FUENTE: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2009

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

generalizada en el último trimestre de 2008 y en los dos primeros meses de 2009.

No obstante, el FMI señaló que existía un alto grado de incertidumbre sobre la intensidad y la temporalidad que tendría el efecto de la recesión de las economías avanzadas y, por consiguiente, sobre la magnitud en la que las presiones inflacionarias a la baja serían evidentes, no sólo en estas últimas economías, sino también en las economías emergentes y en desarrollo.

b) Caída de la inflación internacional

En el IPM de enero de 2009 se mencionaba que una contracción económica más fuerte que la prevista implicaría una caída abrupta de la inflación importada. Tal como se describió en el acápite a) de esta sección, este fenómeno se concretó e impulsó la inflación nacional hacia la baja. Considerando las proyecciones más recientes, se prevé que este efecto continuará durante la gestión 2009.

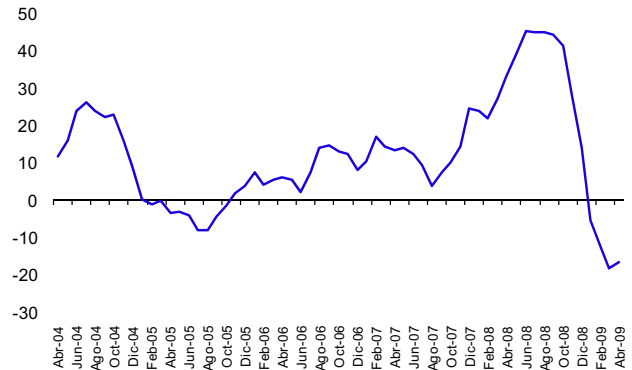
Este factor se detallará en el capítulo IV del presente *Reporte*, aunque adelantando su contenido, conviene señalar que entre junio de 2007 y junio de 2008, en promedio, los precios de productos alimenticios se incrementaron 45%, pero a partir de esa última fecha, la tendencia se revirtió hacia la baja cayendo en abril hasta 26% (Gráfico II.3). Su efecto se reflejó en menores variaciones de precios de los productos transables que se incluyen en la canasta del IPC, como también en los costos de producción a través de su repercusión en los precios de los insumos importados.

La reducción de la inflación se ha registrado en la mayoría de los países de la región, algunos de los cuales presentaron tasas mensuales negativas (Gráfico II.4). Los datos a abril de 2009 indican que la inflación interanual en Bolivia y en Brasil, se encuentra por debajo de la prevista y dentro del rango de proyección, respectivamente (Cuadro II.4).

c) Moderación del influjo de recursos externos

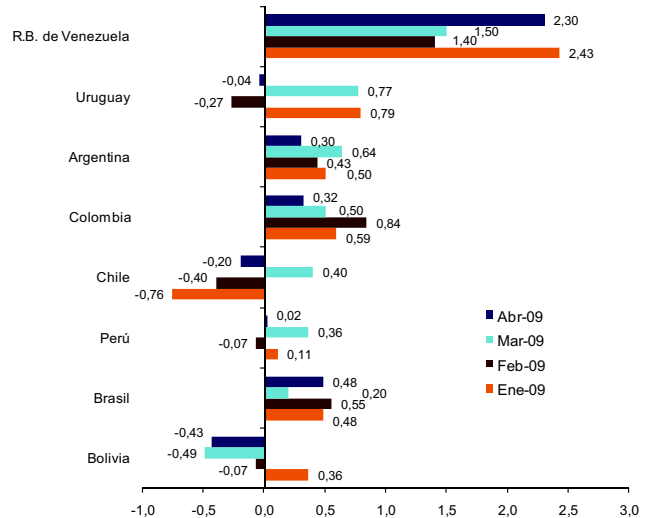
La entrada de recursos externos disminuyó por varios factores. Uno de ellos es la caída de los precios internacionales de materias primas observada desde

GRÁFICO II.3: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS (Variación anual, en porcentajes)



FUENTE: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2009
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.4: INFLACIÓN MENSUAL EN PAÍSES SELECCIONADOS (En porcentajes)



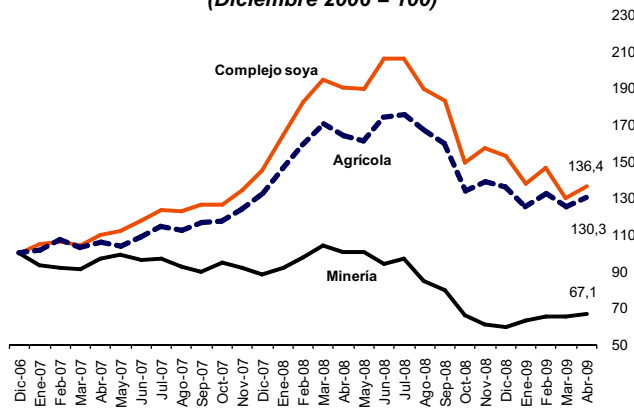
FUENTE: Bloomberg - INE
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO II.4: INFLACIÓN ANUAL EN PAÍSES SELECCIONADOS (Variación anual, en porcentajes)

	Últimos 12 meses			Meta / Proyección	
	Abr-08	Abr-09	Diferencia	2008	2009
Bolivia	15,22	5,32	-9,90	12,0	8,0
Brasil	5,04	5,53	0,49	4,5 +/-2	4,5 +/-2
Colombia	5,73	5,73	0,00	3,5 - 4,5	4,5 - 5,5
Chile	8,30	4,48	-3,82	2,0 - 4,0	2,0 - 4,0
Perú	5,52	4,64	-0,88	1,0 - 3,0	1,0 - 3,0
Uruguay	7,08	7,13	0,05	4,0 - 6,0	3,0 - 7,0
R.B. de Venezuela	29,29	29,39	0,10	12,0	12,0

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

GRÁFICO II.5: ÍNDICE DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN POR SECTORES (Diciembre 2006 = 100)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

mediados de 2008. No obstante, los precios de los bienes de exportación para el complejo soya, el sector agrícola y minero, se habrían estabilizado en el primer cuatrimestre de 2009 y mostrado señales de recuperación (Gráfico II.5).

Datos preliminares señalan que la balanza comercial fue positiva en el primer trimestre de 2009, pero menor en más de \$us400 millones al superávit observado en similar período de 2008 (Cuadro II.5). Dicho descenso se origina por un menor valor de las exportaciones, explicado principalmente por la mencionada reducción de los precios internacionales de algunos productos de exportación y, en menor medida, por la disminución de algunos volúmenes. Asimismo, los datos de transferencias del exterior efectuadas por las entidades financieras, a través del BCB, indican que los flujos de recursos desde el extranjero disminuyeron significativamente en 2009.

CUADRO II.5: VARIACIÓN DEL INFLUJO DE RECURSOS EXTERNOS (En millones de dólares estadounidenses)

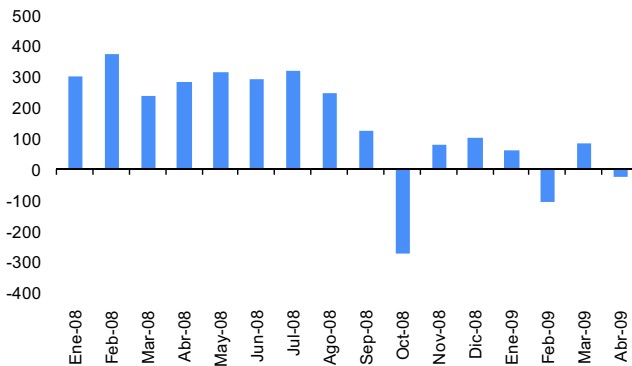
	I TRIM 2008	I TRIM 2009	Variación	
			Absoluta	Relativa (%)
BALANZA COMERCIAL	449,6	35,7	-413,9	-92,1
TRANSFERENCIAS DEL EXTERIOR ^{1/}	309,9	1,5	-308,4	-99,5

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Corresponden a las transferencias del exterior que efectuaron las instituciones financieras a través del BCB durante el primer trimestre

Los datos de las remesas recibidas en los dos primeros meses del año indican que su valor en dólares americanos se redujo en aproximadamente 9%. Éstas, en forma anualizada representarían alrededor del 5,5% del PIB.

Por estas razones, los flujos de Reservas Internacionales Netas (RIN) empezaron a desacelerarse a partir de septiembre de 2008, principalmente por los efectos de la crisis global sobre las exportaciones y las remesas (Gráfico II.6). No obstante, hay que destacar que las RIN del BCB desde septiembre de 2008 hasta el 30 de abril de 2009, disminuyeron en sólo \$us70,5 millones, e incrementaron levemente respecto a diciembre de 2008.

GRÁFICO II.6: VARIACIÓN MENSUAL DE LAS RIN (En millones de dólares estadounidenses)



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

II.2.2 Riesgos hacia el alza

En el último IPM se mencionaron tres factores que podrían generar un resultado inflacionario mayor al previsto: la persistencia de altas expectativas de inflación; el incremento del gasto fiscal, principalmente en las instituciones regionales; y un probable aumento de los precios internacionales de los cereales por problemas climatológicos. Como se fundamentará posteriormente, ninguno de los riesgos señalados se concretaron en el primer cuatrimestre del año.

a) Expectativas de inflación

Las medidas de política para el control de la inflación implementadas hasta el tercer trimestre de 2008 y el cambio sustancial en el entorno económico internacional en el cuarto trimestre, derivaron en una reducción de las expectativas de los agentes privados respecto a la evolución futura de la inflación.

En efecto, la mediana de la inflación esperada a un año en la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EEE), se ubicó en abril en un nivel similar a la meta prevista de 8% para la presente gestión (Gráfico II.7).⁹

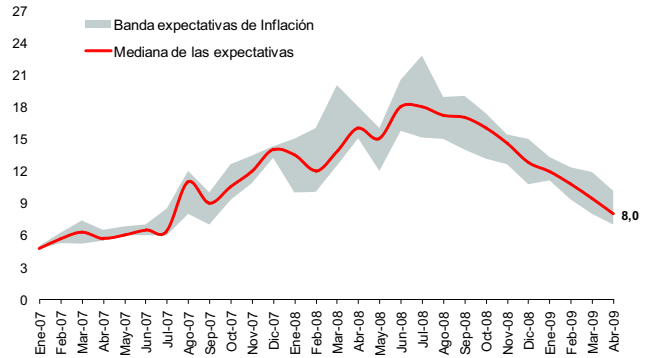
Las tasas negativas en la variación de precios observadas en los meses de febrero y marzo de 2009, afectaron hacia la baja la formación de expectativas de inflación por parte de los agentes consultados. De hecho, algunos encuestados prevén tasas de inflación muy por debajo de la meta.

Un indicador adicional es el relacionado al Coeficiente de Compensación Inflacionaria de Instrumentos Financieros a un año (CCIIF) o *Break even inflation* -medido como la diferencia del rendimiento entre un instrumento financiero en moneda nacional frente a uno indexado de similar plazo de vencimiento- que mostró una marcada reducción. La compensación exigida para instrumentos a un año alcanzó un nivel máximo cercano al 12% y cayó a 6,2% hasta abril de 2009 (Gráfico II.8).

b) Eventual mayor gasto público corriente

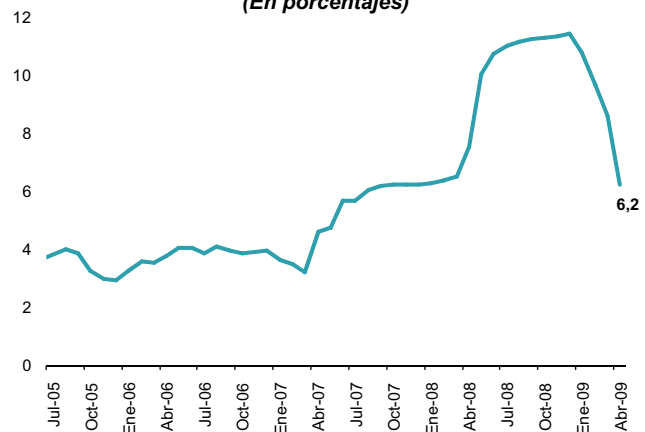
Otro riesgo al alza señalado era un eventual mayor gasto corriente de la administración pública, principalmente de los gobiernos locales y regionales. Este riesgo no se concretó ya que el gasto corriente del SPNF observado al mes de febrero con relación al producto, fue similar al registrado en el mismo período de 2008 (alrededor del 4%). El incremento del

GRÁFICO II.7: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO (Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La banda muestra el rango entre el 25% más bajo y más alto de la EEE

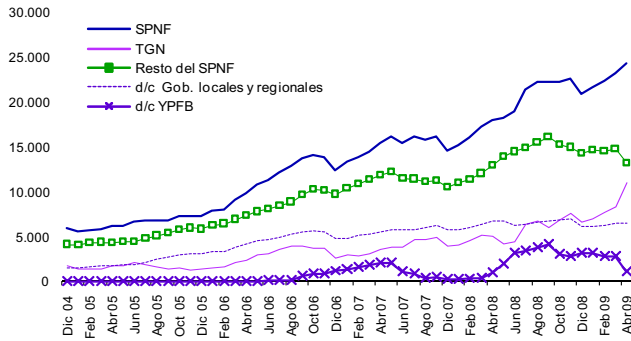
GRÁFICO II.8: COEFICIENTE DE COMPENSACIÓN INFLACIONARIA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS A UN AÑO PLAZO (En porcentajes)



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

⁹ Esta encuesta se realiza a un grupo seleccionado de aproximadamente 30 analistas económicos, empresas privadas y analistas financieros. La medida de la inflación esperada es una medida referencial y limitada de las expectativas.

GRÁFICO II.9: DEPÓSITOS DEL SPNF EN EL BCB
(En millones de Bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: d/c de los cuales

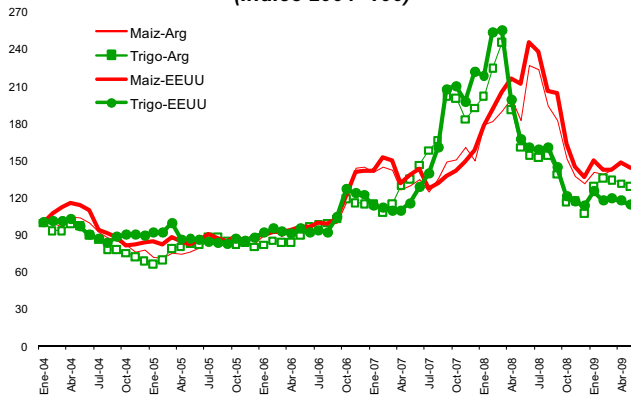
gasto total como porcentaje del PIB se explica por mayores gastos de capital (incremento de 0,4pp del PIB).

De esta manera, el TGN, los gobiernos subnacionales y las empresas continuaron acumulando depósitos en el BCB, tendencia que se observa desde 2005 (Gráfico II.9). El superávit fiscal muestra la no presencia de presiones fiscales inflacionarias.

c) Adversidades climáticas

Como un tercer riesgo hacia el alza se señaló un posible incremento de los precios internacionales de algunos cereales, principalmente asociado a los problemas climatológicos (sequías) en los países productores como la Argentina. Este riesgo no se concretó puesto que los precios en los principales mercados internacionales no se incrementaron sustancialmente (Chicago y Rosario, Gráfico II.10).

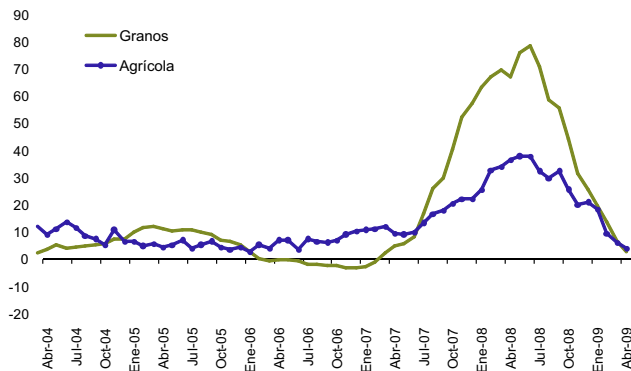
GRÁFICO II.10: PRECIOS INTERNACIONALES DEL TRIGO Y MAIZ
(Índice 2004=100)



FUENTE: Bloomberg - Organización de las NN.UU. para la Alimentación y Agricultura
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Las presiones inflacionarias debido al precio de alimentos también fueron menores porque la oferta de productos de origen agrícola se incrementó en el primer trimestre del año. En efecto, información preliminar señala que la recuperación de la producción agrícola continuó en el primer trimestre de 2009, luego de la irrupción de los fenómenos El Niño y La Niña en los años previos. Los desastres naturales, como inundaciones y sequías, fueron mucho menores que en 2008; y las medidas del Gobierno para abastecer los mercados, como las facilidades para la importación de algunos productos y los incentivos a la producción agrícola, coadyuvaron a evitar problemas de especulación.

GRÁFICO II.11: PRECIO DE LOS GRANOS Y PRODUCTOS AGRICOLAS EN EL IPC
(Variación anual)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: El IPC granos, incluye la variación de precios del arroz, maíz, trigo, maní, poroto y lentejas

De esta manera, la variación anual en los precios promedio de los granos y de los productos agrícolas incluidos en el IPC, los primeros sensibles a los precios internacionales y los segundos a los problemas climatológicos internos, registraron disminuciones significativas en el primer cuatrimestre de 2009. Las tasas de variación anual disminuyeron desde más de 20% en diciembre de 2008 a un solo dígito en abril de 2009, 2,6% en los granos y 4,6% en los productos agrícolas (Gráfico II.11).

III. Las políticas del BCB en el primer cuatrimestre de 2009

Como se señaló en la memoria institucional, las respuestas de política frente a la crisis económica internacional en 2009 dependerán de las condiciones en las que se encuentra la economía y de las características particulares sobre la forma en que esta crisis la afecta. En este contexto y en el ámbito de los instrumentos disponibles, el BCB ha reaccionado con medidas orientadas a preservar la confianza en el sistema financiero y a apuntalar la demanda agregada. Esta política contracíclica, en coordinación con la política económica del Órgano Ejecutivo, mantuvo la prudencia necesaria para consolidar el descenso gradual de la inflación y la remonetización de la economía.

III.1 POLÍTICA MONETARIA

Programa Monetario

En las últimas gestiones, en el contexto de crecimiento económico y presiones inflacionarias, el programa monetario del BCB incorporó directrices de disminución del crédito de la autoridad monetaria, estableciendo límites mínimos para la contracción tanto del Crédito Interno Neto Total (CIN Total) como del Crédito Interno Neto al Sector Público No Financiero (CIN SPNF). Dicha orientación cambió en los lineamientos del programa monetario para la gestión 2009, obedeciendo al nuevo escenario macroeconómico. En efecto, manteniendo el carácter contracíclico de las políticas del BCB -ello implica ajustes en épocas de bonanza y políticas expansivas en épocas de desaceleración-, el Directorio del Ente Emisor aprobó el programa monetario base para la gestión 2009 donde se introdujeron directrices de expansión del CIN Total y del CIN SPNF (Cuadro III.1).¹⁰

¹⁰ Esta nueva orientación se comenzó a aplicar a partir de los lineamientos de política monetaria del cuarto trimestre de la gestión 2008.

CUADRO III. 1: PROGRAMA MONETARIO^{1/}
(Cifras acumuladas, flujos en millones)

		2009: I TRIMESTRE			2009
		Meta Base ^{2/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)	
VARIABLES MONETARIAS					
Crédito Interno Neto Total	Bs	140	-2.228	2.368	5.417
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs	396	-2.223	2.619	5.158
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	-80	4	84	-300

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar, UFV y DEG, así como precio fijo en el caso del oro

^{2/} Programa aprobado por el Directorio del BCB EL 27/01/09

Estas expansiones están acotadas por metas trimestrales y anuales que preservan el equilibrio en el mercado monetario. De esta manera, en la gestión 2009 el BCB mantendrá una política monetaria contracíclica prudente en coordinación con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) que, por una parte, se orienta a apuntalar la demanda agregada con el fin de contrarrestar los efectos de la crisis económica global en la actividad interna y, por otra, al mandato de la Constitución Política del Estado y de la Ley 1670 de preservar el poder adquisitivo interno de la moneda nacional con el fin de contribuir al desarrollo económico y social del país. Los lineamientos de 2009 reconocen que en un entorno externo adverso, con elevados costos de oportunidad social para recursos ahorrados a un bajo retorno financiero, la acumulación de reservas internacionales no constituye un objetivo por sí mismo y las metas del programa monetario admiten una disminución acotada de estos recursos.

Con las características señaladas, el programa monetario del primer trimestre fijó metas a la expansión del CIN - Total y del CIN - SPNF y límites a la pérdida de Reservas Internacionales Netas (RIN).¹¹ Las metas fueron cumplidas con márgenes, el sector público continuó acumulando depósitos en el BCB generando una contracción del crédito interno y las RIN aumentaron ligeramente (Cuadro III.1). El comportamiento observado en el primer trimestre puede describirse como uno en el que el *shock* externo fue menor al previsto debido a que cesó la caída de los precios de nuestros productos de exportación y en muchos casos éstos presentaron señales de recuperación. Otro aspecto que también es de destacar, es que las ventas de divisas del BCB a través del Bolsín que alcanzaron a \$us706 millones en el cuarto trimestre de 2008, disminuyeron a \$us467 millones en el primer trimestre de 2009, reflejando la menor demanda de dólares, lo que se corrobora en la desaceleración del ritmo de dolarización (3,4 pp en el cuarto trimestre de 2008 y 2,3 pp en el primero de 2009). Asimismo, las transferencias de las entidades financieras al exterior disminuyeron de \$us292 a \$us99 millones,

¹¹ El programa monetario fija metas trimestrales. Por esta razón, aunque se dispone de información a abril, la evaluación de las metas es a marzo.

respectivamente.¹² Finalmente, y como resultado, el SPNF terminó el trimestre con recursos adicionales que podrá disponer para dinamizar la actividad económica en los próximos meses.

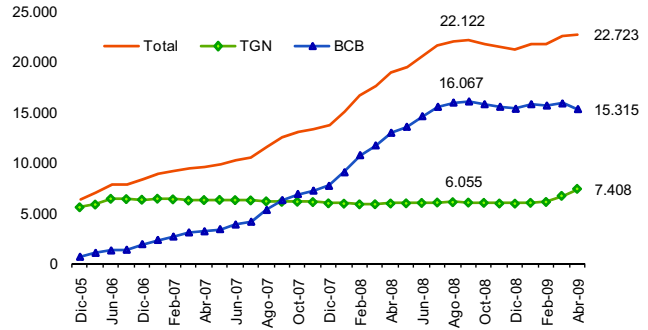
Operaciones de Mercado Abierto (OMA)

La nueva orientación del programa monetario se refleja también en los cambios en los lineamientos de las OMA, de retirar (colocación neta de títulos) a inyectar (redención neta) liquidez en la economía. Con la nueva orientación, el Directorio del BCB aprobó redenciones netas de títulos públicos en OMA reflejándose en una disminución del saldo al equivalente a Bs15.315 millones a fines de abril de 2009 (Gráfico III.1). La caída hubiera sido mayor de no ser por el incremento de la cotización de la UFV.¹³ Tomando en cuenta que estacionalmente en el cuarto y primer trimestre existe mucha liquidez en el sistema financiero, el lineamiento señalado proveyó a la economía importantes niveles de recursos con el objetivo de facilitar el crédito a las iniciativas privadas tanto en volumen como en mejores condiciones financieras. Asimismo, la orientación contracíclica de la política monetaria se reflejó también en la disminución de las colocaciones directas de títulos (Gráfico III.2).

La política monetaria del BCB, ahora orientada a una redención neta de títulos, ha permitido una caída en las colocaciones en UFV en torno a Bs1.586 millones y la suspensión a partir del último trimestre de 2008, de la oferta de títulos por regulación monetaria a plazos de 2 y 4 años en UFV y MN, transferidas al Tesoro General de la Nación (TGN).

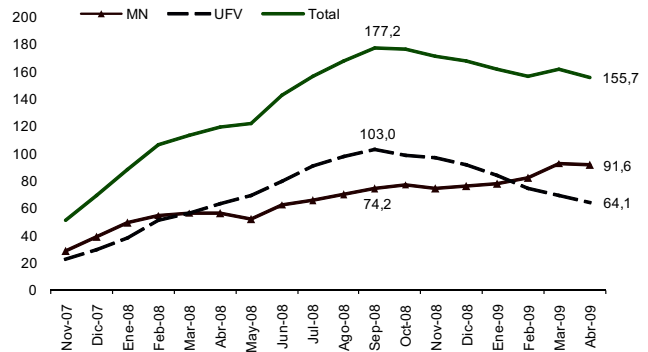
La menor inyección bruta de recursos y la redención neta de títulos se tradujeron en inyecciones netas de liquidez, registrándose flujos acumulados de inyección en la mayoría de las semanas del primer cuatrimestre de 2009 (Gráfico III.3).

GRÁFICO III.1: COLOCACIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS (Saldos en millones de bolivianos)



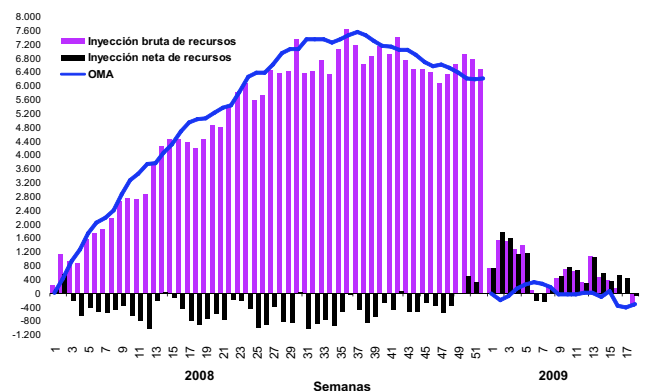
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.2 TÍTULOS DE COLOCACIÓN DIRECTA (Saldos en millones de bolivianos)



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

GRÁFICO III.3: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE LIQUEZ (Flujos acumulados en millones de bolivianos)

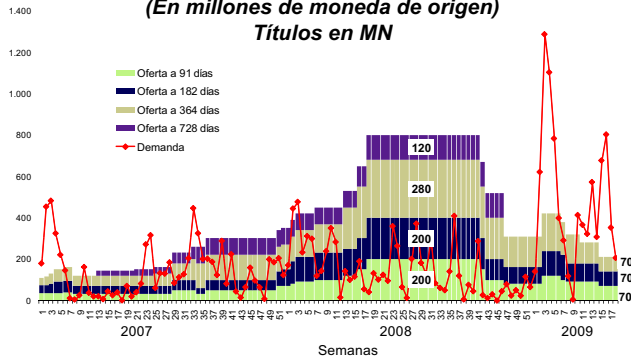


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

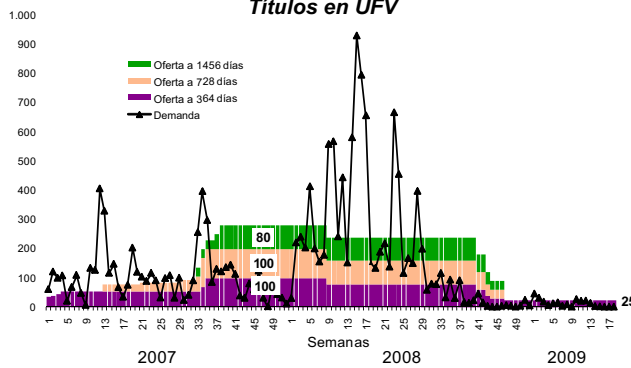
¹² No incluye operaciones del sector público realizadas por el Banco de la Unión.

¹³ Al 30 de abril de 2009 aproximadamente el 61% de los títulos del BCB están en UFV.

GRÁFICO III.4: OFERTA Y DEMANDA DE VALORES DE REGULACIÓN MONETARIA
(En millones de moneda de origen)
Títulos en MN

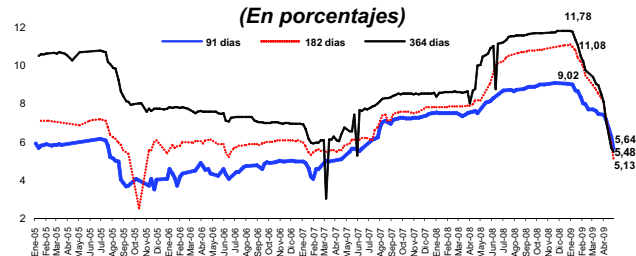


Títulos en UFV



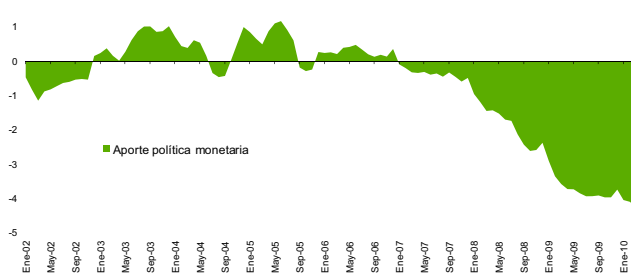
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.5: TASA DE RENDIMIENTO DE TÍTULOS PÚBLICOS EN MN
(En porcentajes)



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

GRÁFICO III.6: EFECTO ESTIMADO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA INFLACIÓN
(En porcentajes)



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

Como forma de instrumentar el cambio en la orientación de la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto del BCB continuó disminuyendo la oferta de títulos de regulación monetaria, salvo en los primeros meses del año por corresponder a un período de alta liquidez lo que no representó incrementos de tasas. En este sentido, la demanda por estos instrumentos fue mayor que la oferta (Gráfico III.4).

Tasas de interés

La disminución de la oferta de títulos en OMA que se tradujo en un exceso de demanda por estos instrumentos, se reflejó en una reducción de las tasas de interés en todos los plazos. La tasa de Letras en MN a 13 semanas cayó hasta alcanzar un 5,64% a fines de abril de 2009 mientras que las tasas de los títulos a mayores plazos tuvieron descensos mas pronunciados (Gráfico III.5).

Aporte de la política monetaria al control de la inflación

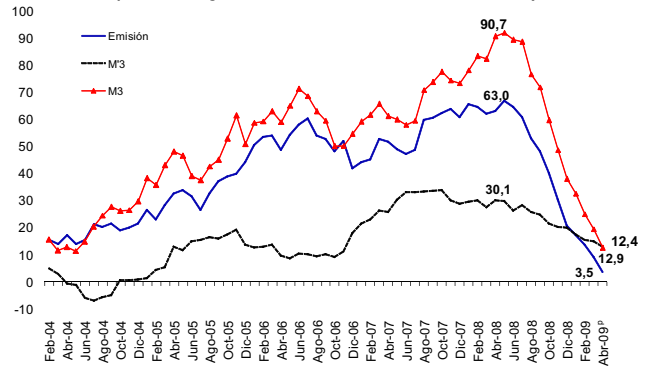
Como se ha demostrado empíricamente en Bolivia y en la mayoría de los países, las medidas de política monetaria actúan con rezago. Vale decir que la intervención del BCB hoy afectará a la inflación con un rezago entre 12 a 24 meses después. Por esta razón, las políticas adoptadas previamente siguen teniendo efectos: han contribuido a reducir la inflación en 3,6pp y se espera que aún tengan un efecto de hasta 4,2pp en 2010. El aporte de estas medidas ha contribuido de manera importante en la actual coyuntura de moderación inflacionaria, dado que de no haber sido estas políticas la inflación se encontraría en niveles más altos (Gráfico III.6).

Agregados Monetarios

El cambio en el entorno externo y las medidas adoptadas, explican también el comportamiento de los agregados monetarios. A fines de abril de 2009 continuó la caída de las tasas de crecimiento de los agregados monetarios, iniciada en el segundo semestre de 2008.

La desaceleración en la bolivianización de los depósitos y del circulante, contribuyó a una caída del crecimiento del M3, el agregado más amplio en moneda nacional (Gráfico III.7). El crecimiento de los agregados monetarios que incluyen al circulante más los depósitos en moneda nacional (MN) como extranjera (ME) también fue menor, finalizando el cuatrimestre con tasas acordes a sus determinantes como el ritmo de la actividad económica, el nivel de inflación y la trayectoria de la bolivianización. Así, la tasa de crecimiento de M3 disminuyó de 38% en diciembre 2008 a 12,4% en abril de 2009 y el agregado monetario más amplio M'3 de 19,9% a 12,9%, en las mismas fechas.

GRÁFICO III.7: CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS
(Porcentaje de crecimiento a doce meses)

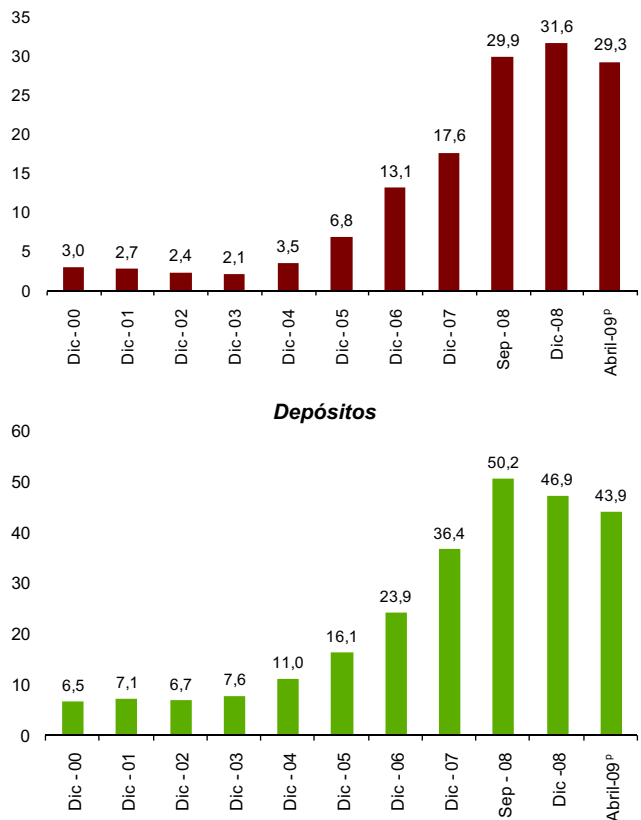


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^P Preliminar

El incremento de los agregados M1 y M3 hasta el primer semestre de 2008 y la caída posterior en forma más pronunciada que los agregados totales (M'3), se explican por los cambios en la preferencia del público por depósitos en MN y/o ME, lo que no corresponde a excesos o deficiencias en la oferta de dinero, que podrían tener efectos colaterales en la actividad o la inflación.

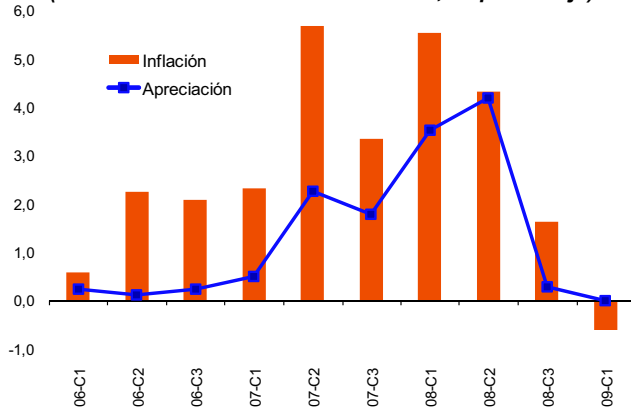
Un factor que explica esta desaceleración es el cambio en la remonetización. En efecto, la preferencia por MN en las operaciones del público con el sistema financiero se ha reducido levemente. La participación de los depósitos en MN y UFV respecto al total de depósitos del sistema financiero cayó en 6,4pp después de haber alcanzado su nivel más alto en septiembre de 2008, llegando a representar un 43,9% a fines de abril de 2009. En el caso de la cartera, este indicador pasó de 32,4% en noviembre de 2008 a 29,3% a fines de abril de 2009 (Gráfico III.8).

GRÁFICO III.8: PARTICIPACIÓN DE LA CARTERA Y DE LOS DEPÓSITOS EN MN Y UFV RESPECTO AL TOTAL DEL SISTEMA FINANCIERO
(Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^P Preliminar

GRÁFICO III.9: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN
(Variación cuatrimestre a cuatrimestre, en porcentaje)

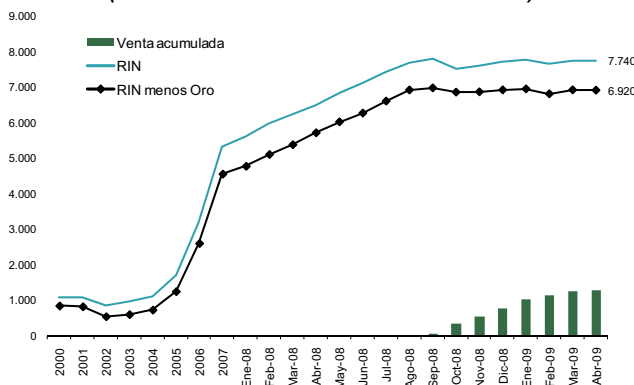


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

III.2 POLÍTICA CAMBIARIA

La estabilidad de la moneda en los últimos meses es concordante con la caída en la inflación observada. En el primer cuatrimestre de 2009, la inflación y la apreciación interanual y trimestral descendieron (Gráfico III.9). Al igual que la política monetaria y como se analiza en el siguiente capítulo, estimaciones del BCB señalan que el efecto pleno de la política cambiaria se manifiesta con rezagos de algunos meses; por lo que se espera que continúe contribuyendo al control de la inflación.

GRÁFICO III.10: RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB Y VENTA DE DIVISAS AL SISTEMA FINANCIERO
(En millones de dólares estadounidenses)

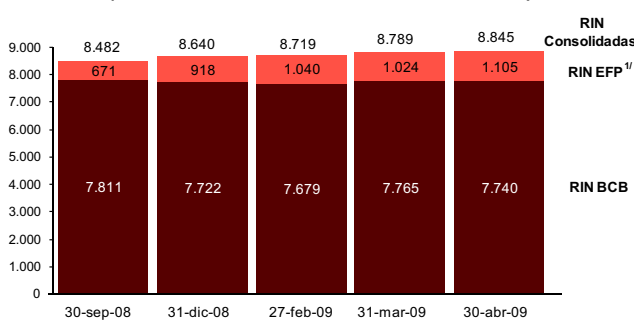


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

El mercado cambiario fue afectado por las turbulencias financieras internacionales, especialmente a partir del segundo semestre de 2008, que influyeron en el aumento de las expectativas de depreciación del boliviano como resultado de las depreciaciones de las monedas de países vecinos y el énfasis de algunos analistas y medios de comunicación en este ámbito.

Desde septiembre de 2008 estas expectativas se tradujeron en compras de dólares en el Bolsín las cuales fueron atendidas holgadamente gracias a la acumulación preventiva de reservas internacionales efectuada en los años anteriores. El nivel de reservas permite, en las actuales circunstancias, contar con una alta capacidad de respuesta para enfrentar este tipo de contingencias adversas. Al cierre de abril de 2009, el BCB contaba con \$us7.740 millones de reservas internacionales, \$us18,2 millones más que las de diciembre de 2008, no obstante la venta de divisas a través del Bolsín de más de \$us1.200 millones entre septiembre de 2008 y abril de 2009 (Gráfico III.10).

GRÁFICO III.11: RESERVAS INTERNACIONALES DEL SISTEMA FINANCIERO CONSOLIDADO
(En millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Entidades Financieras Privadas: bancos, mutuales, cooperativas y fondos financieros privados

Si se consideran las reservas internacionales netas consolidadas (BCB más resto del sistema financiero), éstas totalizaron a fines de abril de 2009 \$us8.845,2 millones, monto mayor en 2,4% al registrado al cierre de la gestión 2008 (Gráfico III.11).

Para evitar una escasez de divisas en el mercado cambiario, el BCB amplió la oferta diaria de divisas de \$us5 millones a \$us15 millones y, posteriormente, a \$us50 millones (Gráfico III.12).

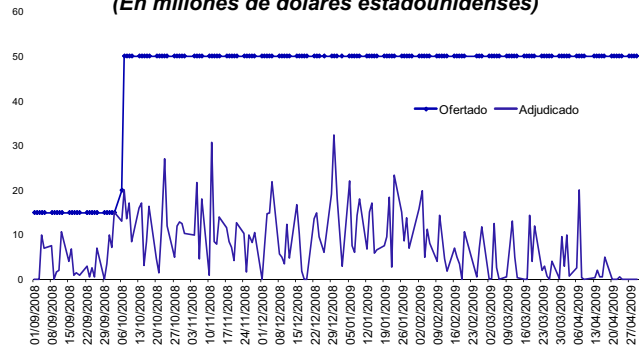
Sin embargo, conviene observar que pese al incremento de la oferta, sólo una parte de estas divisas se adjudicó al público, en un patrón descendente de demanda de moneda extranjera. Así, el promedio de la venta diaria de divisas que en octubre de 2008 fue de 12,4 millones de dólares, cayó hasta llegar en abril a 2,2 millones diarios (Gráfico III.13).

La reciente estabilidad del tipo de cambio nominal no significa que se haya modificado el régimen cambiario deslizando o reptante (*crawling peg*); y se constituye en un periodo de pausa, similar al de 2005 (Gráfico III.14), hasta que disminuyan las turbulencias financieras internacionales.

En este contexto, se mantuvo estable el tipo de cambio a partir de octubre de 2008. Es así que el boliviano no se apreció ni depreció, evitando un rodeo innecesario como en otras economías vecinas que apreciaron fuertemente sus monedas en la fase del *boom* a partir de 2003 y depreciaron significativamente en la etapa de crisis, para posteriormente registrar nuevamente apreciaciones que corrigen la sobreacción. Asimismo, la moderada apreciación en Bolivia permitió que la paridad se sitúe por encima de otros países vecinos con excepción de Argentina (considerando como periodo base, enero 2003), pese a la depreciación de sus monedas desde julio de 2008 (Gráfico III.15).

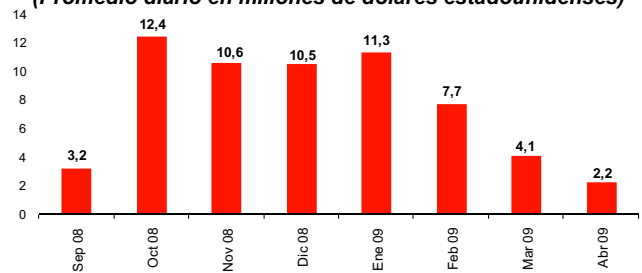
Es de destacar que aunque el tipo de cambio oficial permaneció estable, se observa una moderada apreciación del boliviano en el sistema financiero durante el primer cuatrimestre. En cambio, en economías como Chile y Brasil sus monedas se apreciaron por encima del 5%, mientras que otros países continuaron depreciándose (Gráfico III.16). Las apreciaciones recientes de las monedas de socios comerciales y, principalmente, el descenso de la inflación en Bolivia, resultaron en una depreciación del índice de tipo de cambio efectivo y real en las últimas semanas.

GRÁFICO III.12
MONTO OFERTADO Y ADJUDICADO DE DIVISAS
(En millones de dólares estadounidenses)



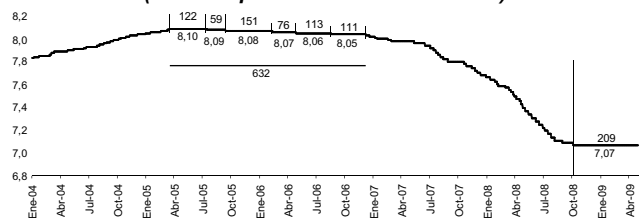
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.13
VENTA DE DIVISAS AL SISTEMA FINANCIERO
(Promedio diario en millones de dólares estadounidenses)



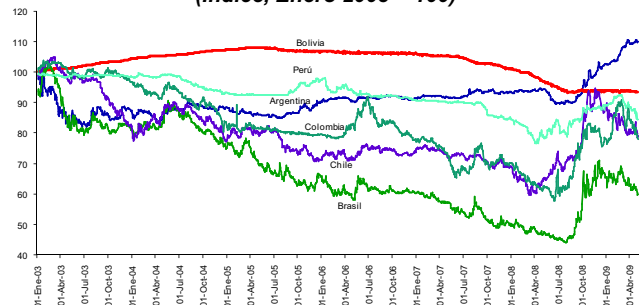
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.14: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DE VENTA
(Días en que se mantuvo invariable)



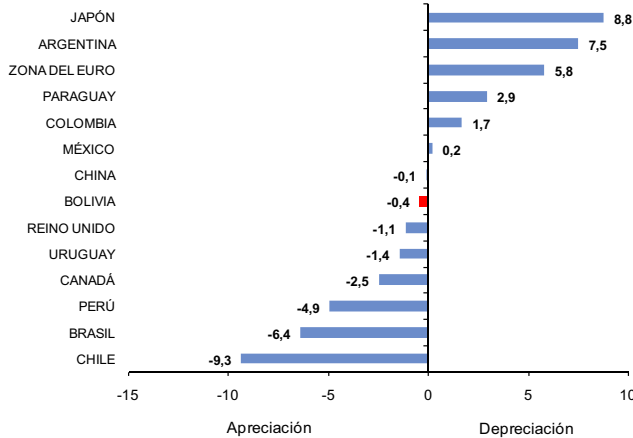
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.15: TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS
(Índice, Enero 2003 = 100)



FUENTE: BCB y Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Para Bolivia se toma el tipo de cambio de venta en el mercado financiero que incluye operaciones estándar y preferenciales

GRÁFICO III.16: VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS 31/12/08 al 30/04/09



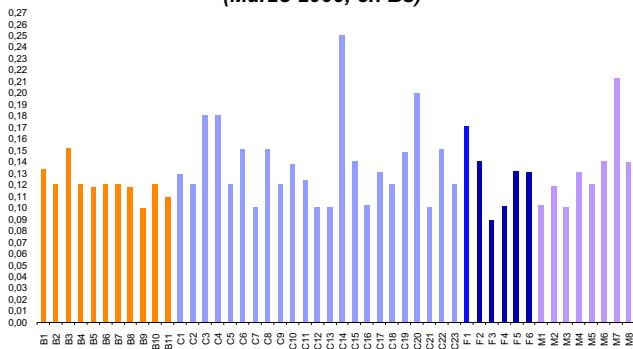
FUENTE: BCB y Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Para Bolivia se toma el tipo de cambio de venta en el sistema financiero que incluye operaciones estándar y preferenciales

Límites a los tipos de cambio de compra y de venta

El 31 de marzo de 2009 el Directorio del BCB aprobó un nuevo Reglamento de Operaciones Cambiarias, con vigencia a partir del 6 de abril de 2009, que limita el precio de compra y de venta de dólares estadounidenses de las entidades financieras a sus clientes y usuarios a 1 centavo respecto a los tipos de cambio fijados por el BCB. Actualmente, el límite máximo fijado a las instituciones financieras para la venta de dólares es de Bs7,08, mientras que el límite mínimo fijado para la compra de dólares es de Bs6,96.

La norma tiene el propósito de evitar distorsiones en el mercado de cambios por parte de algunas entidades financieras; y se constituye también en una medida de protección al público que realiza este tipo de operaciones con las entidades financieras. Asimismo, contribuye a evitar distorsiones en el *spread* (Gráfico III.17). En efecto, el *spread* cambiario oficial es de 10 centavos y antes de la aplicación de la norma algunas cooperativas presentaron *spreads* que incluso superaban los 20 centavos.

GRÁFICO III.17: SPREAD CAMBIARIO DEL SISTEMA FINANCIERO (Marzo 2009, en Bs)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: B=Bancos; C=Cooperativas; F=Fondos Financieros Privados; M=Mutuales

III.3 OTRAS POLÍTICAS

Entre otras políticas adoptadas por el BCB se pueden mencionar:

Modificaciones a las comisiones por transferencias del y al exterior

A finales de 2008, el Directorio del BCB disminuyó la comisión por transferencias del exterior, e incrementó la correspondiente a transferencias al exterior, que el sector financiero realiza a través del BCB (Cuadro III.2). De esta forma, se ajustaron los incentivos para evitar los movimientos de capitales especulativos que afecten la liquidez o la estabilidad del sistema financiero.

CUADRO III.2: COMISIONES POR TRANSFERENCIAS DEL Y AL EXTERIOR (En porcentajes)

DESCRIPCIÓN	2007 %	2008 %	2009 %
Transferencia de fondos al exterior para el Sector Privado	0,20	0,20	0,60
Transferencia de fondos del exterior para el Sector Privado excluidas operaciones de exportación a través del BCB	1,00 ^{1/}	1,00	0,60

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} A partir del 01/10/2007

Modificaciones en los límites a las inversiones en el exterior con recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de las Compañías de Seguros.

Con el propósito de facilitar recursos a la economía y contrarrestar los efectos de la crisis financiera internacional, el 28 de enero de 2009, el Directorio del BCB redujo los límites máximos para inversiones en

el extranjero con recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de las Compañías de Seguro desde 12% a 10% de sus recursos de inversión (Resolución de Directorio del BCB No.011/2009 y Resolución de Directorio del BCB No.012/2009).

Encaje legal

Si bien el encaje legal es un instrumento de política monetaria y fue utilizado con ese sentido en los últimos años, también es un instrumento para promover la estabilidad del sistema financiero, en el caso de Bolivia coadyuvando a la remonetización, por los costos y riesgos que la dolarización implica para la economía. En las gestiones anteriores las medidas de encaje legal más importantes estuvieron dirigidas a incrementar el encaje en ME, aunque también se incrementó el encaje en MN para algunos tipos de depósitos. Las acciones se orientaron, por un lado, a disminuir las presiones inflacionarias y por otra, a generar incentivos para alcanzar un mayor crecimiento de los depósitos en moneda nacional.

La última modificación realizada mediante Resolución de Directorio del BCB No.143/2008, aprobada el 9 de diciembre de 2008, incrementó la tasa de encaje adicional a 30%, estableció el 30 de septiembre de 2008 como fecha base para la aplicación de este encaje y eliminó el mecanismo de compensación. Esta disposición que entró en vigencia el 26 de enero de 2009, está orientada a internalizar en los agentes económicos los costos que la dolarización implica para la economía, tanto de solvencia como de liquidez y mejorar la remonetización que es un factor fundamental para incrementar la efectividad de las políticas monetarias y cambiarias. La medida al estar orientada a depósitos en ME y al no existir mayores requerimientos a las colocaciones en MN, no afecta a liquidez ya que se aplica sólo a un segmento (depósitos en ME) y sólo a nuevos depósitos (a partir de septiembre de 2008).

Tasa de Referencia (TRe)

Debido a que la TRe tuvo un comportamiento atípico en el mes de febrero, explicado por operaciones aisladas, se modificó su forma de cálculo incluyendo todos los depósitos a plazo y no únicamente los de 91 a 180 días, con el objeto de reducir su variabilidad y

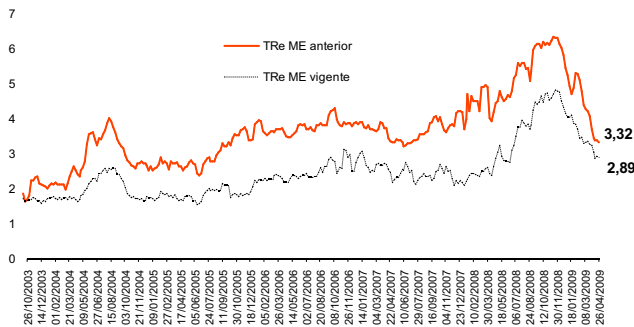
que refleje de mejor manera el estado de las tasas de interés en el mercado bancario (Gráfico III.18).

La TRe actual tiene las siguientes características:

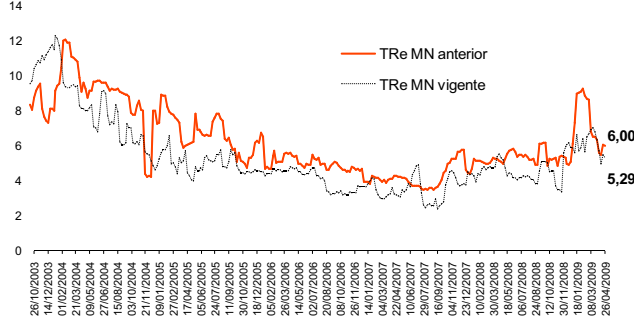
- Menor volatilidad, especialmente en MN
- El nivel se redujo en ambas denominaciones
- Su cálculo es más comprensible y transparente
- Representa de mejor manera el costo de fondeo de las entidades bancarias

La modificación fue propuesta por el BCB y efectuada por la SBEF debido a que el Reglamento de Tasas de Interés es de su competencia.

GRÁFICO III.18: TASA DE REFERENCIA TRE
(En porcentajes)
Moneda Extranjera



Moneda Nacional



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

Diversificación de las Reservas Internacionales Netas

El 17 de marzo de 2009, mediante Resolución de Directorio del BCB No.025/2009, se autorizó la inversión en euros de hasta un 10% del capital de inversión. El propósito de esta medida es diversificar la composición de las reservas internacionales. El 1° de abril de 2009 el BCB realizó una inversión de 455 millones de euros, equivalente a \$us600 millones. La inversión en euros se realizó a través de títulos soberanos emitidos por países de la zona euro, con la más alta calidad crediticia y con un plazo de vencimiento de hasta un año.

Modificaciones en las provisiones

En el marco de la coordinación institucional, el BCB coordinó con la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF) modificaciones en el Reglamento de Provisiones con el propósito de internalizar los riesgos de operar en ME. La SBEF diferenció las provisiones por monedas para la cartera de créditos de la siguiente manera:

- Se elevó el porcentaje de provisiones para operaciones en ME e indexadas al tipo de cambio (MVDOL) para la cartera "A", de 1% a 2,5%.
- Para el cálculo de la previsión a constituirse para la cartera calificada "A" en ME y MVDOL se aplica un ponderador en función al Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP).

IV. La inflación importada como un determinante de la inflación boliviana

La inflación boliviana fue afectada de manera importante por la inflación externa relevante para Bolivia. Ésta se compone de la inflación de los socios comerciales, de sus movimientos cambiarios y también de la evolución del tipo de cambio en Bolivia. En el caso de la primera, aumentó desde 2007 por el incremento de los precios internacionales de alimentos y combustibles, para luego descender abruptamente debido a la recesión global. Respecto a los movimientos cambiarios, la depreciación del dólar - debido a los desequilibrios comerciales en EE.UU. - generó mayor inflación en Bolivia, pero al igual que en el caso previo, se revirtió desde finales de 2008, contribuyendo al descenso de la inflación nacional. Finalmente, la política cambiaria en los últimos dos años ha sido un factor que ha contribuido a moderar la inflación en Bolivia, frente al alza de los precios de alimentos y los movimientos cambiarios de los países vecinos.

IV.1 LA TRANSMISIÓN DE LA INFLACIÓN IMPORTADA A LA INFLACIÓN NACIONAL

En la mayoría de las economías abiertas al comercio internacional, una parte de la inflación nacional se determina por los movimientos de la inflación internacional relevante para cada país -que será definida posteriormente con mayor detalle- que incluye las inflaciones y las variaciones cambiarias de los socios comerciales y otros aspectos como la conducción de la política cambiaria y el grado de apertura de la economía.

En efecto, los precios para un conjunto de artículos denominados "transables" o comerciados internacionalmente se determinan externamente. Por

ejemplo, los precios de alimentos importados, de ropa de marca internacional, de equipos electrónicos y de maquinaria importada se fijan en el exterior, principalmente en los países de origen. Variaciones de estos precios afectarán parcialmente a la inflación nacional.

El canal más directo es la importación de artículos provenientes del exterior. Para ilustrar cómo los factores mencionados pueden afectar a los precios internos, se presenta un ejemplo en el Recuadro IV.1.

En cuanto se refiere al efecto de la apertura comercial, se debe señalar que en promedio, la proporción de artículos importados en Bolivia en los últimos diez años (entre 1999 y 2008) ha sido 30% del PIB, pero con una tendencia creciente; es decir, las importaciones aumentaron en términos relativos al PIB de 27,3% en 1999 a 38,0% en 2008. Por este motivo, la inflación externa también ha cobrado paulatinamente mayor relevancia. Cabe distinguir dos canales de la inflación importada: uno directo, que afecta al IPC por medio de los bienes de consumo; y otro indirecto, que afecta al IPC a través de los insumos importados y, en menor medida, de los bienes de capital.

En el caso del canal directo, se debe tomar en cuenta que aproximadamente sólo el 25% de las importaciones corresponden a bienes de consumo. Esto representa aproximadamente el 15% del consumo privado en 2008. Por tanto, el efecto directo de la inflación importada en los precios de artículos de consumo estaría en torno a esta magnitud, consistente con estudios econométricos recientes que se han efectuado al interior del BCB.¹⁴ En cuanto a los efectos indirectos, éstos son más difíciles de medir, aunque se podría aproximar utilizando la relación entre las importaciones privadas no destinadas al consumo y el PIB que no incluye actividades extractivas no renovables (minería e hidrocarburos) y los servicios de la administración pública. Esta relación para el año 2008 fue de 37,8%, que sería una aproximación de la importancia de los insumos y bienes de capital importados en la producción interna. De estos bienes, los que se destinan a la producción de artículos de consumo tendrán efectos en el IPC, aunque en menor proporción y con efectos más atenuados que en el caso del efecto directo.

¹⁴ Véase Cossio *et al*, "La inflación y políticas del Banco Central de Bolivia", *Revista de Análisis del BCB*, volumen 10, diciembre de 2008.

En síntesis, la inflación externa relevante para Bolivia es importante en la determinación de la inflación nacional. Esta inflación de carácter importado incluye los movimientos de precios de nuestros socios comerciales y la evolución de las paridades externas así como la boliviana. El diagrama IV.1 resume la discusión precedente.

El comportamiento de la inflación externa relevante para Bolivia se muestra en el Gráfico IV.1. En él se aprecia que la caída y posterior repunte en el periodo 1999 a 2001 tuvo estrecha relación con el comportamiento de la inflación total. También se aprecia que el fuerte repunte en 2003 y el hecho de que estuvo en torno a 10% en los siguientes años no tuvo efectos inmediatos, pero si habría implicado la acumulación de presiones inflacionarias, las que se habrían manifestado en los años siguientes. Finalmente, una parte importante del descenso de la inflación estaría asociado a la caída de la inflación externa, tal como se aprecia en similar gráfico.¹⁵

IV.2 LA INFLACIÓN INTERNACIONAL RELEVANTE PARA BOLIVIA Y SUS REPERCUSIONES EN LA INFLACIÓN BOLIVIANA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

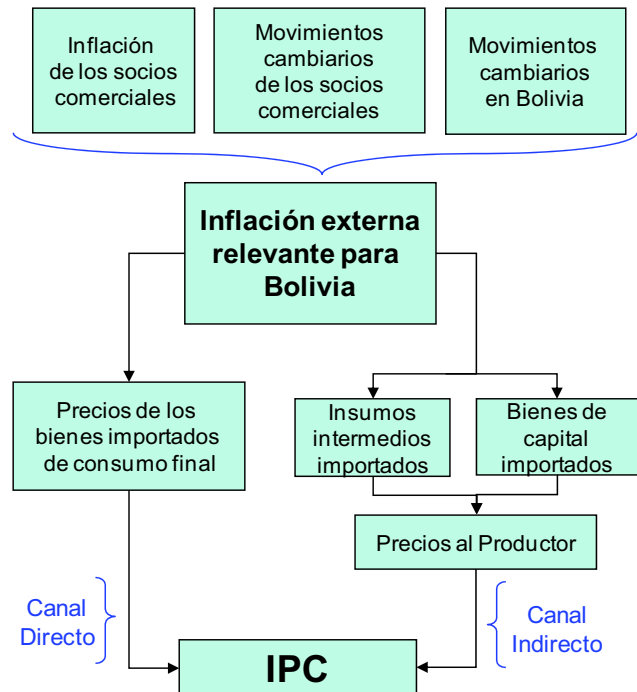
Consistente con la anterior sección, a continuación se describirán los tres principales componentes de la inflación externa relevante para Bolivia y sus repercusiones en la inflación boliviana.

La inflación de los socios comerciales:

En comparación con la década de los años ochenta y la primera mitad de los noventa, la inflación internacional y en la mayoría de las regiones ha descendido de manera uniforme (Gráfico IV.2). Debido al convencimiento de que la inflación es un fenómeno que afecta especialmente a los sectores más vulnerables de la sociedad y que además va acompañada de otros desequilibrios macroeconómicos, la mayoría de los países del mundo adoptaron políticas para controlar la inflación. Por ejemplo, en las economías avanzadas cayó de 12% a inicios de 1980 a un promedio de 2% en los últimos años. En las economías emergentes, en promedio las tasas fueron de un solo dígito desde el año 2000. Y en Latinoamérica

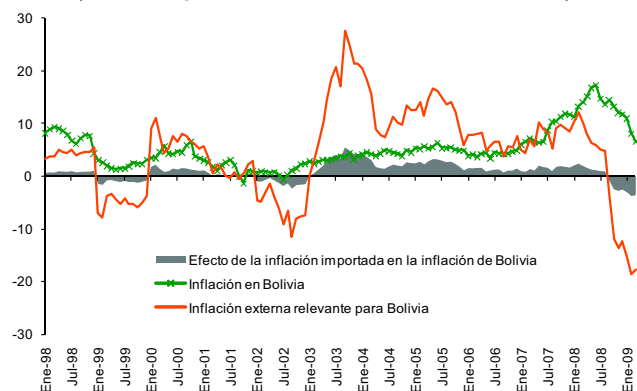
¹⁵ Debe tomarse en cuenta que existen otros factores que también afectan a la inflación (como el nivel de actividad económica, la inercia inflacionaria y las expectativas de inflación), lo cual hace que la relación no sea necesariamente contemporánea en todos los casos.

DIAGRAMA IV.1: LOS EFECTOS DE LA INFLACIÓN IMPORTADA EN LA INFLACIÓN NACIONAL



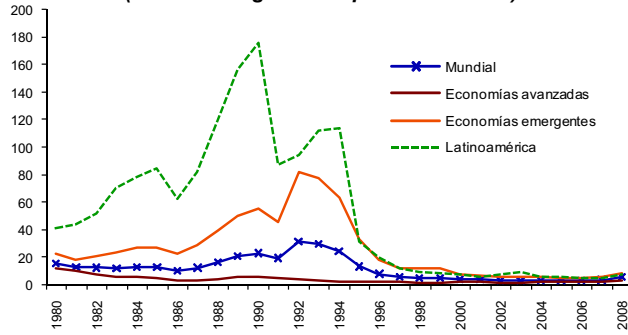
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.1: INFLACIÓN NACIONAL, INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA Y EFECTO DE LA INFLACIÓN EXTERNA EN LA INFLACIÓN NACIONAL (Variación porcentual en 12 meses e incidencias)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Se asume que el traspaso de la inflación importada a la inflación nacional estaría en torno a 0,2. Es decir, por cada 10pp de inflación externa, ésta se transforma en 2pp de inflación en Bolivia

GRÁFICO IV.2: INFLACIÓN EN REGIONES SELECCIONADAS
(Variación logarítmica promedio anual)

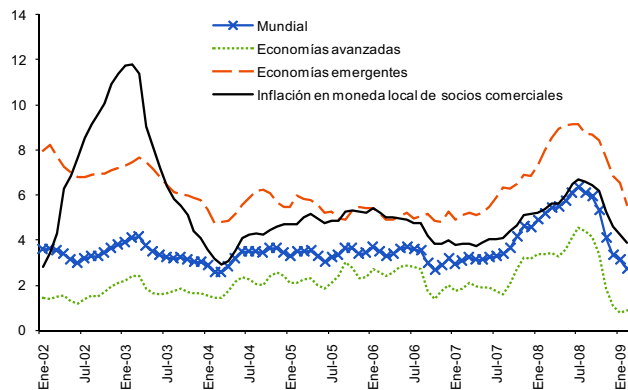


FUENTE: Fondo Monetario Internacional
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Se muestra la variación logarítmica de la inflación promedio anual. Es decir $\log(1+\pi)$, donde π es la tasa de inflación. En este caso, el valor de 176 para Latinoamérica en 1990 corresponde a 484% de inflación. Para tasas menores a 20% la diferencia es mínima

y el Caribe, las tasas de inflación fueron iguales o menores a 10% desde 1998.

En la presente década, salvo por eventos específicos como el incremento de la inflación en Argentina y Uruguay en 2002 y en Brasil y Venezuela en 2003, la inflación en América Latina fue más estable que en las décadas precedentes. Sin embargo, a partir del año 2007 existió un repunte general de la inflación en casi todas las regiones del mundo (Gráfico IV.3). Por esta razón, las políticas económicas, especialmente de carácter monetario, estuvieron dirigidas a promover menores tasas de inflación. Este proceso se revirtió con la irrupción de la crisis financiera internacional, que hizo que la inflación descendiera de manera igualmente abrupta a partir del segundo semestre de 2008.

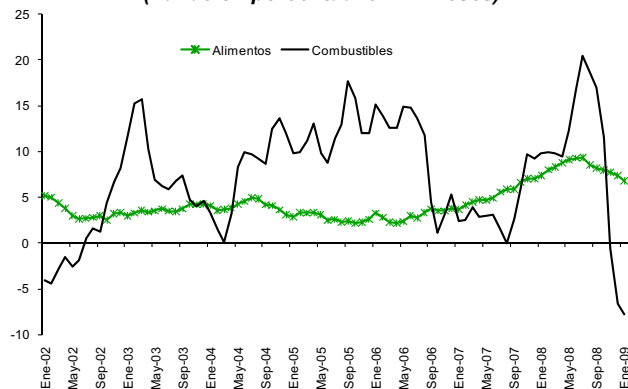
GRÁFICO IV.3: INFLACIÓN EN REGIONES SELECCIONADAS
(Variación porcentual en 12 meses)



FUENTE: Bloomberg - Fondo Monetario Internacional - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La "Inflación en moneda local de socios comerciales" corresponde a la inflación de los 13 principales socios comerciales ponderados por su participación en el comercio exterior boliviano

Entre las principales razones para el incremento general de la inflación se encontraban las alzas de precios de los alimentos y de los combustibles (Gráfico IV.4). En ambos casos, los factores comunes se debieron al importante dinamismo económico mundial que existió entre 2004 y mediados de 2008, a restricciones de oferta ya sea por el bajo nivel de inversiones realizadas en años previos y problemas geopolíticos (combustibles) o por efectos de fenómenos climatológicos (alimentos), y a la especulación de instrumentos financieros relacionados con estas categorías. Además, un nexo común entre ambas fue que para mitigar los efectos negativos del alza de los precios de los combustibles, se enfatizó la producción de combustible de origen vegetal (biocombustibles), lo cual implicó una reducción de la superficie cultivada de alimentos y el consecuente incremento de precios de los alimentos.

GRÁFICO IV.4: INFLACIÓN MUNDIAL DE ALIMENTOS Y COMBUSTIBLES
(Variación porcentual en 12 meses)



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

El aumento de precios de combustibles fue similar tanto en países avanzados como en países emergentes. En cambio, el alza de precios de alimentos afectó principalmente a estos últimos, donde en promedio llegó a 14% a mediados de 2008. Se debe considerar que en las economías emergentes, la importancia de alimentos en la canasta familiar se encuentra entre 30% y 50%, lo que determinó que la inflación por alimentos implique incrementos de la inflación en estos países entre 4pp y 7pp, respectivamente. En contraposición, el incremento de los precios de combustibles afectó principalmente a las economías avanzadas, donde este ítem tiene una importancia mayor.

Los principales problemas en ambos casos fueron dos: i) implicaron efectos de segunda vuelta o secuelas de esta alza en los precios de otros artículos, debido a su efecto en las expectativas y la posterior inercia que generaron; y ii) demandarán soluciones en el largo plazo que dependen de aspectos estructurales, ajenos a las políticas macroeconómicas y ligados más bien a políticas sectoriales y a decisiones de oferta de los productores.

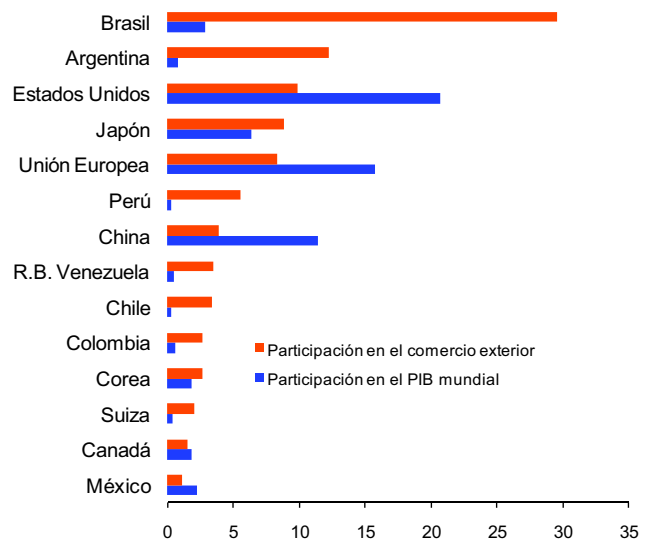
Sin embargo, así como representaron un dilema de política cuando la inflación fue alta, actualmente el descenso en los precios de alimentos y combustibles ha hecho que la inflación mundial disminuya rápidamente. Este fenómeno responde al menor dinamismo de la economía mundial y a la recesión que empezó el año 2008 y se extendió a varios países en lo que va del 2009, considerándose la contracción económica más importante después de varias décadas. La caída de la inflación permitió a las autoridades monetarias y fiscales tener mayores márgenes de maniobra para adoptar políticas expansivas con el fin de mitigar los efectos de esta recesión.

Movimientos cambiarios de los socios comerciales:

El segundo factor que determina la inflación externa son los movimientos cambiarios de los principales socios comerciales. Aunque estos podrían tener evoluciones disímiles según los fundamentos macroeconómicos de cada país, desde el año 2003 y hasta el primer semestre de 2008, tuvieron similar tendencia de apreciación, para posteriormente depreciarse. No obstante, para entender estos movimientos comunes se debe tomar en cuenta que los países que representaron algo más del 75% del comercio boliviano en 2008, representaron el 30% de la producción mundial (Gráfico IV.5). Esto implica, que el 22% restante¹⁶ (Estados Unidos, la Unión Europea y China) determinan los principales movimientos cambiarios del resto de las economías. De hecho, el desequilibrio externo de EE.UU. fue el principal factor para que la moneda estadounidense se deprecie, como una forma de ajuste para mitigar el déficit comercial de este país. Por tanto, señalar que el dólar se depreció es equivalente a indicar que las monedas de los otros países se apreciaron respecto a esta divisa referencial.

Pese a que la crisis financiera global se originó en Estados Unidos, existió un fenómeno de "huída a la

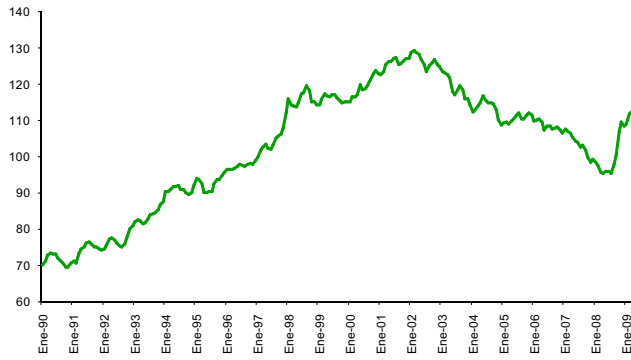
GRÁFICO IV.5: PARTICIPACIÓN DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DE BOLIVIA EN EL PIB MUNDIAL Y EN EL COMERCIO EXTERIOR DE BOLIVIA (Porcentajes de participación en 2008)



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

¹⁶ La diferencia de 3% corresponde al resto de países que comercian con Bolivia.

GRÁFICO IV.6: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO NOMINAL DE EE.UU
(Índice, enero de 1997=100)

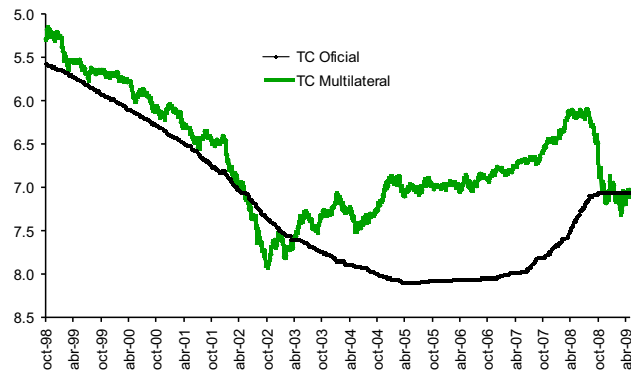


FUENTE: Federal Reserve
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Un incremento (caída) muestra una apreciación (depreciación).

calidad", que privilegió los activos seguros en el país del norte (como títulos del Tesoro estadounidense) y, por tanto, se apreció su moneda respecto al resto de los países (Gráfico IV.6).

En síntesis, la apreciación de las monedas de los socios comerciales fue en realidad la depreciación del dólar respecto a las principales monedas mundiales, por factores específicos en EE.UU. (el país con mayor peso en la producción mundial) y, en menor medida, por factores propios de cada país (mejores fundamentos macroeconómicos y menor riesgo país en comparación con el pasado).

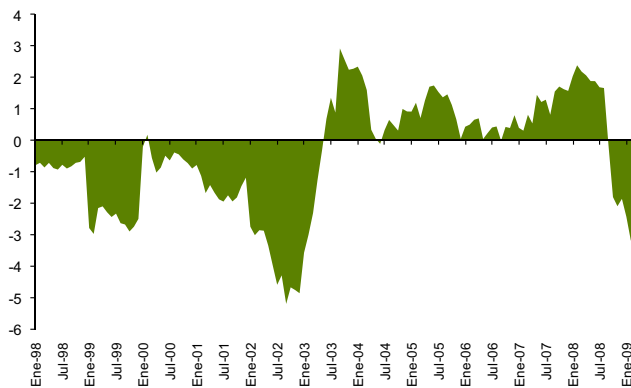
GRÁFICO IV.7: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y MULTILATERAL
(Bolivianos por dólar estadounidense)



FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Puesto que la escala está en orden inverso, un incremento (caída) muestra una apreciación (depreciación).

Un indicador referencial de tipo de cambio nominal multilateral para Bolivia (Gráfico IV.7), muestra que hasta 2002 existían presiones para depreciar la moneda, las cuales se concretaron en un movimiento con tendencia similar en el tipo de cambio oficial. Sin embargo, entre 2003 y mediados de 2008, las presiones para la apreciación de la moneda fueron evidentes; y como el tipo de cambio oficial se mantuvo relativamente estable (salvo en 2007 y 2008, años en los que la paridad oficial se movió en dirección hacia el equilibrio), esto generó una acumulación de reservas internacionales, debido a la compra de divisas excedentes en la economía por parte del BCB, las cuales tuvieron que ser esterilizadas con operaciones monetarias para evitar un ingreso masivo de recursos a la economía. Esta subvaluación también generó presiones inflacionarias, porque los artículos importados se encarecieron debido a la depreciación del dólar, aunque mitigadas parcialmente en los dos años previos por el descenso de la paridad oficial en Bolivia. Desde el último trimestre de 2008, la paridad estaría en torno a su nivel de equilibrio.

GRÁFICO IV.8: EFECTO DE LA INFLACIÓN EXTERNA POR MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN LA INFLACIÓN TOTAL
(Incidencia porcentual)



FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Se asume que el traspaso de la inflación importada a la inflación nacional estaría en torno a 0,2

El aporte de esta fuente de inflación importada a la inflación total ha sido importante (Gráfico IV.8). Existieron abruptos movimientos de las paridades externas, las que según el periodo que se considere generaron presiones inflacionarias (como en el periodo 2003 a mediados de 2008) o hacia la baja (entre 2001 y 2002 y a partir del segundo semestre de 2008).

Movimientos cambiarios en Bolivia:

El último factor que afecta a la inflación importada es la evolución de la paridad cambiaria en Bolivia. Desde 1986, ésta ha sido determinada por el BCB, que debido al alto grado de dolarización, adoptó un régimen

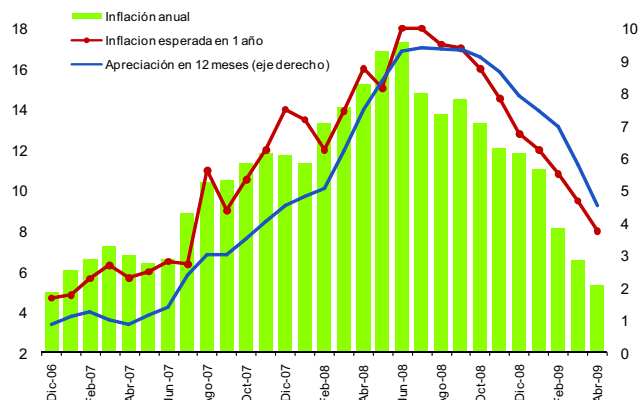
cambiario de movimientos graduales y no anunciados conocido como tipo de cambio deslizante o reptante (*crawling peg*). A diferencia de otros países, movimientos cambiarios abruptos implicarían problemas en el sistema financiero, por un fenómeno denominado "hoja de balance", que indica que si los agentes económicos perciben sus ingresos en moneda nacional y a la vez se encuentran endeudados en moneda extranjera, un incremento del tipo de cambio se reflejaría inmediatamente en un aumento de la deuda y del costo financiero, los cuales tendrían consecuencias en la capacidad de pago y, por ende, en las operaciones del sistema financiero. De igual forma, movimientos cambiarios repentinos y de magnitud afectarían a la inflación, por medio de su efecto en la inflación importada.

Durante la mayor parte de la vigencia del régimen cambiario, la prioridad fue mantener un tipo de cambio real estable y competitivo, en virtud a los diversos movimientos cambiarios de los socios comerciales, en un contexto de inflación descendente o baja. No obstante, debido al repunte de la inflación en los últimos años, la política cambiaria priorizó el objetivo de control de inflación (Gráfico IV.9), lo cual además contribuyó a disminuir la dolarización financiera y real (en las transacciones).

Esta orientación fue fundamental para moderar las presiones inflacionarias de origen externo (Gráfico IV.10), pues complementada con la política monetaria de control de la liquidez, hizo que ambas mitiguen el aumento de la inflación. Se calcula que a partir de 2008, su aporte a la reducción de la inflación estuvo entre 1,5pp y 2,0pp. También fue importante porque Bolivia es una economía todavía dolarizada, donde el tipo de cambio tiene una relevancia mayor que en otros países. Su rol de ancla nominal hizo que la moderada apreciación (pero significativa para el grado de dolarización que existe en Bolivia) sirviera de señal de compromiso del BCB con el control de la inflación.

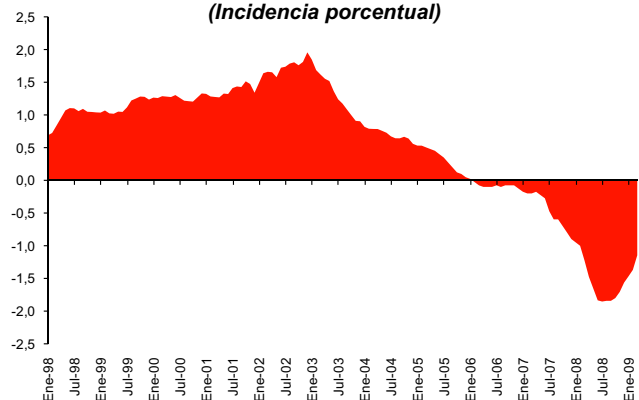
En resumen, la inflación importada relevante para Bolivia ha sido determinante para el alza y posterior reducción de la inflación en Bolivia. Uno de sus componentes, la política cambiaria nacional, ha sido manejado con la orientación y cautela necesarias, tanto para amortiguar las presiones externas como para evitar efectos no deseados en el sistema financiero, las empresas y las familias.

GRÁFICO IV.9: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA
(Variación en 12 meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO IV.10: EFECTO DE LA EVOLUCIÓN CAMBIARIA EN LA INFLACIÓN TOTAL
(Incidencia porcentual)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Se asume que el traspaso de la inflación importada a la inflación nacional estaría en torno a 0,2.

**RECUADRO IV.1:
LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA INFLACIÓN IMPORTADA**

Para ilustrar cómo se transmite la inflación importada a la inflación nacional y la influencia de la inflación externa y los movimientos cambiarios, se expondrá un ejemplo sobre la importación de una camisa desde Brasil, que se muestra en el Cuadro IV.1.

CUADRO IV.1: DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN IMPORTADA: UN EJEMPLO

	Precio en Brasil	Tipo de cambio R/\$us	Precio en dólares	Tipo de cambio Bs/\$us	Precio en bolivianos
Escenario base	29,30	2,18	13,44	7,07	95,02
Escenario inflación en Brasil	30,00	2,18	13,76	7,07	97,29
Escenario apreciación en Brasil	30,00	1,56	19,23	7,07	135,96
Escenario depreciación en Bolivia	30,00	2,18	13,76	8,10	111,47

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Supóngase que se desea adquirir una camisa de origen brasilero que vale R29,30 en Brasil. Tomando como referencia un tipo de cambio de 2,18R/\$us, el precio de esta camisa equivale a \$us13,44. Sin tomar en cuenta el costo de transporte y los costos de internación del producto (principalmente aranceles), en Bolivia esta camisa tendría un valor de Bs95,02 a un tipo de cambio de 7,07Bs/\$us. Se denomina a este ejercicio como el "Escenario base", pues utiliza los tipos de cambio vigentes en Bolivia y Brasil a fines de abril de 2009.

El siguiente ejercicio muestra el efecto de la inflación en el extranjero en la inflación nacional. Supóngase que el precio de la camisa en Brasil evolucionó de forma similar a la inflación total en ese país.¹⁷ Tomando en cuenta que la inflación acumulada en el vecino país entre octubre de 2008 y abril de 2009 fue 2,4%, esta camisa costaría R30 en Brasil, \$us13,76 para su exportación y Bs97,29 en Bolivia en abril del presente año, si es que los tipos de cambio tanto en Bolivia como en Brasil no hubiesen variado. Esto implica que sólo por el hecho de que existió inflación en Brasil, este artículo se encareció en Bolivia. Este es el escenario denominado "Escenario inflación en Brasil".

No obstante y como se verá en la sección siguiente, un factor aún más determinante para la inflación externa es el movimiento de las paridades cambiarias en el extranjero. Si se asume que el precio de la camisa no varía en Brasil, es decir se mantiene en los R30 del anterior escenario, que el tipo de cambio en Bolivia permanece fijo en 7,07Bs/\$us y considerando el tipo de cambio más bajo observado en Brasil en los últimos seis años (1,56R/\$us a finales de julio de 2008), la camisa habría valido \$us19,23 para su exportación y Bs135,96 en Bolivia. Esto implica que mientras más bajen los tipos de cambio respecto al dólar estadounidense (las monedas se aprecien) en el país de origen, los artículos serán más caros en Bolivia. Este ejercicio se denomina "Escenario apreciación en Brasil".

Para considerar la importancia de este efecto en el alza de la inflación boliviana observada en los últimos años, conviene recordar que a mediados de octubre de 2002 el tipo de cambio en Brasil fue de 3,95R/\$us y, con los supuestos arriba mencionados (el precio de la camisa de R30 y el tipo de cambio en Bolivia de 7,07Bs/\$us), la camisa para su exportación habría valido \$us7,59 y en Bolivia Bs53,70. Por tanto, sólo por la apreciación del real en Brasil y manteniendo todo lo demás constante, el precio de la camisa en Bolivia habría subido 153% entre octubre de 2002 y julio de 2008.

Cuando sucede lo contrario, es decir cuando los tipos de cambio suben en el exterior (las monedas se deprecian), los precios de los artículos importados bajan en Bolivia. Entre julio de 2008 y abril de 2009 esto sucedió en Brasil al igual que en otras economías como repercusión de la crisis internacional. En este periodo, el tipo de cambio en Brasil subió de 1,56R/\$us a 2,18R/\$us. Por este motivo, el precio

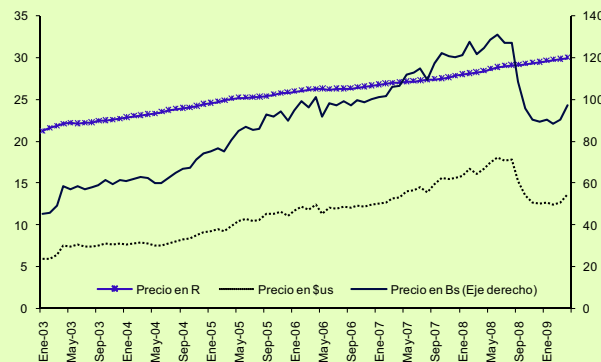
¹⁷ Medido por el IPCA, que es uno de los índices de precios al consumidor que calcula Brasil, que abarca las familias urbanas comprendidas entre 1 y 40 salarios mínimos, cualquiera sea su fuente de ingresos.

de la camisa en Bolivia bajó de Bs135,96 a Bs97,29 (28% de caída) entre ambos periodos de referencia. Es decir, la depreciación de las monedas de los socios comerciales reduce las presiones inflacionarias importadas, tal como aconteció en los últimos meses.

Un aspecto final que determina los efectos de la inflación importada es el tipo de cambio en Bolivia. Utilizando el precio referencial de R30 y el tipo de cambio de 2,18R/\$us, el precio de la camisa sería más caro si el tipo de cambio en nuestro país fuese 8,10Bs/\$us (que fue el máximo valor alcanzado en julio de 2005). En ese caso, la camisa costaría Bs111,47, que se denomina "Escenario depreciación en Bolivia". Entonces, se concluye que aumentos (reducciones) del tipo de cambio en Bolivia incrementan (disminuyen) la inflación en Bolivia. Por esta razón, y tal como se señaló en anteriores publicaciones, el BCB apreció la moneda nacional para moderar los efectos de la inflación importada.¹⁸

El Gráfico IV.11 muestra la evolución del precio de la camisa en Brasil, tomando una trayectoria similar que la inflación en dicho país desde enero de 2003 hasta abril del presente año. También expone el precio de exportación en dólares y el precio de importación de la camisa en Bolivia, las cuales incluyen las variaciones cambiarias en Brasil y Bolivia. Es interesante apreciar que el precio de la camisa en el país vecino habría subido de R21,26 a R30 (41,1%). Por su parte, el precio en dólares habría subido de \$us6,03 a \$us13,76 (128,3%), debido principalmente a la apreciación del real en el periodo de referencia, la cual explicaría 61,8pp de incremento y el resto corresponde al encarecimiento de la camisa en Brasil. Finalmente, el precio en bolivianos habría subido de Bs45,40 a Bs97,29 (114,3%).

GRÁFICO IV.11: DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN IMPORTADA: UN EJEMPLO
(Precio de una camisa brasilera en bolivianos, reales y dólares)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La diferencia entre el incremento en el precio en dólares y el precio en bolivianos (14pp) corresponde al efecto de la apreciación del boliviano, que mitigó parcialmente esta alza de precios. Si se hubiese querido mitigar totalmente el efecto de la depreciación del dólar en Brasil, el tipo de cambio debería estar en 4,65Bs/\$us, para que el precio en Bolivia sea de Bs64,05, con un incremento similar al de Brasil (41,1%). También es interesante resaltar que, pese a la reciente depreciación del real, ésta no ha hecho que el precio de la camisa en dólares descienda hasta un nivel concordante con el alza experimentada en Brasil. En efecto, debido a la depreciación reciente, el precio de exportación en dólares bajó de un máximo de \$us18,22 a \$us13,76; pero no bajó a \$us8,51, que correspondería al precio en dólares si es que la paridad se habría mantenido fija en todo este periodo y sólo se tomaría en cuenta el efecto de la inflación en Brasil. En otras palabras, la apreciación acumulada de las monedas vecinas respecto al dólar estadounidense en los últimos años ha sido más alta que la reciente depreciación en los últimos meses, por lo que los precios externos todavía continúan altos y generan presiones inflacionarias.

¹⁸ Se debe notar que en este análisis se está subestimando el impacto de las variaciones cambiarias en la inflación, pues éste puede ser mayor, debido al todavía alto grado de dolarización de la economía boliviana. Este fenómeno hace que varios de los precios de bienes y servicios que no se comercian internacionalmente (como alquileres, casas, entre otros) se fijen en moneda extranjera.



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