

RAL DE BOLIVIA

PARTE I

INFLACIÓN

1. La inflación en 2006
2. El BCB y el control de la inflación
3. Perspectivas para 2007

9 2 8

1

LA INFLACIÓN EN 2006

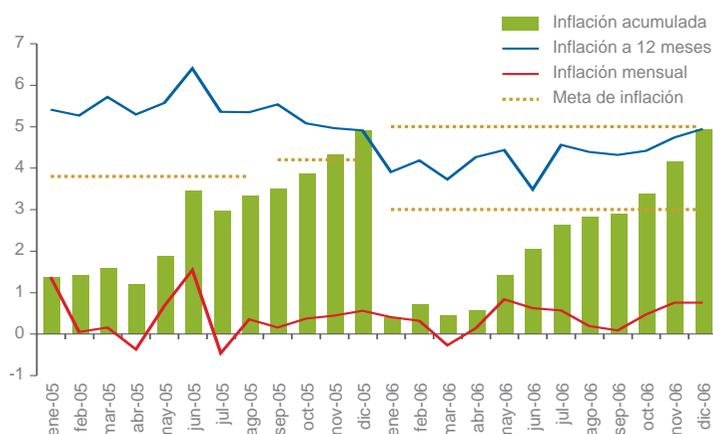
La variación en el nivel general de precios en 2006, medida a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue 4,95%, ligeramente superior a la observada en 2005 (4,91%). Aunque en el transcurso del año la variación porcentual en 12 meses se situó en el rango previsto por el Ente Emisor (entre 3% y 5%),

aspectos puntuales determinaron que ésta termine en el techo de la meta prevista (Gráfico 1.1). No obstante, cabe notar que durante la mayor parte del año la variación acumulada fue menor que la observada en el año precedente, reflejando presiones inflacionarias más acotadas.

GRÁFICO 1.1

INFLACIÓN A DOCE MESES, MENSUAL Y ACUMULADA

(En porcentajes)



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

La inflación en 2006 estuvo determinada principalmente por el incremento en los precios de algunos productos agrícolas y por ajustes en la estructura de costos del sector de transporte, a partir de cambios en la legislación tributaria. Ajustes en precios relativos, especialmente en las remuneraciones y factores externos, tuvieron una influencia menor. La descomposición de la

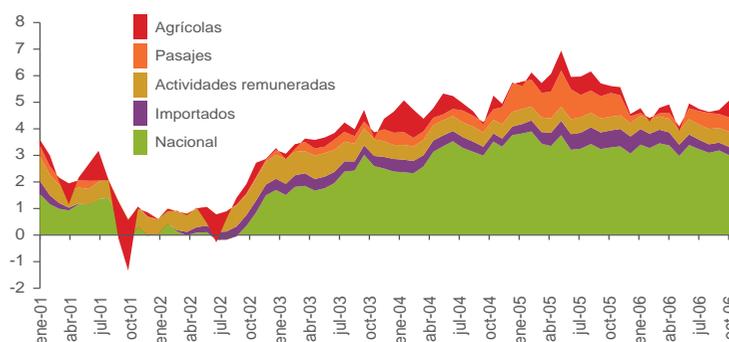
inflación total por grupos de productos va en línea con lo señalado (Gráfico 1.2). El impacto del fenómeno de El Niño en la inflación del sector agrícola se observó hacia finales de año, cuando los cambios climatológicos originaron desequilibrios en los mercados del tomate y la papa, cuyos precios se incrementaron significativamente.¹

¹ El alza del precio del tomate en 2006 fue de 109,5% y de la papa 29,1%.

GRÁFICO 1.2

DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN A DOCE MESES

(Incidencias, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Resalta también el impacto de la incorporación del transporte al Régimen General de Tributación. En efecto, a partir de mayo de 2006, todas las personas naturales propietarias de vehículos que prestan servicios de transporte interdepartamental e internacional de pasajeros y de carga se incorporaron al mencionado régimen, lo que incrementó el costo del transporte interno.²

Por otra parte, el alza en las remuneraciones de las actividades incluidas en el IPC³ se explicó por el mayor dinamismo de la demanda interna, específicamente del consumo tanto público como privado, y por el ajuste del salario relativo de estos sectores con relación al sector formal. Además, las presiones externas originadas en la apreciación de los principales socios comerciales,

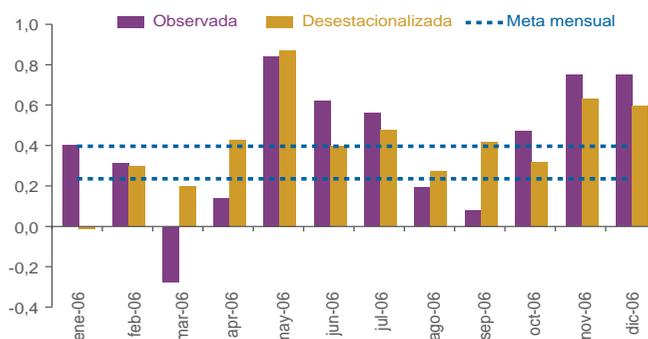
observadas también a lo largo de 2005, fueron atenuadas por la orientación de la política cambiaria. Finalmente, cabe notar que existió una dinámica inercial proveniente de años anteriores, especialmente 2005, que habría contribuido con 1,5 puntos porcentuales.⁴

El análisis de la inflación mensual en 2006, sin considerar factores estacionales, muestra que mayo, noviembre y diciembre fueron los meses más inflacionarios, en los que se sobrepasó considerablemente el límite superior mensualizado del rango meta establecido, confirmando la relevancia del impacto del cambio en la estructura de costos del sector de transporte y el efecto inicial del fenómeno de El Niño en la inflación a doce meses (Gráfico 1.3).

GRÁFICO 1.3

INFLACIÓN MENSUAL TOTAL Y DESESTACIONALIZADA

(Variación mensual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

² El D.S. 28522 de 16 de diciembre de 2005 excluye el alcance del Sistema Tributario Integrado (STI) a este segmento de los contribuyentes y su incorporación se postergó hasta el 30 de abril de 2006 mediante D.S.28585.

³ Corresponden al pago por confección y arreglo de ropa, reparación de calzados, albañilería, lustrado de zapatos, trabajo del hogar, servicio de lavandería y corte de cabello para dama.

⁴ La inercia se calcula como la suma de perturbaciones trimestrales en los precios ponderadas por un coeficiente de inercia que proviene de un modelo de curva de Phillips de la economía. Una perturbación trimestral es la diferencia entre la meta trimestralizada y la inflación observada.

Por ciudades, al igual que en la gestión pasada, Cochabamba presentó la mayor inflación, cuyo principal determinante fue el aumento de precios que observó el transporte. Santa Cruz ocupó el segundo lugar, principalmente por el alza del precio del tomate

hacia finales de año. La inflación en El Alto estuvo afectada por la incidencia de la papa, mientras que La Paz registró la menor variación dentro del ámbito geográfico del IPC (Cuadro 1.1)

CUADRO 1.1

INFLACIÓN ACUMULADA E INCIDENCIA POR CIUDADES, 2005 - 2006

(En porcentajes)

INFLACIÓN					
	LA PAZ	SANTA CRUZ	COCHABAMBA	EL ALTO	BOLIVIA
2005	3,98	4,41	7,87	3,14	4,91
2006	3,69	5,03	6,77	4,97	4,95
Ponderación (%)	38	31	21	10	100

INCIDENCIA					
	LA PAZ	SANTA CRUZ	COCHABAMBA	EL ALTO	BOLIVIA
2005	1,42	1,43	1,75	0,30	4,91
2006	1,31	1,63	1,55	0,46	4,95

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

De este modo, se puede concluir que durante 2006 determinados precios en la economía experimentaron perturbaciones extraordinarias, las cuales por su naturaleza podrían considerarse como transitorias.

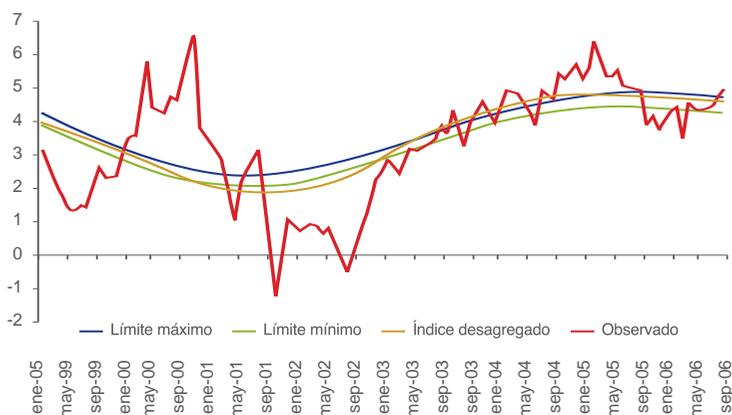
Por lo tanto, un aspecto fundamental es la discriminación entre las variaciones de precios transitorias y

aquellas de carácter permanente. Para respaldar este análisis se construyeron indicadores de inflación permanente, que intentan extraer el componente persistente del alza de precios a través de determinados métodos estadísticos. La aplicación de esta metodología señala que la inflación permanente se encontraría entre 4,25% y 4,75% al cierre de 2006 (Gráfico 1.4).

GRÁFICO 1.4

INFLACIÓN OBSERVADA Y ESTIMACIONES DE LA INFLACIÓN PERMANENTE

(Variación anual, en porcentaje)



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

NOTA: Uno de los métodos utilizados para determinar la inflación permanente fue extraer el componente tendencial del IPC con el uso del filtro de Hodrick y Prescott, para luego aplicar un proceso de re-muestreo o *bootstrapping* con el objetivo de crear intervalos de confianza de la variación permanente, que se muestran como límites mínimo y máximo. El otro método consistió en aplicar los filtros a los precios de los 332 artículos que componen el IPC, para luego agregarlos en un índice denominado desagregado.

Con el objetivo de profundizar este análisis, para discriminar los componentes transitorio y permanente de la inflación y su influencia en la variación anual se

seleccionaron los productos que tuvieron mayor incidencia (Cuadro 1.2) y se efectuó un análisis de tendencia.⁵

CUADRO 1.2

INCIDENCIA Y PONDERACIÓN POR PRODUCTOS

(En porcentajes)

ARTÍCULO	INCIDENCIA	PONDERACIÓN
Tomate	0,80	0,73
Papa	0,72	2,43
Azúcar	0,21	1,67
Flota, bus, minibús	0,17	0,50
Trabajadora del hogar	0,16	2,02
Arveja	0,13	0,36
Aceite	0,09	1,17
Cebolla	0,08	0,45
Plátano	0,06	0,49
Resto	2,62	90,18
TOTAL	4,95	100,00

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

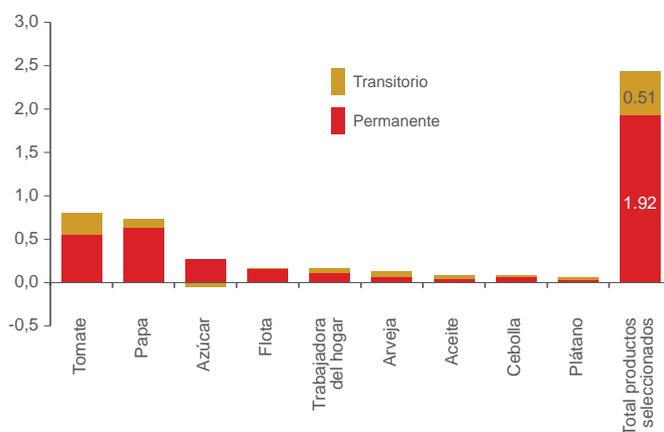
La diferenciación entre el componente transitorio y permanente de la inflación por producto revela la importancia de los problemas climáticos sobre los precios. La incidencia del componente transitorio de

los nueve productos seleccionados alcanza a 0,5 puntos porcentuales y corrobora que la inflación permanente habría estado cerca de 4,4% al cierre de 2006 (Gráfico 1.5).

GRÁFICO 1.5

INCIDENCIA EN LA INFLACIÓN DE PRODUCTOS SELECCIONADOS, DESAGREGADO POR COMPONENTES TRANSITORIO Y PERMANENTE

(Incidencias, en porcentajes)



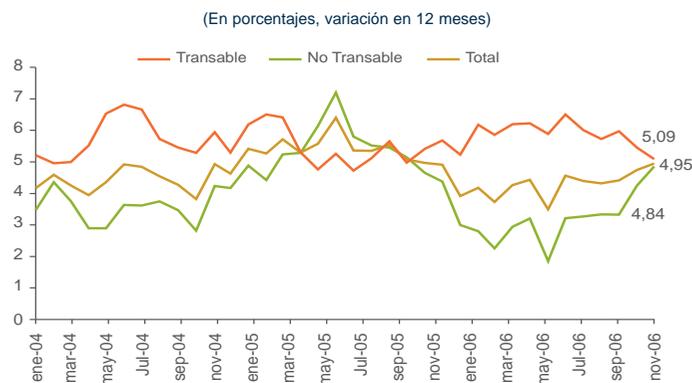
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

⁵ La metodología aplicada consiste en separar el componente de tendencia de las series individuales de precios a través de la aplicación del filtro estadístico Hodrick y Prescott. El componente transitorio se define como la diferencia entre el índice de la serie original sin el componente estacional y el índice de la serie filtrada; mientras que su incidencia es el anterior resultado multiplicado por la ponderación del producto en la canasta del IPC. De esta forma, la incidencia del componente permanente es la diferencia entre la incidencia observada del producto y la incidencia transitoria calculada.

En el contexto internacional, la apreciación de las monedas de algunos socios comerciales encareció el precio de los bienes importados. Las apreciaciones de las monedas de Brasil, Colombia, Perú, Reino Unido y la Zona del Euro, conjuntamente con la mayor inflación de Argentina, Colombia y Venezuela, significaron una inflación importada en torno a 7%.⁶ Por otra parte, el elevado precio de los hidrocarburos significó una mayor producción de alcohol para exportación a partir

de la caña de azúcar. Por lo tanto, la menor producción de azúcar para el mercado local y el contrabando a países vecinos habría incidido en un mayor precio de este artículo, de tal forma que la inflación del subgrupo de azúcar y confitería fue de 12,7%. En este contexto, la inflación transable fue 5,1%, mientras que la inflación no transable fue 4,8%, aunque cabe notar que a lo largo del año la inflación transable fue considerablemente mayor a la doméstica (Gráfico 1.6).

GRÁFICO 1.6
INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD

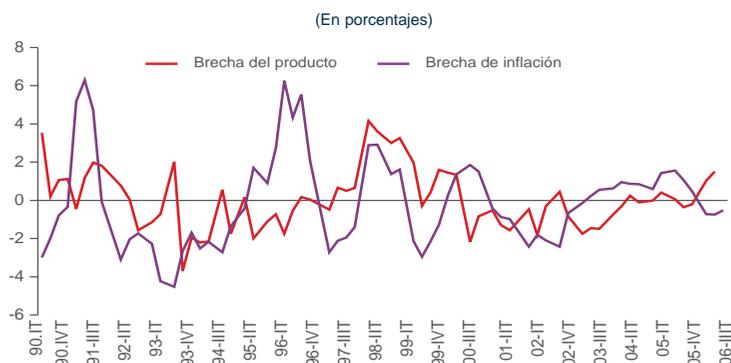


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Por otra parte, la actividad económica interna habría contribuido a la dinámica de precios, pues se estima una demanda efectiva mayor a la potencial (Gráfico 1.7). En este sentido, conviene notar que una aproxi-

mación al ingreso interno (el Producto Interno Bruto sin minería e hidrocarburos) creció en torno al 4,6%, la mayor tasa desde 1997.

GRÁFICO 1.7
BRECHAS DEL PRODUCTO Y DE LA INFLACIÓN



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

NOTA: La brecha del producto es la diferencia porcentual entre el Producto Interno Bruto, sin considerar efectos estacionales, y el producto de tendencia, ambos obtenidos mediante filtros estadísticos; la brecha de la inflación responde a similar definición. Una brecha positiva indica que los valores observados son mayores a los de su correspondiente tendencia de largo plazo.

⁶ Esta variable corresponde a la inflación en dólares estadounidenses de los 13 principales socios comerciales de Bolivia, ponderados por su participación en las importaciones. Estas ponderaciones varían anualmente, según lo hacen los envíos desde el exterior.

Por otra parte, el incremento del salario mínimo nacional y sus efectos en otros segmentos del mercado laboral formal e informal, como el de actividades remuneradas, contribuyeron también a explicar la incidencia del componente permanente. Cabe notar que el gasto de consumo se aceleró durante la ges-

ción, pues sus componentes público y privado crecieron a un mayor ritmo respecto de gestiones anteriores. En el consumo privado, el principal factor tendría que ver con variaciones en el ingreso disponible en sectores de bajos ingresos o bien expectativas de mayores ingresos futuros.⁷

2 EL BCB Y EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

La Ley 1670 confiere atribuciones al BCB como única autoridad monetaria y cambiaria del país, y le otorga la independencia necesaria en el uso de sus instrumentos para el cumplimiento de su objeto: mantener el poder adquisitivo interno de la moneda nacional, mandato que ha sido interpretado como mantener una inflación baja y estable.

Para 2006, el BCB modificó el anuncio de una meta numérica puntual de inflación a un rango en el cual se estima que ésta se situará, que además es consistente con un entorno de inflación moderada. Este desarrollo es acorde con la gradual transición hacia un régimen de metas explícitas de inflación que el BCB ha establecido como objetivo estratégico de mediano

plazo. Este cambio en la formulación de metas reconoce la incertidumbre en el comportamiento de variables que influyen en la inflación, como el movimiento de precios externos, el impacto de cambios climáticos en los ciclos agrícolas y la eventualidad de conflictos sociales. Asimismo, esta nueva práctica transmite dos elementos importantes en el diseño del objetivo de inflación: una menor incertidumbre para los agentes económicos sobre el comportamiento futuro de la inflación, pues corresponde a un rango acotado, y el compromiso de tomar las medidas necesarias para que la inflación se sitúe en dicho rango. Para 2006 se fijó un rango de 3% a 5%, centrado en 4%, en línea con la práctica de otros bancos centrales de la región (Cuadro 1.3).

CUADRO 1.3

METAS DE INFLACIÓN PARA 2006 EN PAÍSES SELECCIONADOS

(En porcentajes)

Países	Meta de inflación
Argentina	8,0 - 11,0
Bolivia	4,0 ± 1,0
Brasil	4,5 ± 1,0
Canadá	2,0 ± 1,0
Chile	3,0 ± 1,0
México	3,0 ± 1,0
Perú	2,5 ± 1,0

FUENTE: Páginas *web* de los Bancos Centrales.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

La inflación subyacente —medida relevante para evaluar el desempeño de la política monetaria y cambiaria— cerró 2006 en 3,2%, ligeramente por encima del límite inferior de la meta establecida (Gráfico 1.8). Esta medida se construye excluyendo los cinco pro-

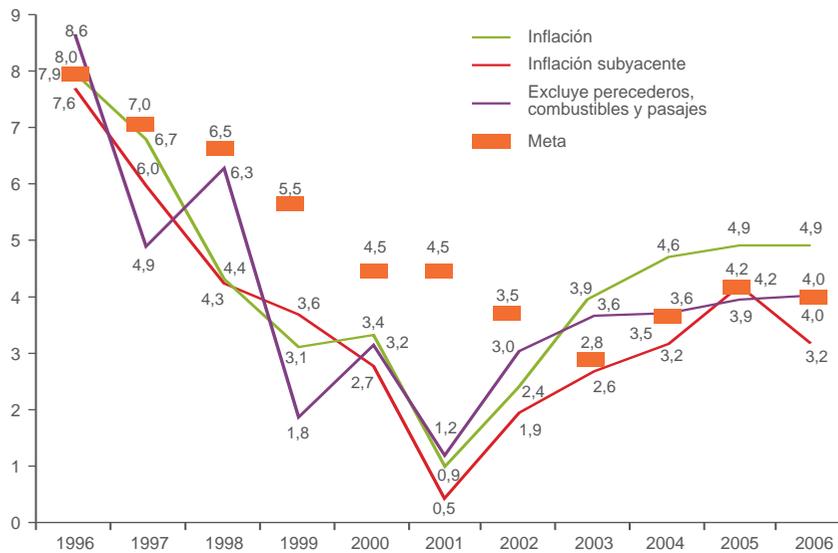
ductos con mayor y menor variación y los de carácter estacional. Un indicador alternativo, que excluye alimentos perecederos y combustibles, se situó en el punto central del rango establecido por el Ente Emisor (4,02%).

⁷ Adicionalmente, políticas como el Bono "Juancito Pinto" tuvieron efectos no despreciables en la demanda interna.

GRÁFICO 1.8

INDICADORES DE INFLACIÓN SUBYACENTE Y META DE INFLACIÓN

(Variación acumulada anual, en porcentajes)



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

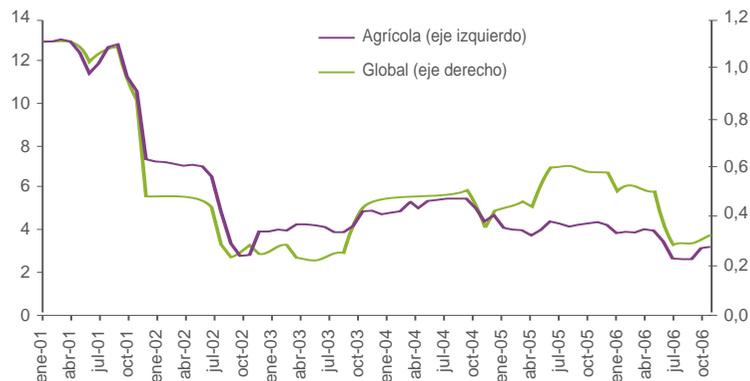
La discrepancia existente en los últimos años entre la inflación observada y la medida usual de inflación subyacente podría estar explicada por las características intrínsecas de la canasta del IPC. En efecto, actualmente una limitación en el cálculo del IPC es su elevada concentración en productos alimenticios (49,1%) y su limitada cobertura, pues este índice comprende información de precios recolectados en las ciudades de La Paz, Cochabamba, Santa Cruz y El Alto. Si bien en un país como Bolivia una elevada proporción de gasto en alimentos es consistente con el alto índice de pobreza,

el hecho de que la actual canasta refleje la estructura de gasto de 1990 implica que no se incorporan bienes y servicios que forman parte del consumo actual, como por ejemplo la telefonía celular, internet o el servicio de radiotaxi. Más aún, la variabilidad de los precios en el sector agrícola, muy vulnerable a cambios climáticos, se transfiere de manera importante al IPC, tal como lo muestra la evidencia de los últimos años, con excepción de 2005, donde el aumento de los precios internos de hidrocarburos y sus efectos en las tarifas de transporte fueron también significativas (Gráfico 1.9).

GRÁFICO 1.9

VOLATILIDAD DE LA INFLACIÓN MENSUAL GLOBAL Y DEL SECTOR AGRÍCOLA

(Desviación estándar en ventanas móviles a doce meses)



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

Por las anteriores consideraciones, es importante pensar en adelante en un indicador que exprese más ade-

cuadamente la tendencia de la variación de precios, aspecto que se analiza en detalle en el recuadro.

INFLACIÓN SUBYACENTE

La volatilidad de la inflación en el corto plazo, conjuntamente con los rezagos en la transmisión de la política monetaria, implican la necesidad de contar con indicadores de inflación que permitan a la autoridad monetaria reaccionar a cambios en la tendencia del nivel de precios antes que aquellos de carácter transitorio.¹ Esta necesidad es mayor en la medida en que los bancos centrales concentran su atención en el control de la inflación como objetivo primario de la política monetaria.

Desde esta perspectiva, una limitación en el uso del IPC para el cálculo de la inflación es que contiene información de variaciones transitorias como permanentes de los precios, dificultando el proceso de extracción de señales que permite captar la tendencia.

El concepto de inflación subyacente surge como una forma de subsanar estas deficiencias. Sin embargo, no existe consenso en cuanto a su definición. Distintos enfoques pretenden hallar una medida adecuada para la inflación subyacente. Cada uno tiene ventajas y desventajas que impiden determinar la superioridad de un indicador sobre el resto, siendo más bien complementarios.

Uno de los métodos más comunes es el de exclusión. Éste consiste en quitar de la canasta del IPC ciertos productos o grupos de productos bajo el criterio de que sus precios son más volátiles. Sus principales ventajas son que su cálculo es fácil y la comunicación y comprensión por el público es alta, aunque con el riesgo potencial de perder información relevante.²

Para evitar la exclusión *ex ante* de productos o capítulos determinados se puede utilizar el método de los estimadores de influencia limitada o medias acotadas, que basan la decisión de exclusión en consideraciones estadísticas y no eliminan los mismos bienes todos los meses.

Métodos más complejos, que no cuentan con la ventaja de ser fácilmente comprendidos por el público, son el de medias tendenciales y el enfoque multiva-

riado. El primero extrae el componente de tendencia de la serie de la inflación utilizando técnicas estadísticas. Su principal desventaja recae en el hecho de que, por lo general, nueva información disponible implicaría el recálculo de toda la serie. Por otra parte, el enfoque multivariado se construye utilizando información adicional, como la actividad real o un determinado agregado monetario. La principal ventaja de este método es que permite identificar perturbaciones de corto plazo en la economía, las cuales, dependiendo de su origen y duración, pueden afectar al componente transitorio como al de tendencia de la inflación y el producto.

El BCB calcula mensualmente dos medidas de inflación subyacente. La primera (BCB) es un indicador de influencia limitada que elimina cada mes los cinco productos más y menos volátiles y los de carácter estacional. El otro indicador se calcula con el método de exclusión (SPC), suprimiendo los bienes perecederos y combustibles.

En trabajo conjunto con la Unidad de Análisis de Políticas Económicas y Sociales (UDAPE) y el Instituto Nacional de Estadística (INE) se evaluaron varias medidas alternativas de inflación subyacente. La medida SVHT (Sin Verduras, Hortalizas y Tubérculos) se calcula con el método de exclusión. La Asimétrica es una media acotada asimétricamente, en función de las características de la distribución de precios.³ Finalmente, el indicador Ajuste exponencial se basa en el enfoque de medias de tendencia. El cuadro a continuación muestra los resultados obtenidos para los cinco indicadores en diciembre de 2005 y 2006, y señala preliminarmente que las presiones inflacionarias fueron acotadas y se cumplió la meta de inflación.

¹ Por lo general, debido a su naturaleza reversible, los cambios transitorios no son relevantes para la autoridad monetaria.

² Si los precios se ajustan por presiones de demanda, excluirllos implicaría eliminar señales tempranas de inflación. Adicionalmente, la exclusión de subgrupos implica la reponderación del resto de productos, tal que el nuevo estadístico no reflejaría necesariamente una "canasta representativa de consumo".

³ La Asimétrica excluye mes a mes los productos más inflacionarios, que representen el 4% de los artículos incluidos en la canasta del IPC, y los productos menos inflacionarios (o deflacionarios), que representen el 8%. Los porcentajes de 8% y 4% se eligieron con base a la minimización del error medio cuadrático respecto a una referencia de tendencia de largo plazo.

CUADRO 1

INFLACIÓN OBSERVADA Y MEDIDAS SUBYACENTES

(Variación a doce meses en diciembre, en porcentaje)

MEDIDA	2005	2006
Inflación observada	4,91	4,95
BCB	4,24	3,22
SPC	3,93	4,02
SVHT	4,96	3,42
Asimétrica	5,95	3,69
Ajuste exponencial	5,09	4,54
PROMEDIO	4,83	3,78

El proceso de formación de precios en una economía con las características de la boliviana (pequeña, abierta y dolarizada) —a diferencia de otro tipo de economías— implica la consideración de variables adicionales a la expansión de los medios de pago. En ese sentido, la mayoría de las decisiones de fijación de precios en la economía dependen de las expectativas sobre el nivel del tipo de cambio y, en menor medida, de la inflación externa. Adicionalmente, existe evidencia que señala al tipo de cambio como ancla nominal de las expectativas de los agentes económicos, implicando una menor respuesta de la actividad transable a una posible depreciación nominal, puesto que ésta ocasionaría un alza de los precios internos. Esta estrecha relación entre tipo de cambio y precios en la economía nacional confiere un papel importante al mecanismo de

traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los precios internos.⁸

En este marco y de acuerdo con las atribuciones conferidas por Ley, el BCB aplicó medidas cambiarias y monetarias que contribuyeron a moderar la expansión del nivel agregado de precios. Durante 2006, la acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN), principalmente a través de operaciones de cambio y el incremento del gasto público en los últimos meses, determinó un importante crecimiento de la liquidez. Para contrarrestar este incremento, el BCB recogió la liquidez excedentaria en la economía a través de colocaciones netas y la aplicación del nuevo régimen de encaje legal. Por su parte, la apreciación cambiaria moderó las presiones inflacionarias externas (Cuadro 1.4).

CUADRO 1.4

AJUSTE DE LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

(En millones de bolivianos y centavos de boliviano)

Instrumentos	2006				Total
	I	II	III	IV	
Operaciones de mercado abierto (colocación neta del BCB) ^{1/}	366	216	72	518	1.172
Apreciación del tipo de cambio de venta (en ctvs)	1	1	1	2	5
Saldos de encaje legal del sistema financiero ^{2/}	4.533	4.367	4.273	4.045	

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

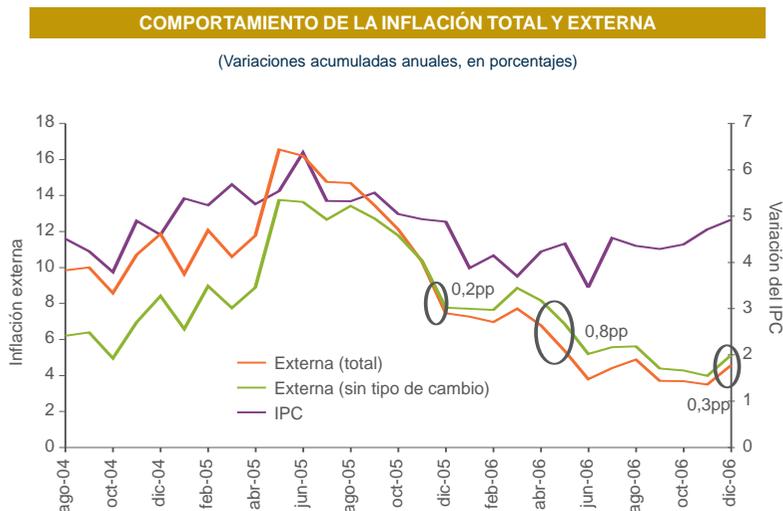
NOTA: ^{1/} Las operaciones en moneda extranjera se convierten a tipo de cambio fijo.^{2/} El 12 de diciembre se aprobaron modificaciones al encaje legal que incrementan el encaje requerido para depósitos en ME con vigencia a partir del 15 de enero de 2007.

⁸ Escobar y Mendieta (2004) "Inflación y Depreciación en una Economía Dolarizada: El caso de Bolivia", Revista de Análisis del BCB, volumen 7, Nº 1, Junio, La Paz.

La política cambiaria en 2006 continuó con el rumbo emprendido a mediados de 2005, orientada a apreciar el boliviano con relación al dólar. La apreciación de cinco centavos (0,62% en el tipo de cambio de venta) permitió contener parcialmente las presiones de la inflación externa en los precios internos (Gráfico

1.10). En este sentido, la apreciación gradual y moderada de la moneda, habría favorecido el control de la inflación con una caída calculada de 0,3 puntos porcentuales en el cierre de 2006, y no habría afectado al sector transable, dado el nivel de competitividad externa alcanzado.

GRÁFICO 1.10



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: La inflación externa que se muestra en el gráfico está ponderada por un factor de 0,5, parámetro que proviene de estudios econométricos del BCB y que es coherente con la participación de los bienes transables en el IPC (53%).

En materia monetaria, el BCB está facultado para regular la cantidad de dinero y el volumen del crédito, de acuerdo con su Programa Monetario. Para ello, realiza Operaciones de Mercado Abierto (OMA), define la composición, cuantía, forma de cálculo y otras características del Encaje Legal, y descuenta y redescuenta títulos valor.

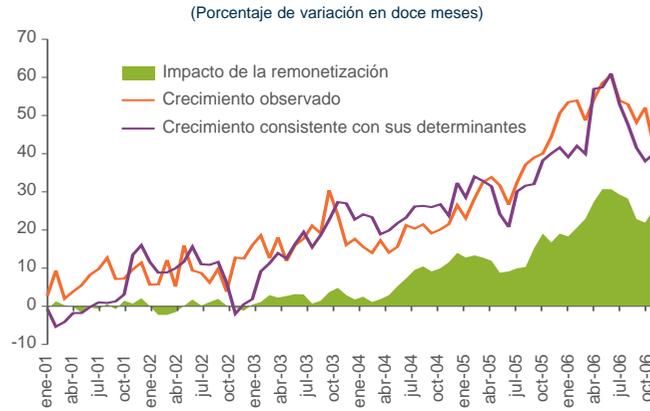
El Programa Monetario de 2006, con base en los supuestos de crecimiento real de 4,0% y una inflación en el centro del rango meta establecido, consideró una postura moderada de política monetaria con una ligera expansión del CIN y una ganancia mínima de RIN de \$us100 millones. Ambos límites se cumplieron con amplios márgenes, originados en la acumulación de depósitos del Sector Público No Financiero (SPNF) en el BCB y en el desempeño del sector exportador mejor al esperado. Además, el comportamiento del mercado de divisas implicó una mayor preferencia del público

por moneda nacional, con significativas compras de dólares por parte del BCB.

La emisión, en consecuencia, mostró un crecimiento más alto que el esperado. Desde determinadas perspectivas teóricas, la cantidad de dinero en la economía tiene relación con el nivel de precios: un acelerado crecimiento de los agregados monetarios podría generar una mayor inflación. No obstante, estudios realizados en el BCB sugieren que la mayor demanda de moneda nacional se debió a una recomposición del portafolio de activos de los agentes económicos a favor de los depósitos en MN, a la recuperación de la actividad económica y al menor costo de oportunidad por mantener moneda nacional dada la apreciación cambiaria. Por tanto, el incremento del circulante en moneda nacional no representó presiones inflacionarias significativas en 2006 (Gráfico 1.11).

GRÁFICO 1.11

CRECIMIENTO DE LA EMISIÓN MONETARIA CONSISTENTE CON SUS DETERMINANTES



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

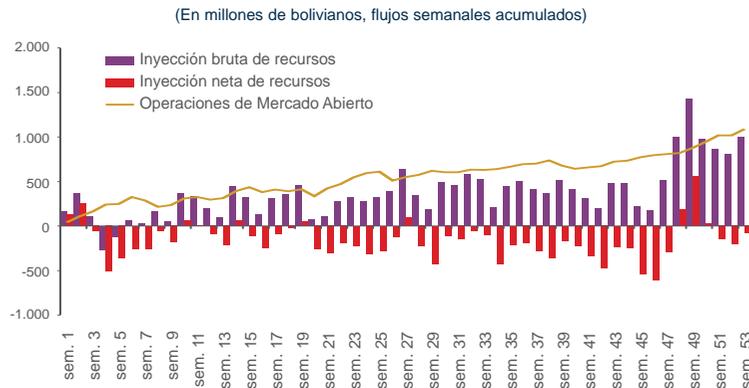
Para el control de la liquidez, el BCB realizó seguimiento a la inyección bruta de recursos en el mercado monetario a través del control de la variación neta en el crédito al sector financiero y al SPNF, las variaciones de RIN originadas en operaciones de cambio y los movimientos en la demanda de emisión monetaria, efectuando OMA para alcanzar sus metas operativas (inyección neta). Estas operaciones fueron lo suficientemente activas como para moderar el crecimiento de la liquidez de la economía (Gráfico 1.12).

Las modificaciones efectuadas en 2005 al Régimen de Encaje Legal⁹ habrían cumplido sus objetivos; empero, en 2006 se vio la necesidad de apuntalar los resultados, en particular sobre los incentivos a la cap-

tación de recursos en moneda nacional y la esterilización de excedentes de liquidez. En este sentido, el BCB efectuó modificaciones al encaje legal, como la disminución del nivel de depósitos de referencia en moneda extranjera para el cálculo del encaje adicional, de 80% a 60%, que en los hechos representa un incremento en la tasa efectiva de encaje en moneda extranjera.¹⁰ Estas medidas tuvieron efectos importantes en los multiplicadores monetarios, que indican la capacidad de expansión de los medios de pago: mientras el multiplicador de una definición limitada de dinero como m1 se mantuvo estable, el multiplicador de m³ disminuyó, reduciendo la creación de dinero “secundario” y contribuyendo a menores presiones inflacionarias.

GRÁFICO 1.12

INYECCIÓN DE RECURSOS Y ESTERILIZACIÓN POR EL BCB, 2006



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

⁹ En abril de 2005, el Directorio del BCB mediante Resolución de Directorio 048/2005 aprobó modificaciones al Régimen de Encaje orientadas a mejorar la provisión de fondos a entidades individuales del sistema, fortalecer el papel de prestamista de última instancia del BCB e incentivar la captación de depósitos en moneda nacional.

¹⁰ Esta medida entra en vigencia en 2007, pero su aprobación y anuncio en 2006 puede haber influido en el comportamiento señalado.

Otro factor que contribuyó a atenuar las presiones inflacionarias fue el ahorro del SPNF. En efecto, las modificaciones a la legislación del sector de hidrocarburos originaron un importante crecimiento en los recursos de los gobiernos subnacionales que no fueron correspondidos por incrementos similares en el gasto, lo que se tradujo en mayores depósitos en el Banco Central. La expansión del gasto pudo haber implicado una mayor inflación; empero, se debe destacar la prudencia fiscal observada en la gestión.

En el aspecto comunicacional y consistente con la gradual transición hacia un régimen de metas explícitas de inflación y de manera análoga a las prácticas en transparencia de varios bancos centrales del mundo, el BCB publicó dos *Informes de Política Monetaria* (IPM).¹¹

En términos de información con los agentes económicos, los IPM explican e informan la visión del Banco Central respecto a las tendencias futuras de los precios y sus implicaciones para la conducción de la política monetaria y cambiaria, limitando las sorpresas en su conducción y generando mayor confianza en los agentes económicos, en la medida en que el rumbo es más predecible. Adicionalmente, sistematizan y comunican los marcos que se emplean para el análisis de la política económica, resumiendo la información relevante sobre la estrategia de la política monetaria. En términos de rendición de cuentas, explican las razones por las que existen discrepancias puntuales entre las metas establecidas y el comportamiento efectivo de la inflación.

3

PERSPECTIVAS PARA 2007

En el IPM de diciembre de 2006, el BCB decidió continuar para 2007 con el mismo rango de inflación (entre 3% y 5%) utilizado en 2006, con la finalidad de anclar las expectativas de los agentes sobre el comportamiento futuro del nivel de precios.¹²

En esta línea y tal como se explica con mayor detalle en las secciones finales de las partes II y III, el Ente Emisor prevé la continuación de un contexto internacional relativamente favorable para 2007, aunque con expansiones más moderadas y con incertidumbre sobre la desaceleración de la economía estadounidense. En el plano interno, la actividad económica se aceleraría en la mayor parte de los sectores, con excepción del sector agrícola debido a los efectos de los fenómenos naturales El Niño y La Niña. Es de destacar que la brecha del PIB, excluidas las actividades extractivas de recursos naturales no renovables, ha ido aumentando paulatinamente desde 2003 hasta llegar a una diferencia positiva. Este dinamismo interno y externo podría reflejarse en mayores presiones inflacionarias a través de un aumento en la demanda agregada. Sin embargo, se espera que estas presiones se atenúen en la medida en que los aumentos en gasto sean correspondidos con mayor oferta.

La inflación externa, determinada en los últimos años por las apreciaciones de las monedas de algunos países vecinos y el alza del nivel de precios internos en socios comerciales particulares, exhibiría una disminución paulatina toda vez que existen expectativas de depreciación moderada con respecto al dólar estadounidense de las monedas de estos países, principalmente en América Latina. En ese sentido, la política cambiaria se orientará a moderar las presiones inflacionarias externas, además de anclar las expectativas de los agentes con el entorno de inflación moderada.

El incremento en el precio de la harina de trigo en mercados internacionales, originado en una menor oferta mundial por factores climáticos adversos en los principales países productores, podría generar presiones inflacionarias en los productos de los cuales éste forma parte de su cadena productiva, como por ejemplo el pan de batalla.

En el ámbito interno, se reconoce la incertidumbre sobre los efectos del fenómeno de El Niño, que puede afectar la oferta y los precios de equilibrio de productos agrícolas y pecuarios. Adicionalmente, el impacto de

¹¹ Abril y diciembre 2006.

¹² El segundo IPM de 2006 se presentó al público mediante una conferencia de prensa realizada en el BCB en fecha 13 de diciembre. Una evaluación de esta meta será realizada a mediados de 2007, incorporando las proyecciones objetivas de los modelos y los criterios subjetivos de los miembros del Comité de Política Monetaria y Cambiaria del BCB. Este informe, una vez aprobado por el Directorio del BCB, será divulgado mediante una conferencia de prensa.

este fenómeno climatológico podría sentirse durante algunos meses sobre los precios de los sectores de transportes y comercio. Por otro lado, se prevé que a mediados de año se presente el fenómeno de La Niña, afectando principalmente al occidente del país, con efectos similares en la producción y el nivel de precios de productos agrícolas.¹³

En materia monetaria, y tal como se mostró anteriormente, el crecimiento de la emisión guarda relación con lo que señalan sus fundamentos. Por lo tanto, la expansión de los medios de pago no necesariamente representaría un riesgo de inflación en el corto plazo. Empero, el BCB reitera que continuará monitoreando el desarrollo de este mercado, con el fin de evitar que eventuales desequilibrios signifiquen riesgos importantes en la inflación.

La posibilidad de mayor gasto fiscal, en especial en los gobiernos subnacionales, es un elemento de incertidumbre para la trayectoria esperada de precios. Sin embargo y en línea con lo establecido en el Plan Nacional de Desarrollo, se espera que se implemente el Fondo de Estabilización y Desarrollo (FED) como mecanismo para moderar las fluctuaciones cíclicas del ingreso y la presión del gasto fiscal, y dar un manejo

coherente de largo plazo a los ingresos del Impuesto Directo a los Hidrocarburos (IDH).

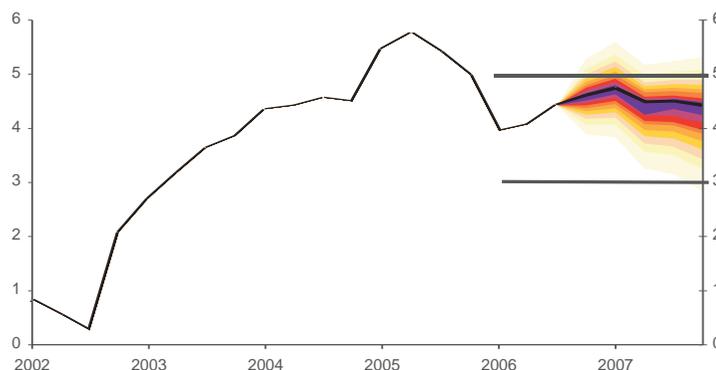
Los antecedentes señalados son consistentes con una proyección de la inflación total que se muestra en el Gráfico 1.13, que proviene del segundo IPM de 2006¹⁴, y que además presenta el grado de incertidumbre en el pronóstico e introduce el criterio subjetivo de las autoridades del BCB. De acuerdo con el gráfico, la inflación se situará próxima al límite superior del rango meta debido a problemas específicos con algunos productos agrícolas y a eventuales presiones de gasto. Estas proyecciones son a su vez consistentes con el comportamiento en el nivel de precios de los principales socios comerciales y los movimientos cambiarios correspondientes.

El BCB orientará sus esfuerzos al monitoreo continuo de la evolución de las variables mencionadas y a moderar las presiones inflacionarias, alineando gradualmente las expectativas en torno al rango meta. Para ello utilizará las políticas cambiaria y monetaria, sin que eso implique ajustes bruscos con efectos no deseados, e irá en el sentido de converger de forma progresiva con el objetivo de inflación de mediano plazo previsto por el Plan Nacional de Desarrollo (3%).

GRÁFICO 1.13

COMPORTAMIENTO OBSERVADO Y PROYECTADO DE LA INFLACIÓN TRIMESTRAL, 2002 – 2007

(En porcentajes)



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

¹³ El fenómeno de El Niño se refiere a los efectos climáticos por el calentamiento de las aguas superficiales del Océano Pacífico en su región ecuatorial, específicamente en las costas de Ecuador, Perú y Chile. Su intensidad es variable y el correspondiente a 2006 está catalogado como fuerte. Por su parte, el fenómeno de La Niña corresponde a los efectos asociados a las temperaturas anormalmente frías en similares regiones.

¹⁴ Para combinar las proyecciones objetivas de los modelos con los criterios subjetivos de las autoridades se utiliza el *Fan Chart*. Esta herramienta estadística incorpora ambos elementos y sirve también para mostrar explícitamente el grado de incertidumbre en los escenarios futuros de la inflación. El área más oscura muestra las proyecciones más probables de inflación, mientras que el área más clara, aquellas que son menos probables. El resultado que se presenta para esta gestión corresponde a la reunión del Comité de Política Monetaria y Cambiaria de fecha 4 de diciembre de 2006 y fue aprobado por el Directorio del BCB en la reunión ordinaria de fecha 5 de diciembre de 2006.