

Capítulo 2

La Inflación y Políticas del BCB

Capítulo 2 LA INFLACIÓN Y POLÍTICAS DEL BCB

Parte 1 INFLACIÓN

1.1 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

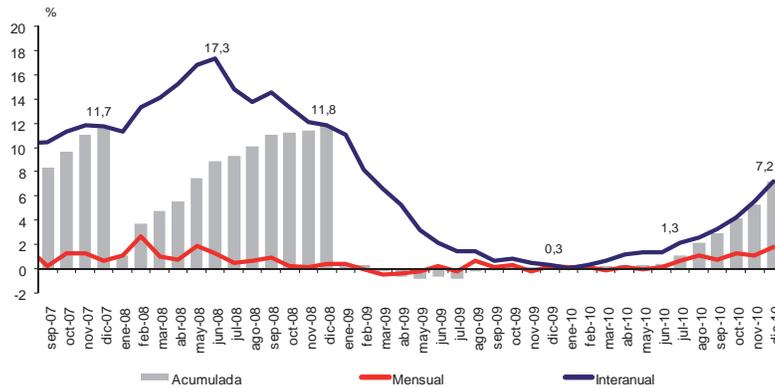
Índice de Precios al Consumidor

En la gestión 2010 la inflación alcanzó a 7,2%.

Esta sección resume el análisis de distintos indicadores de inflación, con especial énfasis en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y en los subíndices que se pueden construir a partir de él, además de otros adicionales de carácter informativo y referencial.

La inflación acumulada entre enero y diciembre de 2010 alcanzó a 7,2%, resultado que combinó una variación acumulada entre julio y diciembre de 6,7%, considerablemente mayor a la registrada en el primer semestre de 0,4% (Gráfico 2.1).

GRÁFICO 2.1: INFLACIÓN ANUAL, MENSUAL Y ACUMULADA



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

La inflación en el primer semestre fue moderada y alcanzó a 0,4%.

El primer semestre estuvo caracterizado por la finalización del proceso de ajuste de la inflación, que implicó una variación acumulada hasta junio de 0,4% y a 12 meses de 1,3%. Confluyeron en este resultado la concreción del efecto pleno de las políticas del Órgano Ejecutivo y del BCB empleadas para controlar la inflación en los años previos (en el primer caso por medio de programas de abastecimiento, y en el segundo debido a la contracción de la liquidez y a la política cambiaria). También fueron determinantes las bajas presiones de inflación importada, un adecuado desempeño del sector agropecuario y bajas expectativas de inflación.³⁶

Sin embargo, el segundo semestre estuvo caracterizado por un contexto totalmente distinto al primero, que implicó la aceleración de la inflación de forma inesperada en

³⁶ Para analizar con mayor detalle el comportamiento de la inflación véanse los Informes de Política Monetaria (IPM) de julio de 2010 y enero de 2011, disponibles en la página web del BCB.

En el segundo semestre la inflación se aceleró principalmente por factores externos (inflación importada), eventos climáticos adversos y el incremento de las expectativas.

cuanto a su magnitud. Entre los factores que explican el incremento de la inflación en el segundo semestre de 2010 se tienen: i) el aumento de la inflación de origen externo atribuida al incremento de los precios internacionales de productos básicos y apreciaciones de las monedas de los principales socios comerciales, los mismos que encarecieron la importación de productos y los precios de los bienes y servicios transables; ii) factores climáticos adversos que incidieron negativamente en el desempeño del sector agropecuario; iii) el incremento de las expectativas de inflación, reflejándose en ocultamiento, contrabando y especulación; iv) indicios de incremento no significativo de la demanda en el segundo semestre; y v) los efectos de la nivelación transitoria de los precios de los principales combustibles en el mercado interno efectuada en la última semana del mes de diciembre.

Pese a que se anticipó (especialmente en el IPM de julio) la presencia de los primeros cuatro fenómenos y se tomaron acciones de política para enfrentarlos (que se describirán más adelante), la magnitud de éstos fue mayor a la prevista. En efecto, como se describió en el anterior capítulo, los precios internacionales de materias primas se elevaron a un nivel similar e inclusive mayor al observado en el periodo de auge en 2008. De igual forma, las condiciones climáticas fueron particularmente adversas reflejadas en sequía, inundaciones y focos de calor. Estos factores retroalimentaron las expectativas de precios al alza.

En el primer semestre los alimentos y bebidas no mostraron un incremento considerable, pero en el segundo todas las divisiones de alimentos se incrementaron.

Analizando el IPC por divisiones, en el primer semestre las variaciones fueron moderadas, con excepción de Bebidas Alcohólicas y Tabaco (4,8% de variación acumulada a junio). En el segundo, las dos divisiones que incluyen alimentos consumidos dentro y fuera del hogar (Alimento y Bebidas no Alcohólicas y Restaurantes y Hoteles) mostraron incrementos en torno a 10%. La variación de precios del resto de las divisiones también aumentó en la segunda mitad del año, aunque con menor ímpetu.

En términos generales, se debe notar que la inflación por divisiones en 2010 fue mayor que la correspondiente al año previo. En efecto, sólo una de las doce divisiones que componen la canasta del IPC no mostró incrementos en 2010, correspondiendo ésta a la división de Comunicaciones (-3,2%). Las principales divisiones que registraron una mayor tendencia hacia el alza fueron: Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (11,6%), Restaurantes y Hoteles (9,5%), Transporte (8,6%), y Bebidas Alcohólicas y Tabaco (6,8%) (Cuadro 2.1).

CUADRO 2.1: INCIDENCIA DE LAS DIVISIONES DEL IPC EN LA INFLACIÓN

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

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

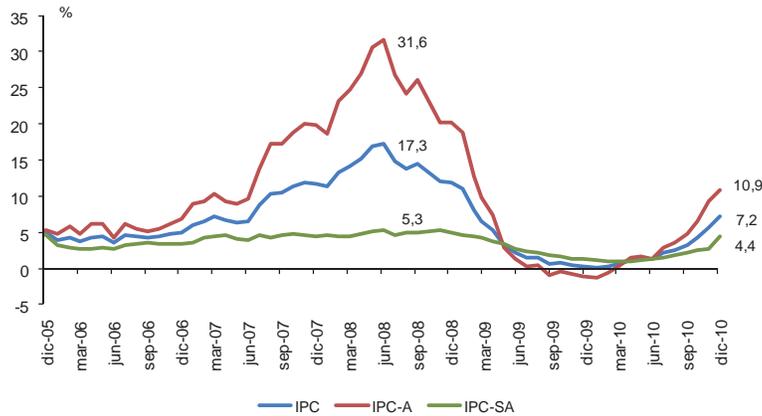
En el primer semestre la división de alimentos tuvo una caída acumulada de 0,6%, mientras que en el segundo se incrementó a 12,3%.

El Índice de Precios de Alimentos (IPC-A) tuvo un incremento mayor que el IPC.

El rubro de alimentos tuvo una caída acumulada de 0,6% en el primer semestre de 2010 (y de 6,7% desde inicios de 2009 hasta junio de 2010), para luego aumentar 12,3% en la segunda mitad de 2010. Al interior de esta división destacaron alzas de precio de la papa entre junio y septiembre debido a efectos de la sequía y heladas, el incremento del precio de la carne de pollo como consecuencia de la menor oferta de maíz que afectó a toda la cadena productiva de este alimento, mayores precios de la carne de res y del azúcar, habiendo sufrido este último importantes problemas de abastecimiento por efecto de la reducción de la producción y el contrabando.

En este contexto, la variación de los precios de alimentos (IPC-A) incluidos en el IPC mostró un comportamiento similar al índice global, pero con una velocidad mayor. Este indicador registró su punto mínimo en enero de 2010 (-1,3% de variación a 12 meses), aumentando el segundo semestre hasta alcanzar una variación interanual de 10,9% al cierre de la gestión (Gráfico 2.2). Según la FAO, el incremento de los precios de materias primas en el año 2010 provocó un alza en los precios internacionales de productos alimenticios,³⁷ que se plasmó en mayor inflación de origen externo e inflación importada para varios países del mundo, incluida Bolivia.

GRÁFICO 2.2: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC TOTAL, CON Y SIN ALIMENTOS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

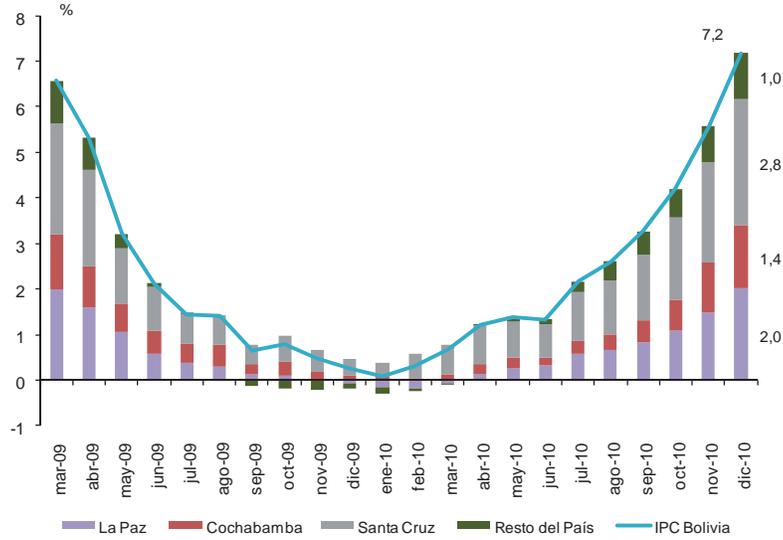
En el ámbito interno, el incremento de los precios de alimentos se explicó por la presencia de eventos climatológicos adversos que afectaron negativamente a la producción de bienes agrícolas y pecuarios, especialmente de carne vacuna y aviar.

Las ciudades del eje central tuvieron la mayor incidencia en la inflación de 2010.

Según su importancia en la construcción del IPC, las ciudades del eje central tuvieron la mayor incidencia en la inflación de 2010, siendo Santa Cruz la que registró la mayor incidencia (2,8%), seguida de La Paz (2%) y Cochabamba (1,4%) (Gráfico 2.3). En variaciones relativas, las ciudades más inflacionarias fueron Sucre (7,8%), Oruro (7,7%), Santa Cruz (7,5%), Cochabamba (7,4%) y Potosí (7,3%). La inflación en la primera y última de dichas ciudades fue influida por problemas de carácter político a mediados de año, que interrumpieron el normal flujo de abastecimiento en los centros de abasto del sur del país.

³⁷ Especialmente carne, cereales, aceites y grasas, azúcar y productos lácteos.

GRÁFICO 2.3: INCIDENCIA DE LA INFLACIÓN POR CIUDADES



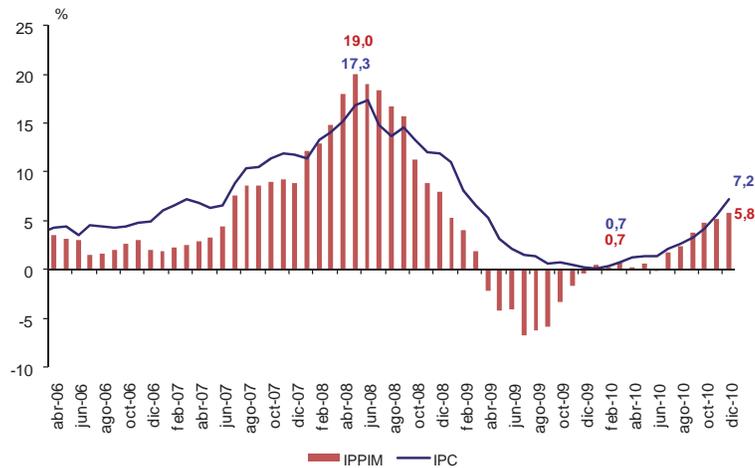
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero

El Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero tuvo un comportamiento similar al IPC hasta el tercer trimestre; en el cuarto mostró un crecimiento mayor.

El Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM)³⁸ tiene cierto grado de influencia sobre el IPC,³⁹ a través de actividades como la matanza de ganado, preparación de carne, fabricación de productos lácteos, producción de aceites comestibles y la molienda. La evolución de este indicador hasta el tercer trimestre de 2010 fue similar a la del IPC, mientras que en el cuarto se observó mayor incremento en los precios al consumidor. De esta forma, a diciembre la variación del IPPIM se ubicó en 5,8%, con una tendencia al alza (Gráfico 2.4).

GRÁFICO 2.4: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC Y DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

³⁸ Elaborado con base a la información de establecimientos dedicados a la producción y comercialización de artículos industriales manufactureros.

³⁹ Los datos sugiere que la variación del IPC reacciona a movimientos de la variación del IPPIM con un rezago promedio de un trimestre.

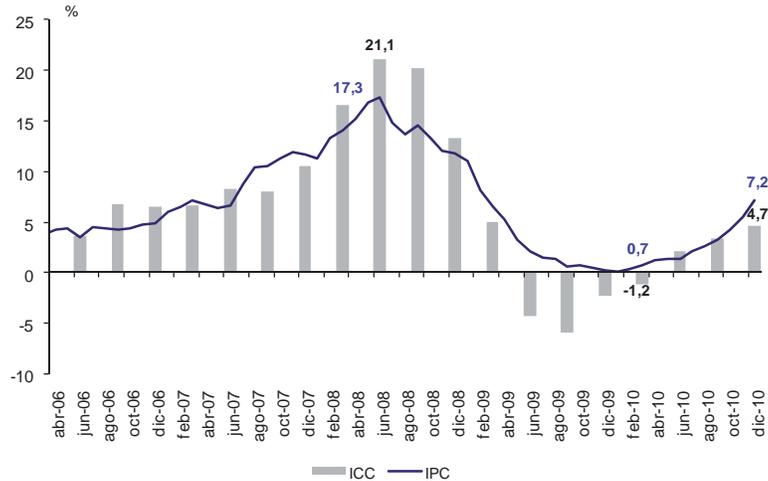
Este comportamiento fue caracterizado por el incremento de precios en sectores como la fabricación y refinación de azúcar y la fabricación de muebles y accesorios. Sin embargo, en el último trimestre se observó un aumento mayor del IPC, por la presencia de otros factores como la nivelación temporal de precios de hidrocarburos.

Índice del Costo de la Construcción

En 2010 el Índice del Costo de la Construcción registró un crecimiento de 4,7% .

El Índice del Costo de la Construcción (ICC),⁴⁰ al igual que el IPPIM, tiene relación con la evolución del IPC.⁴¹ La variación del ICC, que comenzó a recuperarse en 2009, siguió una tendencia creciente en 2010 mostrando un incremento a diciembre de 4,7% (Gráfico 2.5), menor al del IPC total. El aumento se explica principalmente por el alza de las remuneraciones a encofradores, electricistas, ayudantes de plomero, pintores y carpinteros.

GRÁFICO 2.5: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC Y DEL ÍNDICE DE COSTO DE CONSTRUCCIÓN



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Índice de precios de actividades remuneradas

Las remuneraciones a trabajos no calificados tuvieron una trayectoria similar a la del IPC, aunque con rezago.

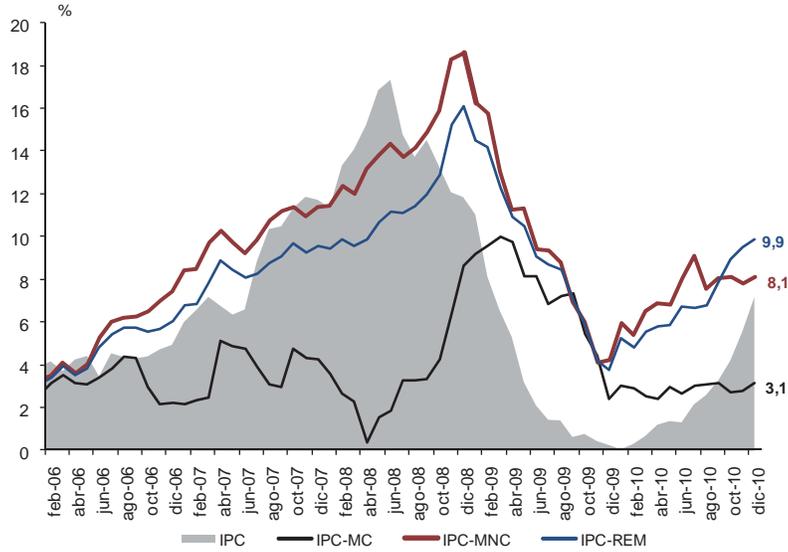
Utilizando los componentes que corresponden a servicios personales del IPC, el BCB calcula y utiliza tres indicadores de precios de actividades remuneradas: i) IPC-MC que es el índice de precios de la mano de obra calificada, que incluye las remuneraciones de servicios como las consultas médicas en centros de salud, dentistas, mecánicos y honorarios profesionales; ii) IPC-MNC que toma en cuenta las remuneraciones a servicios no calificados como empleadas domésticas, lavanderas, reparación de calzados y artículos de cuero, servicios de albañilería, confección y arreglo de ropa, entre otras y iii) IPC-REM que agrupa a las dos anteriores.

Con base a estos índices, se puede apreciar que las remuneraciones a trabajos no calificados así como el índice global de remuneraciones siguieron una trayectoria similar a la del IPC, aunque con rezagos propios de la dinámica del mercado laboral boliviano. Por su parte, el incremento anual de las remuneraciones a la mano de obra calificada ha sido más moderado en 2010, ubicándose en 3,1% al cierre del año (Gráfico 2.6).

⁴⁰ Muestra la evolución de los precios de los principales materiales de construcción y los costos de mano de obra en los que se incurre para la edificación de viviendas, locales no residenciales (oficinas, centros comerciales, etc.), así como proyectos de infraestructura (carreteras, instalaciones deportivas, entre otros).

⁴¹ En este caso con la división de vivienda, servicios básicos y combustibles, específicamente con productos como el cemento, los ladrillos, la pintura, y los servicios de albañilería.

GRÁFICO 2.6: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC Y DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE ACTIVIDADES REMUNERADAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 IPC-MC es el índice de precios de la mano de obra calificada
 IPC-MNC es el índice de precios de la mano de obra no calificada
 IPC-REM es el indicador de precios de todas las actividades remuneradas del IPC

Indicadores de tendencia inflacionaria

El BCB calcula y analiza indicadores de tendencia inflacionaria relevantes para extraer el componente persistente y generalizado de la variación de los precios. Los principales son el núcleo inflacionario (IPC-N) y la inflación subyacente (IPC-S).⁴²

Las variaciones de la inflación subyacente y núcleo inflacionario aumentaron a lo largo del año, pero a una velocidad inferior a la del IPC.

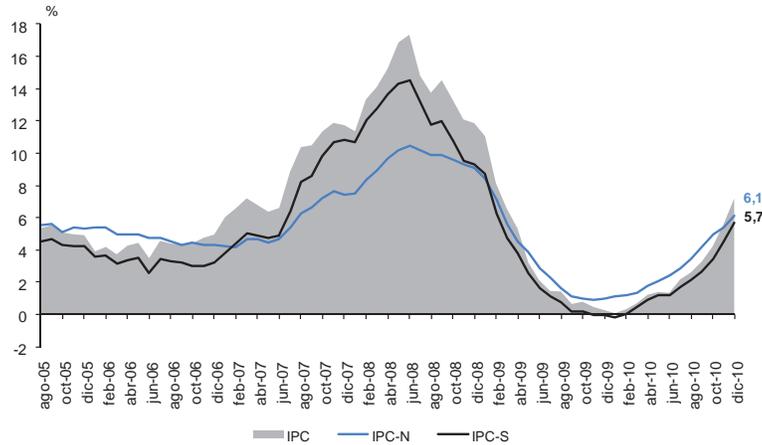
Las variaciones del IPC-S y del IPC-N aumentaron a lo largo del año, alcanzando en diciembre valores de 5,7% y 6,1% respectivamente, cifras inferiores a la variación del IPC total. Sin incluir la información del último mes del año, que estuvo afectada por la nivelación temporal de los precios de los combustibles, es importante señalar que en el mes de noviembre se observaron signos de estabilización de la variación del núcleo inflacionario (Gráfico 2.7).

El incremento del IPC-N en la segunda mitad del año fue mayor a la registrada en el primer semestre.

La variación acumulada del IPC-N en la segunda mitad del año (4,4%) fue mayor a la registrada en el primer semestre (1,7%), explicada principalmente por el rubro de alimentos. La inflación fuera del núcleo, que incluye al conjunto de bienes con precios volátiles, susceptibles a choques específicos o que se encuentran regulados, registró una importante variación acumulada en el último semestre de 8,9%, que contrasta con la caída de 0,7% en la primera mitad del año.

⁴² En el primer caso la denominación del índice corresponde a la traducción libre del término inglés *core inflation*. En el segundo y desde una perspectiva semántica, la palabra subyacente u oculta tras otra, según la definición de la Real Academia de la Lengua Española, apunta como tal a extraer el componente no observado u oculto implícito en la definición de inflación. En términos operativos, el IPC-S excluye mensualmente del IPC total los diez productos más volátiles (tanto hacia arriba como abajo) y los que son clasificados como artículos estacionales. De la misma manera, el IPC-N excluye los productos perecederos, regulados, indexados y los relacionados con el transporte público.

GRÁFICO 2.7: VARIACIÓN INTERANUAL DE LA INFLACIÓN TOTAL SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

1.2 FACTORES QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2010

Según lo reportado en los IPM de julio de 2010 (correspondiente al primer semestre de 2010) y de enero de 2011 (referido al segundo semestre de 2010), el comportamiento previsto de la inflación señalaba un incremento leve, con una proyección de 4,5% en el primero y de 4% en el segundo. Sin embargo, a partir del mes de julio las tasas de variación del IPC aumentaron paulatinamente debido a los factores que se mencionan a continuación. Conviene notar que el énfasis de la explicación en esta sección se centrará principalmente en el segundo semestre del año, puesto que en el primero la inflación tuvo una evolución moderada y leve, mientras que en el segundo, sus variaciones fueron más altas y determinaron el resultado de fin de año.

Inflación de origen externo

La gestión 2010 se caracterizó por una renovada alza de los precios internacionales de productos básicos.

La mayor parte de 2010 estuvo caracterizado por la recuperación gradual de la actividad económica internacional, el incremento de la demanda global por materias primas y restricciones por el lado de la oferta, que implicaron una renovada alza de los precios internacionales de productos básicos desde el último trimestre de 2009, mostrando una variación interanual superior al 20% en los precios de energía y de alimentos.

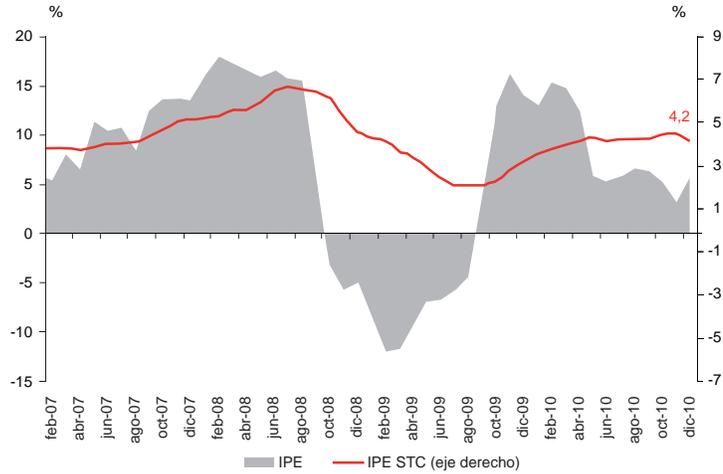
La variación del Índice de Precios Externos continuó incrementándose.

Bolivia no fue inmune a este fenómeno, pues el Índice de Precios Externos (IPE)⁴³ relevante para la economía boliviana creció con fuerza desde finales de 2009 y a lo largo de 2010, principalmente por la apreciación de las monedas de los países de la región, como resultado de la depreciación del dólar a nivel internacional, y por el incremento de la inflación en la región. El primer factor también se explica por la fuerte inyección de liquidez en la economía estadounidense, la cual fue parcialmente responsable del influjo de capitales hacia los países emergentes. De esta forma, a diciembre de 2010 la variación anual del IPE alcanzó a 5,9%.

⁴³ El IPE es un promedio ponderado de la inflación de los 13 principales socios comerciales de Bolivia expresados en dólares estadounidenses, que combina los movimientos de precios de estos países (inflaciones) así como el efecto de las variaciones cambiantes en los precios de importación para el E.P. de Bolivia.

Aislado al IPE de las variaciones cambiarias (IPE-STC), en 2010 la inflación internacional relevante se situó en torno a 4,2%, cifra mayor a la observada en meses anteriores (Gráfico 2.8), mostrando implícitamente el efecto del repunte de los precios internacionales de alimentos en la inflación de la mayoría de los socios comerciales de Bolivia.

GRÁFICO 2.8: VARIACIÓN INTERANUAL DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA

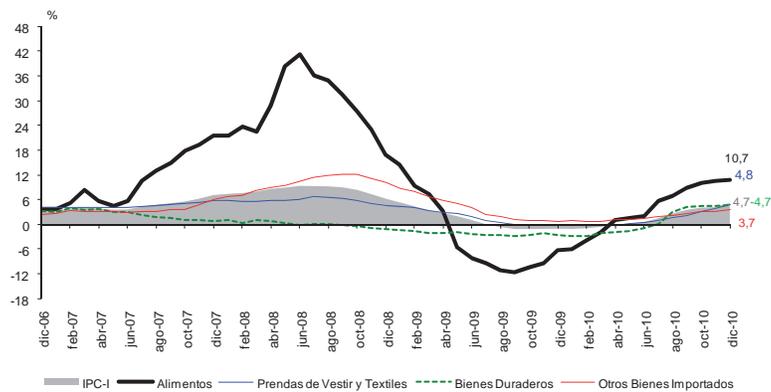


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia - Bloomberg
 IPE es el Índice de Precios Externos relevantes para Bolivia
 IPE-STC es el Índice de Precios Externos relevantes para Bolivia que no considera los movimientos cambiarios.

Las presiones inflacionarias externas afectaron los precios internos.

Las presiones inflacionarias externas tuvieron efecto en los precios de los artículos importados en los mercados locales. La variación del componente importado del IPC (IPC-I), que en el primer semestre de 2010 alcanzó a 0,6%, aumentó a 4,7% a diciembre de dicha gestión. Este incremento fue principalmente explicado por la recuperación de precios de los alimentos procedentes del exterior, que mostraron al mes de diciembre una variación anual de 10,7% (Gráfico 2.9).

GRÁFICO 2.9: VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS SUBGRUPOS IMPORTADOS DEL IPC⁽¹⁾



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 IPC-I es el índice de precios al consumidor de los artículos importados.
 (1) Los ítems que se muestran en el gráfico corresponden sólo a productos importados

Desempeño del sector agropecuario

El sector agrícola tuvo un menor crecimiento en 2010 en relación a la gestión anterior.

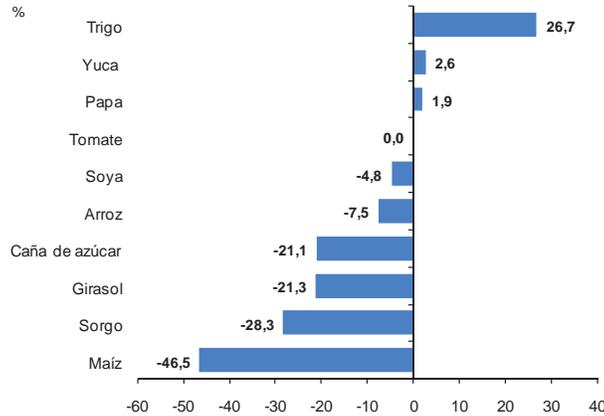
En el primer semestre de 2010, la actividad económica del sector agropecuario mostró una desaceleración en su ritmo de crecimiento (0,3%), debido al efecto climático de "El Niño" que se manifestó a inicios de dicho período, lo cual generó problemas en la campaña agrícola de verano. La situación se agudizó en el segundo semestre, de tal manera que

durante 2010 la actividad del sector agropecuario tuvo un retroceso de 1,2%, contrastando con el crecimiento observado en 2009 (3,7%).⁴⁴

En el sector agrícola se redujo la superficie cultivada.

Información del Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT) para el año agrícola 2009/2010⁴⁵ señala que existió una reducción de la superficie cultivada de 3,4% respecto al período anterior (2008/2009), al pasar de 2,91 a 2,81 MM de hectáreas cultivadas. La menor superficie de los cultivos y una reducción de los índices de productividad llevaron a descensos en los volúmenes de producción de importantes rubros como el arroz, la caña de azúcar, sorgo y maíz, entre otros. En contrapartida, se registró un significativo incremento en la producción de trigo, junto a uno de carácter más moderado en la papa y yuca (Gráfico 2.10).

GRÁFICO 2.10: VARIACIÓN DE VOLÚMEN DE LA PRODUCCIÓN AGRÍCOLA



FUENTE: Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras
Los efectos intersectoriales, acompañados de factores estacionales y la caída de la producción en los rubros mencionados, junto a la especulación y ocultamiento, se plasmaron en el incremento de precios en un grupo de alimentos con alta ponderación en el IPC.

El incremento del precio del azúcar fue resultado de la caída de la oferta en el mercado local, prácticas especulativas y el contrabando.

Realizando el análisis para algunos de estos productos, se observa que el incremento de precios del azúcar fue resultado de la caída de la oferta en el mercado local debido a la menor producción de los ingenios azucareros, que pasó de 10,5 a 7,7 MM de quintales entre los años agrícolas 2009 y 2010 por una menor cantidad de materia prima y, principalmente, por prácticas especulativas y el contrabando hacia países vecinos.

Por su parte, la menor disponibilidad de maíz afectó significativamente a los productores pecuarios (productores avícolas, porcicultores y productores de leche). Los avicultores fueron afectados por la menor producción de maíz, ya que se restringió el re-poblamiento de sus granjas por los mayores costos operativos. Este incremento se trasladó posteriormente al precio de la carne de pollo en los mercados minoristas.

La producción agrícola también se vio afectada por incendios forestales.

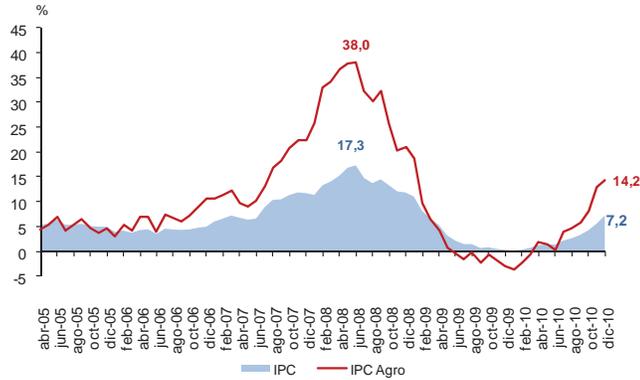
Los incendios forestales y focos de calor también se constituyeron en otro elemento perjudicial para la producción agrícola. La Autoridad de Fiscalización y Control Social de Bosques y Tierras (ABT) indicó que hasta fines de diciembre el país registró en torno a 59.000 focos de calor, afectando a una superficie cercana a los 4 MM de hectáreas. Los departamentos más afectados fueron Santa Cruz y Beni, donde se concentró la mayor parte de las quemadas. Muchas de estas anomalías climatológicas se constituyeron en las primeras etapas de manifestación del fenómeno La Niña.

Los factores descritos anteriormente afectaron significativamente el comportamiento de la inflación agropecuaria, la que alcanzó en diciembre una tasa de variación anual de 14,2% (Gráfico 2.11).

⁴⁴ Es importante señalar que fenómenos climáticos adversos se observaron también en 2007, cuando la producción agropecuaria disminuyó 0,5%, contribuyendo este hecho de modo similar a elevar la tasa de inflación.

⁴⁵ Según el Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras, el año agrícola 2009/2010 en Bolivia empezó el 1ro de Julio de 2009 (cosecha de invierno) y concluyó el 30 de junio del 2010 (cosecha de verano)

GRÁFICO 2.11: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC Y DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Expectativas de inflación

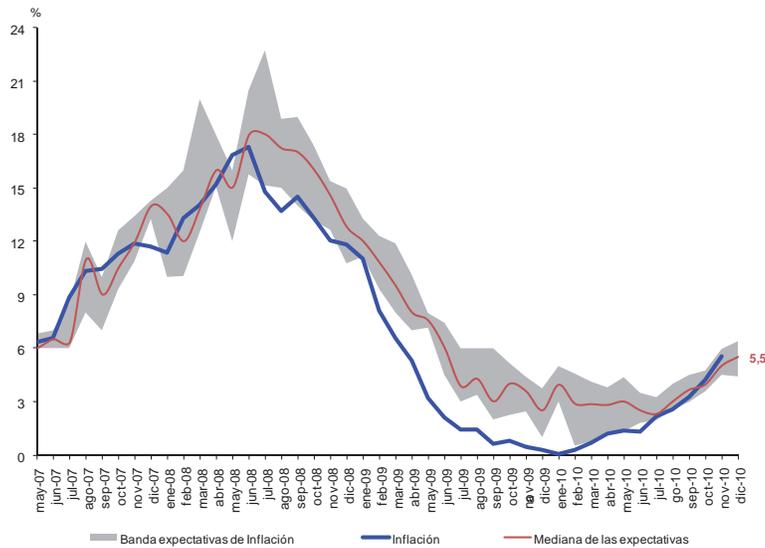
Las expectativas de inflación indujeron al incremento de la demanda en la población, presionando a una mayor alza de precios.

Un aspecto que contribuyó al aumento de la inflación en el segundo semestre de 2010, fue la percepción de inflación hacia el alza, que fue iniciada por los dos factores previamente mencionados (mayor inflación de origen externo y problemas agropecuarios) y amplificada por distintas vías, incluyendo mayor cobertura por parte de medios de comunicación y analistas económicos. Esto generó temor en la población e indujo al incremento de la demanda por parte de los consumidores, mientras que algunos productores y comercializadores de productos aprovecharon este contexto para llevar adelante actividades de especulación, contrabando y ocultamiento de los productos.



Para medir las percepciones sobre la inflación, el BCB utiliza los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), dirigida a un grupo específico de 25 a 30 analistas financieros y económicos, académicos y empresarios. En el primer semestre de 2010 se observó una estabilización de las expectativas sobre el incremento interanual del IPC, puesto que la mediana se encontró en torno a 2,5%. Sin embargo, la irrupción de los efectos mencionados y su acrecentamiento, repercutieron en las expectativas de los agentes económicos, las cuales alcanzaron a 5,5% a fines de 2010 para la variación esperada en un año (Gráfico 2.12). Finalmente, es importante señalar que las expectativas tienen una evolución similar a la de la variación del IPC, reflejando un comportamiento adaptativo (*backward looking*) en la formación de expectativas y, por ende, mayor inercia inflacionaria.

GRÁFICO 2.12: VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



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

Presiones de demanda

La economía mostró leves presiones de demanda.

Desde el segundo semestre de 2009, la economía boliviana mostró leves indicios de presiones de demanda, en virtud a la recuperación de los ingresos provenientes del exterior, que comenzaron a incrementarse a partir de junio de 2010. En dicha gestión las remesas familiares y el incremento de los ingresos por exportaciones dieron lugar a un leve aumento de la demanda agregada que contribuyó, aunque de manera acotada, a generar presiones inflacionarias no significativas.

Nivelación temporal de los precios de la gasolina

La nivelación transitoria de los precios de la gasolina afectó la variación del nivel de precios en diciembre de 2010.

El 26 de diciembre de 2010 se promulgó el DS N° 748 que tenía el objetivo de nivelar el precio de la gasolina y del diesel en el mercado interno, para evitar el contrabando de estos productos al exterior. Esta medida transitoria desencadenó un proceso de ocultamiento y especulación de varios productos básicos generando un incremento temporal en el nivel de precios. Sin embargo, luego de un proceso de diálogo y consenso con diversos sectores sociales, el 31 de diciembre se abrogó dicho Decreto.

Parte 2

POLÍTICA MONETARIA

El BCB instrumenta la política monetaria mediante metas intermedias de cantidad que forman parte de un Programa Monetario, el mismo es aprobado por el Directorio del BCB a principios de cada gestión. La coordinación con el Órgano Ejecutivo se consolida en un Programa Fiscal-Financiero anual que, en el marco de los objetivos y metas de política económica del Estado, integra al Programa Monetario, al Programa Fiscal, a las proyecciones de la balanza de pagos y a las del sector real. Las metas trimestrales del Programa Monetario fueron incorporadas en la "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2010", suscrita públicamente entre las principales autoridades del MEFP y el BCB, el 26 de enero de 2010, fortaleciendo de esta manera la coordinación de las políticas macroeconómicas y el compromiso de transparencia.⁴⁶

A partir de 2010, se inició el retiro gradual de los estímulos monetarios sin generar incrementos importantes de las tasas de interés.

La orientación de la política monetaria continuó con su carácter contracíclico, es decir, mitigó los efectos negativos del ciclo económico. A partir del cuarto trimestre de 2008 y durante 2009 la política monetaria del BCB fue claramente expansiva con el propósito de apuntalar el dinamismo de la actividad económica, en un contexto caracterizado por la crisis económica y financiera global. En 2010 el BCB inició el retiro gradual de los estímulos monetarios empleando sus instrumentos de manera coherente con los lineamientos y condiciones de liquidez de la economía, sin generar incrementos importantes de las tasas de interés. Sin embargo, debido a los rezagos de las políticas implementadas en las gestiones previas el crédito al sistema financiero continuó siendo dinámico, especialmente el dirigido al sector productivo.

A partir del primer trimestre el BCB incrementó la oferta de títulos de regulación monetaria y se aumentó el encaje legal requerido en ME, para captar liquidez y fomentar la bolivianización.

En efecto, en el primer trimestre de 2010 el BCB incrementó la oferta de títulos de regulación monetaria para las OMA y en los siguientes trimestres determinó nuevos incrementos que dieron una señal clara sobre la orientación contractiva de la política monetaria. Esta política fue acompañada por el aumento del encaje legal requerido en ME, tanto para captar mayor liquidez como para fomentar la bolivianización. El impulso a las colocaciones directas de títulos al público (BCB directas) permitió captar liquidez y facilitó el acceso del sector privado no financiero a tasas de rendimiento más atractivas que las ofrecidas en el sistema financiero.

Además, el BCB junto con el MEFP y la ASFI propiciaron acuerdos con ASOBAN para el incremento de las tasas pasivas con el propósito de incentivar el ahorro. El acuerdo incluyó también una disminución de las tasas en MN para créditos al sector productivo y modificaciones de las previsiones para desalentar un excesivo crédito al consumo.

2.1 PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO

Las metas del Programa Monetario reflejan el objetivo del BCB de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional.

Las metas del Programa Monetario reflejan el objetivo del BCB de mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional (a través de una inflación baja y estable) para contribuir al desarrollo económico y social del país.

⁴⁶ La coordinación de las políticas macroeconómicas se expresa en los Artículos 326 y 328 de la Constitución Política del Estado. Desde 2006 y en una muestra clara del compromiso con la estabilidad macroeconómica y la voluntad de rendir cuentas sobre el tema a la sociedad, las principales autoridades del MEFP y del BCB suscriben acuerdos soberanos que incluyen metas macroeconómicas cuantitativas para cada gestión.

Para 2010 se establecieron metas de déficit fiscal y expansión del financiamiento a este sector que se explicaron principalmente por un incremento sustancial de la inversión pública proyectada. En este contexto, y considerando la orientación señalada de la política monetaria, el Programa Monetario estableció la compensación de la expansión fiscal, lo que implicó que la meta del Crédito Interno Neto (CIN) total del BCB (Bs4.408 MM) sea menor a la del CIN-SPNF (Bs5.427 MM); además se estableció una pérdida acotada de RIN de \$us400 MM. El cambio gradual de la orientación en la política monetaria se tradujo en directrices de OMA que consistieron en redenciones netas de títulos públicos decrecientes en el primer semestre de 2010 y colocaciones netas crecientes a lo largo del segundo. Estas directrices implicaron un incremento gradual en la oferta de estos instrumentos de regulación monetaria (Cuadro 2.2).

CUADRO 2.2: PROGRAMA FINANCIERO(1)

MM de Bs	Meta Acordada ⁽²⁾	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES			
Déficit del Sector Público	6,247	-2,716	8,963
Financiamiento Interno al Sector Público	4,874	-3,628	8,502
VARIABLES MONETARIAS			
Crédito Interno Neto Total	4,408	-768	5,176
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	5,427	-6,927	12,353
Reservas Internacionales Netas del BCB (MM de \$us)	-400	923	1,323

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) Flujos acumulados. Las cifras se calculan con un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, el euro, la UFV y el DEG, así como un precio fijo para el oro.
 (2) Programa monetario y financiero acordado entre el BCB y el MEFP en enero de 2010.

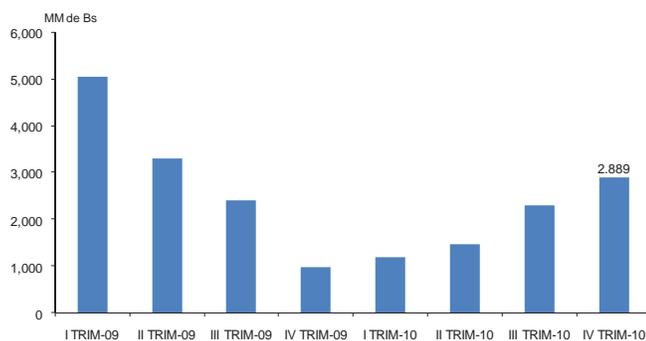
En el primer trimestre, aún cuando la oferta total semanal registró una disminución, el aumento de la frecuencia de las subastas (de bisemanal a semanal) permitió, en términos prácticos, que la oferta se incremente. En los siguientes trimestres, la oferta de títulos por subasta se incrementó de manera creciente y en MN (Cuadro 2.3). Por tanto, la oferta trimestral aumentó de Bs971 MM en el cuarto trimestre de 2009 a Bs2.889 MM en el cuarto trimestre de 2010 (Gráfico 2.13).

CUADRO 2.3: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN SUBASTA

MM	Moneda	I TRIM-09	II TRIM-09	III TRIM-09	IV TRIM-09	I TRIM-10 ⁽¹⁾	II TRIM-10	III TRIM-10	IV TRIM-10
91 días	ME	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
1 año	UFV	25.0	25.0	20.0	20.0	10.0	1.0	1.0	1.0
91 días	MN	90.0	70.0	30.0	30.0	20.0	30.0	45.0	75.0
6 meses	MN	90.0	70.0	30.0	30.0	20.0	30.0	45.0	80.0
1 año	MN	100.0	100.0	30.0	30.0	50.0	70.0	80.0	135.0
Oferta ME		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Oferta MN		280.0	210.0	90.0	90.0	90.0	130.0	170.0	290.0
Oferta UFV (MM de Bs)		25.0	25.0	20.0	20.0	10.0	1.0	1.0	1.0
OFERTA TOTAL⁽²⁾		319.6	249.6	121.8	121.8	106.2	132.3	172.3	292.3

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) En 2009, el BCB determinó a partir de la semana 42, subastas bisemanales, reduciendo la frecuencia de las mismas de semanales a bisemanales. En 2010 a partir de la última semana de enero, se retornó a las subastas semanales.
 (2) Valorada a tipo de cambio fijo de cada año. 2009 1\$us=6.97Bs; 1UFV=1,5546 1Bs; 2010 1\$us=7Bs; 1UFV=1,55397 Bs.

GRAFICO 2.13: OFERTA DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA



FUENTE: Banco Central de Bolivia

El Programa Financiero estableció un límite al déficit fiscal del sector público consolidado hasta el equivalente a 4,9% del PIB (Bs6.247 MM), consistente con menores ingresos e incremento de las erogaciones, principalmente por el dinamismo de la inversión pública. Asimismo, este programa fijó un monto máximo de incremento del financiamiento interno al SPNF de Bs4.874 MM.

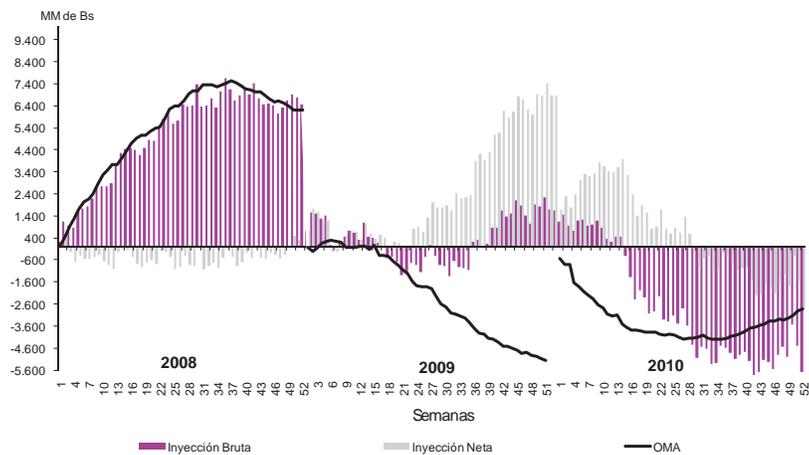
Las metas del Programa Fiscal - Financiero 2010 fueron cumplidas con amplios márgenes.

Las metas del Programa Fiscal - Financiero 2010 fueron cumplidas con amplios márgenes. El SPNF alcanzó un superávit de 2% del PIB, que se reflejó en una disminución del financiamiento interno principalmente en una fuerte contracción del CIN-SPNF de Bs6.927 MM, siendo la más alta del período 2006-2010. En efecto, la meta se cumplió con un margen considerable, tomando en cuenta los desembolsos realizados por el BCB al TGN por Bs352 MM, en el marco del crédito de emergencia otorgado en 2008 y a YPFB por Bs260 MM como parte del crédito otorgado a esta entidad en 2009.

La mayor oferta de títulos de regulación monetaria y la acumulación de depósitos del sector público en el BCB permitieron contracciones netas de liquidez.

El incremento de la oferta de títulos de regulación monetaria y la acumulación de depósitos del sector público en el BCB permitieron contracciones netas de liquidez. En el primer trimestre de 2010, la disminución de los factores de contracción prevaleció a la reducción de los factores de expansión, de modo que la inyección bruta de liquidez acumulada fue positiva pero decreciente y sumadas las redenciones de títulos la inyección neta de liquidez fue mayor (Gráfico 2.14). En el segundo trimestre, la inyección bruta acumulada se tornó negativa, aunque las redenciones de títulos generaron inyecciones netas acumuladas positivas pero decrecientes. En el tercer y cuarto trimestre continuó la contracción de la liquidez bruta principalmente por la acumulación de depósitos del SPNF y, al finalizar el año, debido al retiro inusual de depósitos originado por rumores infundados sobre la situación del sistema financiero. Además, al desacelerarse las redenciones e ingresar a una fase de colocaciones netas a partir de septiembre, las OMA contribuyeron a reducir la liquidez. De este modo, en términos acumulados se registraron retiros netos de liquidez durante la gestión (Bs2.742 MM).

GRÁFICO 2.14: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE RECURSOS

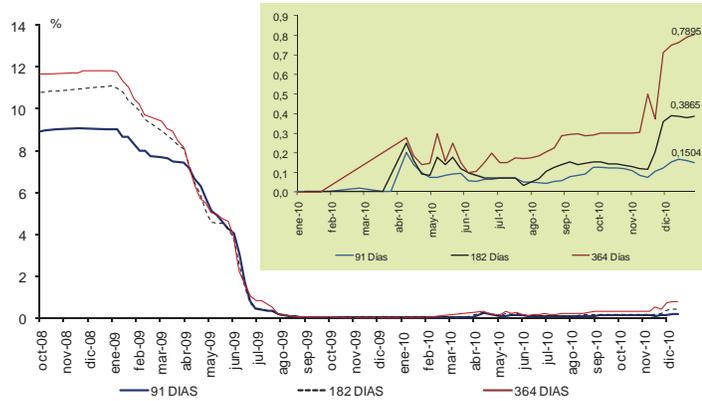


FUENTE: Banco Central de Bolivia

La mayor oferta de OMA fue acompañada por incrementos leves de las tasas de interés, por lo que no afectó las condiciones financieras del crédito.

La mayor oferta de títulos de regulación monetaria fue acompañada de incrementos leves de las tasas de interés del mercado monetario hacia finales del año, de manera que no se afectaron las condiciones financieras del crédito (Gráfico 2.15).

GRÁFICO 2.15: TASA EFECTIVA ANUALIZADA DE TÍTULOS PÚBLICOS DE REGULACIÓN MONETARIA



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Por su parte, el mejor contexto internacional y la apreciación del boliviano al final de la gestión (que se tradujo a su vez en importantes compras de dólares por parte del BCB al sistema financiero), determinaron el crecimiento de las RIN en \$us923 MM,⁴⁷ lo que permitió un importante margen respecto a la meta de la gestión. Cabe destacar que el reinicio de la apreciación del boliviano a partir del 23 de noviembre tuvo un efecto importante en el crecimiento de las RIN, cuya variación entre la fecha señalada y el 31 de diciembre de 2010 alcanzó el 40%.

El crecimiento de la emisión monetaria respondió a sus factores determinantes y a una mayor preferencia del público por la moneda nacional.

Los factores de expansión y contracción determinaron un crecimiento de la emisión de Bs5.693 MM, su saldo alcanzó a Bs24.586 MM al final de la gestión (17,8% del PIB). Su incremento respondió al comportamiento de sus determinantes, entre ellos la mayor preferencia por la moneda nacional. Sin embargo, al finalizar la gestión se registró un brusco crecimiento explicado por la corrida bancaria.

La caída del encaje constituido respondió a la reducción de los excedentes de encaje debido su canalización al crédito y su esterilización mediante OMA.

En el balance monetario del BCB se resume el comportamiento de las variables mencionadas (Cuadro 2.4). El principal factor de expansión de la emisión fue el crecimiento de las RIN, mientras que el aumento de los depósitos del SPNF en el BCB se constituyó en el factor de contracción más relevante. El aumento del saldo de títulos de regulación monetaria mediante OMA no reflejó a cabalidad el cambio en la orientación de la política monetaria, debido a que existían vencimientos importantes, particularmente en el primer trimestre. Es decir, sin el crecimiento de la oferta, los vencimientos existentes habrían generado un mayor incremento de la emisión. Cabe resaltar que la expansión del crédito al sistema financiero no implicó un crecimiento del crédito total mayor al programado; por el contrario, como se ha señalado, el CIN se contrajo frente a una expansión programada. Por tanto, las OMA se adecuaron al comportamiento del SPNF en la medida que la redención observada complementó la fuerte acumulación de depósitos del SPNF. Además, los incrementos de la oferta de títulos tuvieron que ser graduales con el fin de no elevar excesivamente las tasas de interés del mercado monetario y por ende las tasas en el sistema financiero. Finalmente, la caída del encaje constituido se explica por la reducción de los excedentes de encaje que en parte fue canalizada al crédito y otra parte esterilizada mediante OMA (Gráfico 2.16).

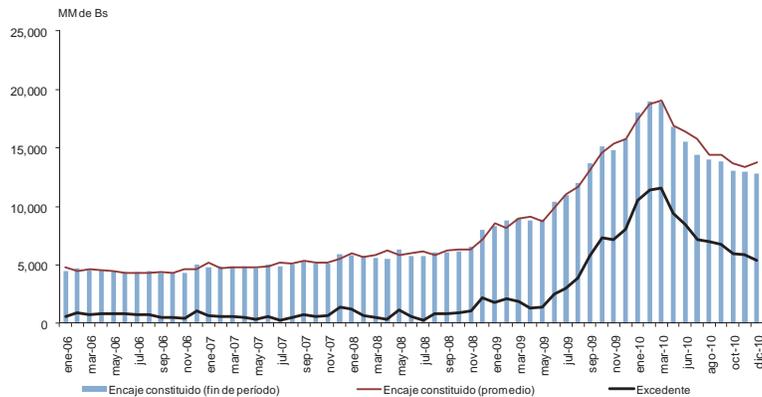
⁴⁷ Esta cifra se refiere al registro según la metodología del Programa Monetario, que difiere de la presentada en la sección de Balanza de Pagos.

CUADRO 2.4: BALANCE MONETARIO POR MONEDA

	Enero - Diciembre		
	MN + UFV	ME + MVDOL	TOTAL
EMISION	5,693	0	5,693
CREDITO INTERNO NETO	5,693	-6,461	-768
Sector Público no financiero	-5,614	-1,135	-6,749
Crédito bruto	421	188	609
Depósitos	-6,220	-1,316	-7,536
Cuasifiscal	185	-8	177
Sistema Financiero	4,850	547	5,397
d/c: Encaje Legal ⁽¹⁾	2,002	653	2,655
OMA (LT y BT "D") ⁽²⁾	2,798	-2	2,796
Otras instituciones financieras	0	13	12
Otros ⁽³⁾	6,458	-5,890	568
Obligaciones Externas de Mediano y Largo Plazo	0	5	5
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	0	6,461	6,461
(MM de \$us)	0	923	923

FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 (1) Incremento de encaje (-); disminución de encaje (+).
 (2) Colocación neta (-); redención neta (+). Incluye colocaciones mediante subasta y directas.
 (3) Incluye diferencias de cambio por operaciones de compra-venta de divisas.

GRÁFICO 2.16: ENCAJE LEGAL CONSTITUIDO Y EXCEDENTE DE ENCAJE



FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

2.2.1 Operaciones de mercado abierto

Mediante las OMA, el BCB expande o contrae liquidez.

Las OMA comprenden la compra y venta (definitiva o en reporto) de valores públicos con el propósito de expandir o contraer la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía.

En función a las metas del Programa Monetario y al desempeño estimado de la economía, el Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos para las OMA. Con base en éstos y al pronóstico de la liquidez del sistema financiero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) establece semanalmente montos, plazos y denominación de la oferta de valores públicos, así como también las tasas premio base y los montos disponibles para operaciones de reporto.

El BCB también administra las emisiones de valores públicos que realiza el TGN para el financiamiento fiscal. Estas operaciones tienen en una primera instancia un efecto similar a las del ente emisor, cuando los recursos captados por el TGN y depositados en el BCB reducen la cantidad de dinero en la economía. Cuando los mismos son retirados

por el TGN y se destinan a financiar el gasto público, la reducción de la cantidad de dinero se anula y la oferta queda inalterada. Otra particularidad de las emisiones del TGN es que las mismas se concentran en el mediano y largo plazo, a diferencia de las del BCB que son de corto plazo.

Acorde con la orientación de la política monetaria, desde septiembre se registraron colocaciones netas de títulos públicos.

El saldo de títulos públicos de regulación monetaria, que había disminuido Bs3.156 MM el primer trimestre y Bs831 MM el segundo, se redujo en el tercero Bs38 MM, alcanzando el mínimo de la gestión en agosto. A partir de este mes, el saldo de colocaciones netas aumentó sostenidamente para finalizar la gestión en Bs7.949 MM (Cuadro 2.5), representado un incremento de Bs1.433 MM (22%) respecto al mínimo de la gestión.

El TGN incrementó sus colocaciones a tasas de interés más bajas y plazos mayores.

El TGN incrementó su saldo de colocaciones en Bs1.903 MM, cerrando el año en Bs9.627 MM. Estas colocaciones se realizaron a tasas de interés más bajas y a mayores plazos (30 años) en línea con una política prudente de administración de deuda, lo que aumentó la duración de la misma y redujo su riesgo de refinanciamiento.

Durante la gestión 2010, el BCB y el TGN continuaron priorizando la colocación de valores en MN para coadyuvar al mayor uso del boliviano y evitar descalces en el balance fiscal que produciría la colocación de valores en ME y UFV. Como resultado, el saldo de valores denominados en ME representó tan sólo el 0,03% del total y el de UFV disminuyó hasta 36,8% del total.⁴⁸

CUADRO 2.5: SALDOS NETOS DE VALORES PÚBLICOS⁽¹⁾

MM	Valores del BCB (OMA)			Valores del TGN			TOTAL GENERAL
	MN ⁽²⁾	ME ⁽³⁾	TOTAL ⁽⁴⁾	MN ⁽²⁾	ME ⁽³⁾	TOTAL ⁽⁴⁾	
	Dic-09	10.762	0,4	10.764,4	7.696	4	
Ene-10	9.108	0,2	9.109,7	7.663	4	7.691	16.800
Feb-10	8.409	0,3	8.411,3	7.932	4	7.960	16.371
Mar-10	7.605	0,5	7.608,7	8.182	4	8.209	15.818
Abr-10	6.975	0,7	6.980,2	8.641	4	8.669	15.649
May-10	6.889	0,7	6.894,2	8.740	4	8.768	15.662
Jun-10	6.772	0,9	6.778,1	8.890	4	8.918	15.696
Jul-10	6.604	0,8	6.609,4	9.058	4	9.086	15.695
Ago-10	6.510	0,9	6.515,9	9.214	4	9.242	15.758
Sep-10	6.735	0,8	6.740,4	9.216	4	9.244	15.984
Oct-10	7.208	0,9	7.213,9	9.437	4	9.465	16.679
Nov-10	7.469	0,9	7.475,2	9.518	...	9.518	16.993
Dic-10	7.944	0,7	7.949,0	9.627	...	9.627	17.576

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) Corresponden a Letras del Tesoro (LT) y Bonos del Tesoro (BT) emitidos a través del BCB.
 (2) En MM de Bs. Incluye colocaciones de valores en MN indexados a la UFV.
 (3) En MM de \$us.
 (4) En MM de Bs. Para la conversión de UFV a MN y de ME a MN se utilizaron la UFV y el tipo de cambio de compra de fin de mes, respectivamente. Las cifras difieren de las del programa monetario por la utilización en éste de un tipo de cambio fijo para el dólar y UFV, así como por la aplicación a los saldos de valor descontado.

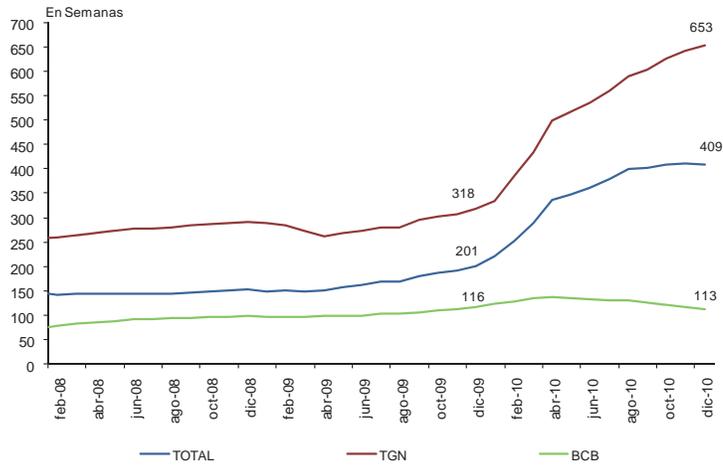
La oferta de títulos en moneda nacional se incrementó gradualmente, especialmente los de 364 días.

Como se dijo anteriormente, la oferta de valores de regulación monetaria en MN se amplió gradualmente, incremento que condicionado a los vencimientos de este período, resultó en una menor inyección de recursos. A partir del cuarto trimestre, una oferta de títulos sistemáticamente mayor a los vencimientos permitió al ente emisor retirar liquidez del sistema financiero. Cabe destacar que la oferta de valores a 364 días se amplió en mayor proporción que la de 91 y 182 días, con lo que se estructuró un perfil de vencimientos relativamente uniforme para 2011. El plazo promedio del saldo de colocaciones netas del BCB se mantuvo relativamente estable (113 semanas), mientras que para el TGN se amplió de 318 a 653 semanas (Gráfico 2.17).

Las ofertas de valores denominados en UFV (1 MM) y en ME (0,1 MM), se mantuvieron en niveles mínimos, sólo con el objetivo de señalar tasas para estos tipos de instrumentos.

⁴⁸ Es importante mencionar que las mayores colocaciones en MN reducen los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés para el TGN.

GRÁFICO 2.17: PLAZO PROMEDIO DE COLOCACIONES DE VALORES PÚBLICOS

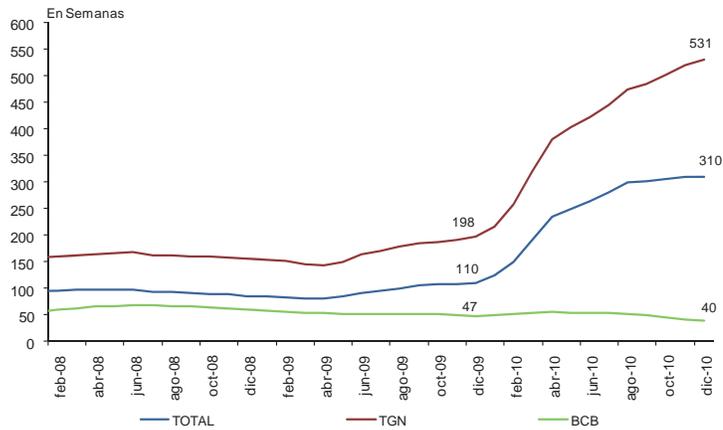


FUENTE: Banco Central de Bolivia

El plazo promedio de vencimientos de los títulos del BCB fue de 40 semanas, mientras que del TGN se incrementó a 531 semanas.

El plazo promedio de vencimientos para valores del BCB cerró el año en 40 semanas, nivel similar al de diciembre de 2009. Este resultado se explica por las adjudicaciones de valores a corto plazo y por el importante flujo de vencimientos de bonos a dos años colocados durante 2008 con objeto de regular la liquidez en un entorno inflacionario. Cabe destacar, que el incremento de la oferta en valores de largo plazo permitió al TGN concentrar sus colocaciones en valores a 30 años, incrementando el plazo promedio de sus vencimientos a 531 semanas (Gráfico 2.18).

GRÁFICO 2.18: PLAZO PROMEDIO DE VENCIMIENTOS DE VALORES PÚBLICOS



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Debido al elevado nivel de las RIN no fue necesario el empleo del Servicio Extendido o Restringido de Depósitos.

Al igual que en 2009 y debido al elevado nivel alcanzado por las RIN, no fue necesario el empleo del Servicio Extendido de Depósitos (SED) ni del Servicio Restringido de Depósitos (SRD) en ME. La posibilidad de salida de capitales al exterior permaneció acotada por la presencia de tasas de interés en niveles cercanos a cero en países desarrollados, por las restricciones impuestas al ingreso de capitales en los países de la región y por los límites a las inversiones en el extranjero para las entidades financieras nacionales.

Un aspecto que distingue la conducción de la política monetaria en Bolivia es la democratización de las OMA. En octubre de 2007 y en un entorno de altas presiones

El BCB inició la venta directa de valores a personas naturales y jurídicas...

...a objeto de favorecer al pequeño ahorrista y coadyuvar con el alza moderada en las tasas pasivas.

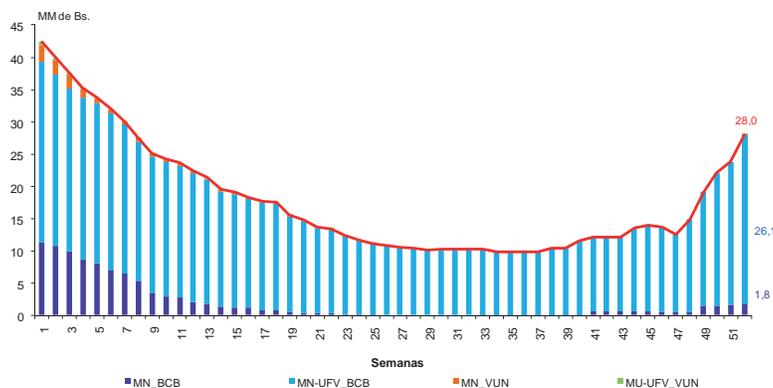
El saldo de colocaciones netas bajo este mecanismo siguió una trayectoria similar a la de los valores de regulación monetaria.

inflacionarias, el BCB inició la venta directa de valores a personas naturales y jurídicas que no tienen acceso al mecanismo tradicional de subasta de títulos públicos que realiza el BCB.⁴⁹ Este mecanismo tiene como objetivo adicional fortalecer la transmisión de las tasas de interés de política monetaria a las del sistema financiero.

En 2010 se ofrecieron bajo este esquema Letras del Tesoro (LT) en MN a 91, 182 y 364 días, y en UFV a 364 días.⁵⁰ Con el objeto de favorecer al pequeño ahorrista y coadyuvar con el alza moderada en las tasas pasivas, hacia finales de la gestión el BCB ofertó instrumentos en MN con rendimientos superiores a los del sistema financiero, 0,84% (91 días), 1,06% (182 días) y 1,41% (364 días). Para evitar una concentración excesiva, se fijó en Bs70.000 ó UFV70.000 el monto máximo de colocación por titular en el mercado primario.

El saldo de colocaciones netas bajo este mecanismo siguió una trayectoria similar a la de los valores de regulación monetaria. Durante los tres primeros trimestres se contrajo en Bs34,5 MM, alcanzando su mínimo en el mes de agosto. A partir de ese mes, repuntó para cerrar la gestión en Bs28 MM (Gráfico 2.19). En términos anuales, la caída fue de 38% con respecto al cierre de 2009. Las bajas tasas de rendimiento explicarían la menor demanda de estos instrumentos durante la primera parte de la gestión.

GRÁFICO 2.19: SALDO DE COLOCACIONES NETAS - VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS



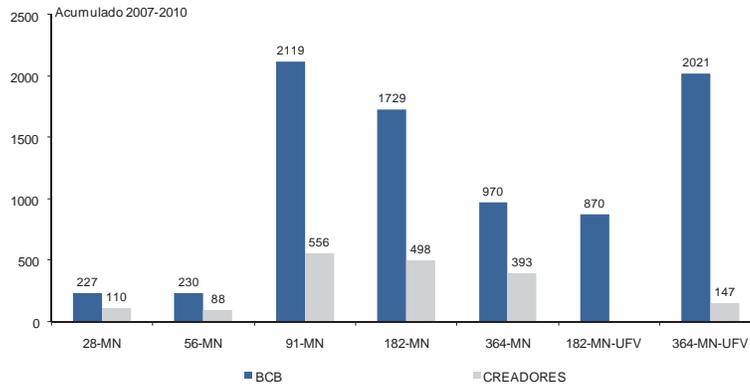
FUENTE: Banco Central de Bolivia
VUN = Valores Unión

Desde el inicio del programa de venta directa hasta diciembre de 2010, un total de 9.958 personas adquirieron los valores del BCB. Un 82% de estas personas lo hicieron directamente en Mesa de Dinero del Ente Emisor y el resto a través del Creador de Mercado (*market maker*), Valores Unión (VUN). El plazo de mayor preferencia fue de 91 días en MN con 2.675 personas (Gráfico 2.20). Durante gran parte de 2010 y de manera congruente con las menores tasas de rendimiento esperadas en MN, la demanda por valores en esta denominación fue inferior.

⁴⁹ No pueden participar en esta modalidad las entidades financieras con licencia de funcionamiento otorgada por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero y la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Pensiones.

⁵⁰ Cabe acotar que debido al bajo nivel de las tasas de interés de adjudicación observadas a lo largo del año y la curva de rendimientos implícita en ellos, los valores en MN a 28 y 56 días presentaron rendimientos negativos, razón por la cual el BCB no ofertó estos títulos. Las tasas de rendimiento negativas explican también la decisión de no ofertar valores en UFV a 182 días.

**GRÁFICO 2.20: VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS
NÚMERO DE PARTICIPANTES**



FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.2 Operaciones de reporto y créditos de liquidez con garantía del fondo RAL

Las operaciones de reporto son un instrumento importante del BCB para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero.⁵¹ Estos consisten en la compra de valores públicos por parte del BCB a agentes autorizados con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo determinado. El BCB efectúa estas operaciones con plazos no mayores a 15 días mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de Mesa de Dinero a tasas más altas o penalizadas. Semanalmente, el COMA determina la tasa base y la oferta diaria de reportos.

Durante 2010 no se registraron operaciones de reporto con el BCB en MN y ME.

Debido al elevado nivel de liquidez prevaleciente en el sistema financiero a lo largo de todo el año, durante 2010 no se registraron operaciones de reporto con el BCB en MN y ME. La demanda de reportos en ME también estuvo condicionada al nivel de la tasa premio fijada por el BCB (8,75%). Cabe recordar que la misma se fijó en ese nivel desde agosto de 2008 e implica una elevada prima de liquidez, la cual desincentiva el uso de esta ventanilla, en línea con la política de mayor uso de la moneda nacional.

Los créditos de liquidez con garantía del fondo RAL fueron esporádicos, limitándose a situaciones de retiros de depósitos resultantes de rumores infundados.

Por otra parte, las operaciones de crédito con garantía de los recursos depositados en los Fondos de Requerimiento de Activos Líquidos (RAL) son otro mecanismo de corto plazo que utiliza la autoridad monetaria para proveer liquidez al sistema financiero. En 2010 los créditos en MN en el primer tramo⁵² alcanzaron a Bs18 MM, mostrando un incremento de Bs16 MM con relación a la gestión previa. Este incremento se debió a la demanda de recursos líquidos durante la última semana del año para hacer frente a los retiros de depósitos.

⁵¹ Existen también en otros países las operaciones de reporto reverso (reverse repo), que permiten disminuir temporalmente la liquidez.

⁵² Estos créditos de un plazo no mayor a siete días están en función a la cuota de participación de la entidad en el Fondo RAL. Se otorga hasta un 40% de la cuota en el primer tramo; en el segundo la entidad accede a un 30% adicional.

Los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL en ME fueron la fuente directa más importante para obtener liquidez del BCB en esta denominación, debido a la actual inexistencia de colaterales para realizar reportos. Durante 2010 las entidades recurrieron principalmente a esta facilidad en dos ocasiones. La primera fue en junio, cuando rumores infundados sobre una entidad financiera propiciaron requerimientos de liquidez por \$us13 MM (equivalente a Bs91 MM) por parte de la misma. La segunda ocurrió en la última semana del año, ocasión en la que se demandaron \$us17 MM (equivalente a Bs121 MM) por parte de algunos bancos, mutuales y fondos financieros, representando el 57% del total del año. En consecuencia, el flujo anual de recursos demandados en 2010 a través de esta facilidad (primer tramo), alcanzó \$us31 MM, equivalente a Bs212 MM (Cuadro 2.6), incrementándose en Bs137 MM con relación a la gestión pasada.

CUADRO 2.6: SALDOS DEL CRÉDITO DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL
MM

	MN			ME		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Enero	0,0	1,0	0,0	49,9	0,4	0,0
Febrero	0,0	0,0	0,1	201,5	62,6	0,3
Marzo	2,0	0,0	0,0	478,9	0,6	0,0
Abril	140,6	0,5	0,0	199,1	9,8	0,0
Mayo	93,0	0,8	0,0	224,7	0,9	0,0
Junio	25,0	0,4	0,0	128,8	0,0	91,4
Julio	82,0	0,0	0,0	60,5	0,3	0,0
Agosto	116,7	0,0	0,0	306,9	0,3	0,0
Septiembre	178,1	0,0	0,0	268,8	0,0	0,0
Octubre	136,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Noviembre	280,7	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0
Diciembre	0,6	0,0	18,1	35,1	0,0	120,8
Total	1.055,1	2,6	18,3	1.954,3	75,3	212,4

FUENTE: Banco Central de Bolivia

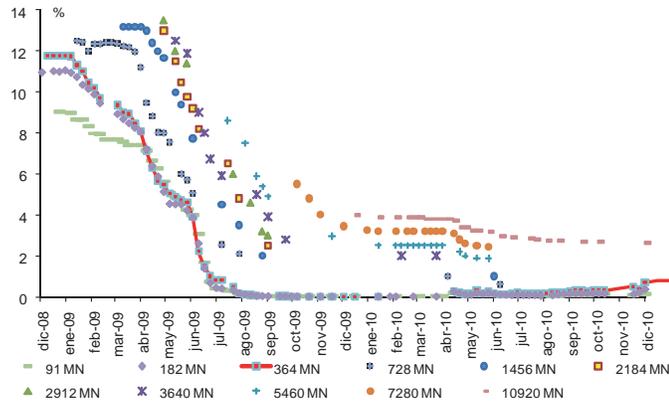
2.2.3 Tasas de adjudicación de valores públicos

La orientación de la política monetaria y el incremento gradual de la oferta de títulos determinaron alzas moderadas en las tasas de interés hacia finales de la gestión.

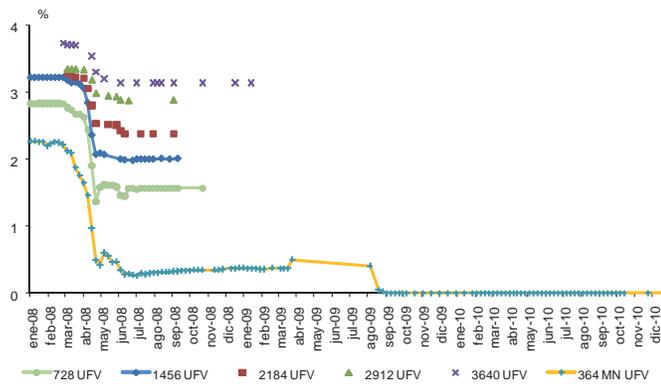
La orientación de la política monetaria y el incremento gradual de la oferta de títulos posibilitaron alzas moderadas en las tasas de interés hacia finales de la gestión. La Tasa Efectiva Anualizada (TEA) del BCB a 91 días en MN llegó a 0,1504% a fines de diciembre, lo que representó un incremento de 15pb respecto a 2009. De igual manera, las TEA de valores a 182 y 364 días subieron en 39 y 80pb, respectivamente (Gráfico 2.21). Por su parte, las tasas de valores en UFV y en ME se mantuvieron prácticamente sin variación.

Las tasas de interés de valores del TGN continuaron con una tendencia descendente. Así, los instrumentos con mayor demanda fueron los bonos a 15, 20 y 30 años plazo, que permitió reducir el costo de financiamiento del TGN en esos plazos en 108, 82 y 135pb, respectivamente. Las adjudicaciones de papeles a 2, 4 y 10 años, aunque esporádicas, se efectuaron también a tasas de rendimiento menores.

GRÁFICO 2.21: TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS EN MN⁽¹⁾



TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS EN UFV



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) Para plazos menores o iguales a 364 días se exhibe la TEA (Tasa efectiva anualizada)
 Para plazos mayores a 364 días se exhibe la Tasa de Rendimiento

2.2.4 Tasa de interés del mercado monetario

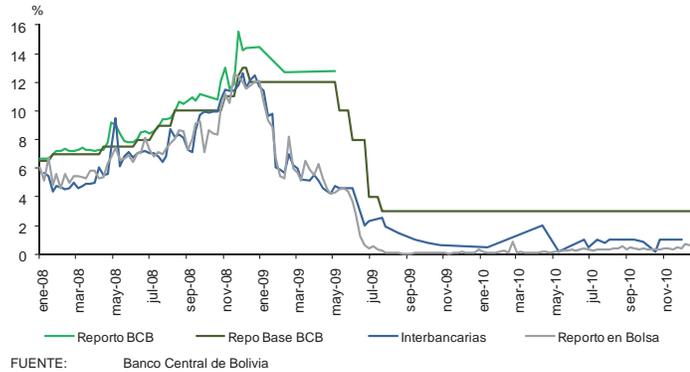
La tasa de reporte en MN se mantuvo en 3%.

El BCB incluye en su definición de operaciones de mercado monetario las operaciones interbancarias y de reporte en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) con plazos menores a 30 días e incorpora también las operaciones de reporte en el BCB. Preservando su condición de tasa techo del mercado monetario en MN, la tasa de reporte del BCB se mantuvo en 3% a lo largo de toda la gestión. El ente emisor evaluó permanentemente este nivel con objeto de evitar cualquier posibilidad de arbitraje a través de operaciones cambiarias o de inversiones en UFV.

La tasa interbancaria y la tasa de reporte en la BBV se incrementaron.

La tasa interbancaria y la tasa de reporte de la BBV en MN fluctuaron en torno a niveles similares a los del cierre de 2009 (0,6% y 0,13%, respectivamente). Este comportamiento guardó estrecha relación con el elevado nivel de liquidez que prevaleció en el sistema financiero a lo largo de 2010 y con el nivel de las tasas de adjudicación de títulos públicos. La tasa interbancaria y la tasa de reporte en la BBV, se incrementaron al finalizar la gestión hasta alcanzar 1,01% y 1,54%, respectivamente, debido al retiro temporal de depósitos mencionado anteriormente (Gráfico 2.22).

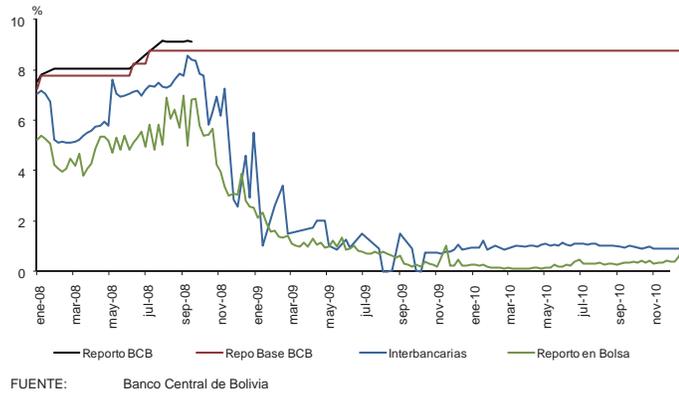
GRÁFICO 2.22: PROMEDIO PONDERADO DE LA TASA EFECTIVA ANUALIZADA EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS EN MN



El BCB mantuvo sin movimiento la tasa de reporto en ME.

De manera similar a su par en MN, el BCB mantuvo sin movimiento la tasa de reporto en ME durante 2010 (8,75%). Como se mencionó previamente, la prima de liquidez en esta facilidad buscó favorecer las operaciones en MN. Por su parte, las tasas interbancaria y de reporto en la BBV se mantuvieron gran parte del año en torno al 1% y 0,3%, respectivamente (Gráfico 2.23). Sin embargo, estas tasas se incrementaron al finalizar la gestión a niveles de 1,38% y 1,79% por las mayores necesidades de liquidez de algunas entidades financieras, para contrarrestar el retiro de depósitos en ME.

GRÁFICO 2.23: PROMEDIO PONDERADO DE TASA EFECTIVA ANUALIZADA EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS EN ME



2.2.5 Régimen de encaje legal

Se aprobaron modificaciones al Reglamento de Encaje Legal, incrementándose las tasas de encaje en ME. Ello fortaleció el proceso de bolivianización.

Otro instrumento utilizado por el BCB para la regulación de la liquidez y con fines prudenciales en materia financiera es el encaje legal, que consiste en la retención de un porcentaje de los depósitos de las entidades financieras por parte del ente emisor.

Como parte de la política monetaria aplicada por el BCB para reducir la liquidez, en noviembre se aprobaron modificaciones al Reglamento de Encaje Legal, las cuales determinaron incrementos en la tasa de encaje en efectivo de 2% a 3,5% y en la del encaje adicional de 30% a 45% para depósitos en ME y MVDOL. Además, esta medida tuvo el propósito de fortalecer el proceso de bolivianización impulsado por el BCB (Cuadro 2.7).

Las modificaciones al Reglamento de Encaje Legal entraron en vigencia a partir del 13 de diciembre de 2010 para las entidades bancarias y para las entidades no bancarias

se estableció un período de adecuación de tres meses, hasta el 7 de marzo de 2011. Como resultado de la aplicación de la medida señalada, al 31 de diciembre de 2010 el excedente de encaje disminuyó en Bs764 MM con relación a noviembre de 2010. Una vez terminado el período de adecuación se podrán observar los efectos plenos de esta medida.

CUADRO 2.7: TASAS DE ENCAJE

%	RD N°70/2009			RD N°130/2010		
	Títulos	Efectivo	Adicional	Títulos	Efectivo	Adicional
MN y UFV:						
Depósitos Vista	10	2	...	10	2	...
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2	...	10	2	...
Depósitos a Plazo Fijo		
30 a 60 días	10	2	...	10	2	...
61 a 90 días	10	2	...	10	2	...
91 a 180 días	10	2	...	10	2	...
181 a 360 días	10	2	...	10	2	...
361 a 720 días	10	2	...	10	2	...
Mayores a 720 días	10	2	...	10	2	...
ME y MVDOL:						
Depósitos Vista	12	2	30	12	3,5	45
Depósitos en Caja de Ahorro	12	2	30	12	3,5	45
Depósitos a Plazo Fijo						
30 a 60 días	12	2	30	12	3,5	45
61 a 90 días	12	2	30	12	3,5	45
91 a 180 días	12	2	30	12	3,5	45
181 a 360 días	12	2	30	12	3,5	45
361 a 720 días	12	2	30	12	3,5	45
Mayores a 720 días	12	2	30	12	3,5	45

FUENTE: Banco Central de Bolivia

Parte 3 POLÍTICA CAMBIARIA

3.1 ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN 2010

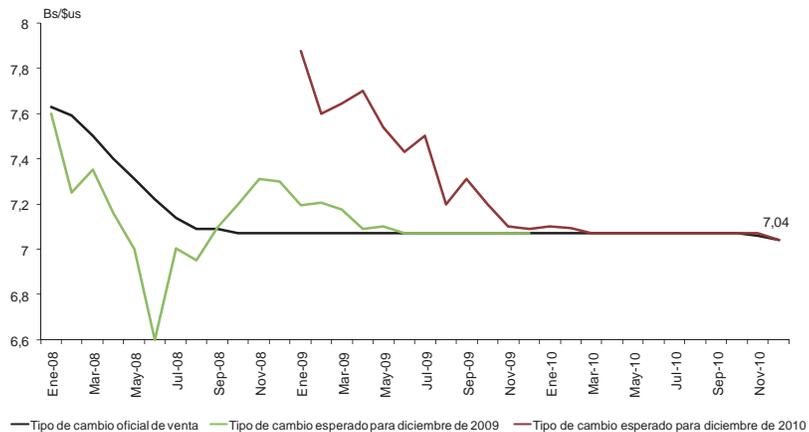
Se distinguen dos orientaciones: La primera, la estabilidad hasta noviembre y la segunda, la apreciación.

Conviene recordar que el régimen cambiario vigente en Bolivia es de tipo de cambio deslizando o reptante (*crawling-peg*), con movimientos graduales y no anunciados de la paridad cambiaria.

En 2010 se puede distinguir claramente dos orientaciones sucesivas de la política cambiaria. En la primera, la estabilidad cambiaria (*zero rate of crawl*), que se inició en el último trimestre de 2008 y se mantuvo hasta la tercera semana de noviembre de 2010, contribuyó a mantener ancladas las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio, en un contexto en que todavía persistía la incertidumbre sobre la solidez de la recuperación de la economía mundial, en especial de algunos países avanzados. Hasta noviembre de 2010 el tipo de cambio continuó con una tasa nula de variación, consistente con los bajos niveles de inflación doméstica observados en el primer semestre del año.

Según la EEE las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio se alinearon con el tipo de cambio oficial observado, por la política de estabilidad que primó en la mayor parte del año. Así, al finalizar la gestión 2010 las expectativas se orientaron hacia la apreciación, acorde con la reorientación de la política cambiaria (Gráfico 2.24).

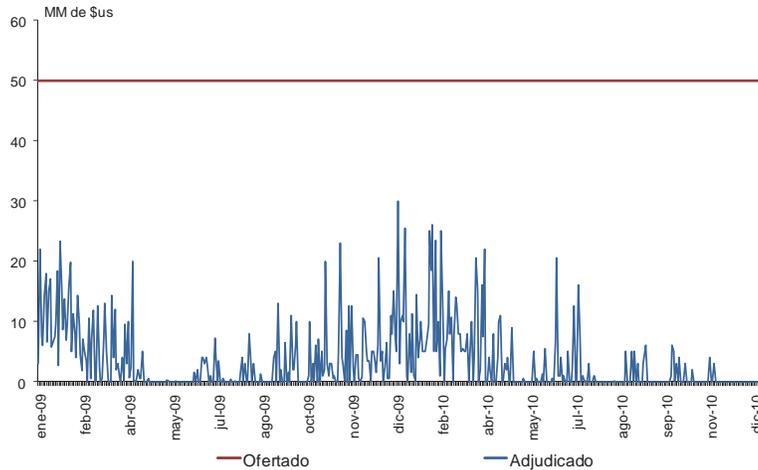
GRÁFICO 2.24: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y ESPERADO



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Además, en las sesiones del bolsín la oferta diaria se mantuvo en \$us50 MM, apuntalando la confianza del público en la política cambiaria. La cantidad demandada por día de divisas no superó a la oferta (Gráfico 2.25), mientras que la demanda diaria promedio disminuyó de \$us3,8 MM en 2009 a \$us2,9 MM en 2010.

GRÁFICO 2.25: MONTO DIARIO OFERTADO Y ADJUDICADO DE DIVISAS

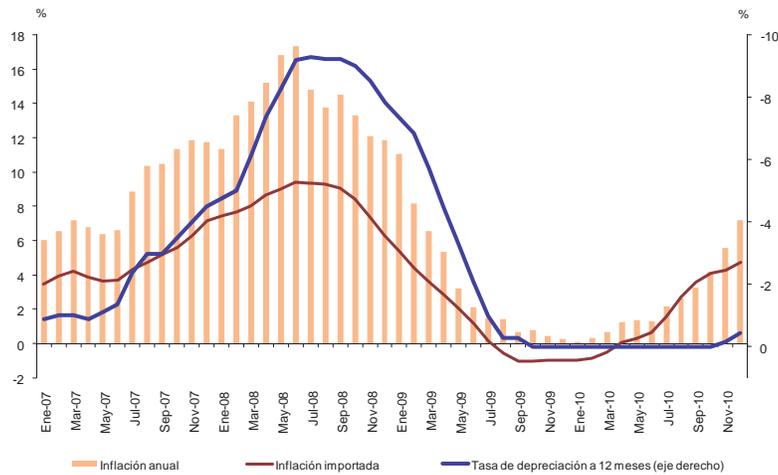


FUENTE: Banco Central de Bolivia

La apreciación gradual iniciada a fines de noviembre tuvo el objetivo de amortiguar los efectos de la inflación importada.

Ante el repunte de la inflación de origen externo en el segundo semestre de 2010 debido a un aumento de la inflación en los principales socios comerciales y la apreciación de sus monedas, a partir de la cuarta semana de noviembre se inició la segunda etapa con la apreciación gradual de la MN para amortiguar los efectos de la inflación importada y, de esta forma, precautelar los ingresos de las bolivianas y bolivianos (Gráfico 2.26).⁵³ Asimismo, esta medida dio un impulso adicional al proceso de fortalecimiento de la MN.

GRÁFICO 2.26: APRECIACIÓN ANUAL NOMINAL, INFLACIÓN E INFLACIÓN IMPORTADA



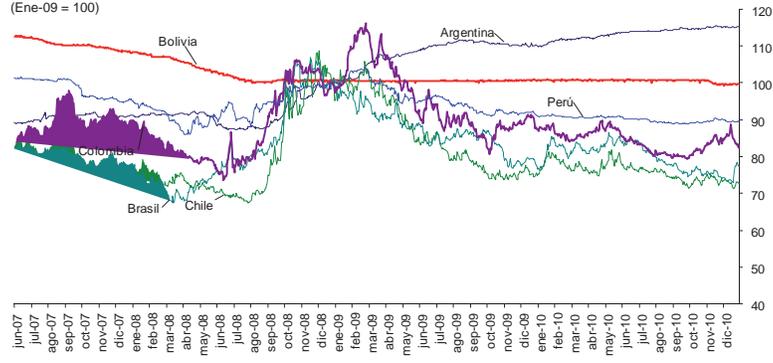
FUENTE: Instituto Nacional de Estadísticas - Banco Central de Bolivia

El índice del tipo de cambio nominal se ubicó por encima al de los principales socios comerciales.

El índice de tipo de cambio nominal que toma como periodo base el mes de enero de 2009 se ubicó sistemáticamente por encima al de los principales socios comerciales de la región, con excepción de Argentina. Esto se debió a que la mayoría de las monedas de los países de la región se apreciaron en mayor magnitud que Bolivia, por la creciente afluencia de capitales desde otras economías (Gráfico 2.27).

⁵³ El 24 de noviembre, el 3 y 22 de diciembre, los tipos de cambios oficiales de compra y venta se apreciaron un centavo de boliviano, en cada oportunidad, lo que equivale a una apreciación acumulada de 0,4%.

GRÁFICO 2.27: ÍNDICE DE LOS TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS SUDAMERICANAS SELECCIONADAS⁽¹⁾
(Ene-09 = 100)

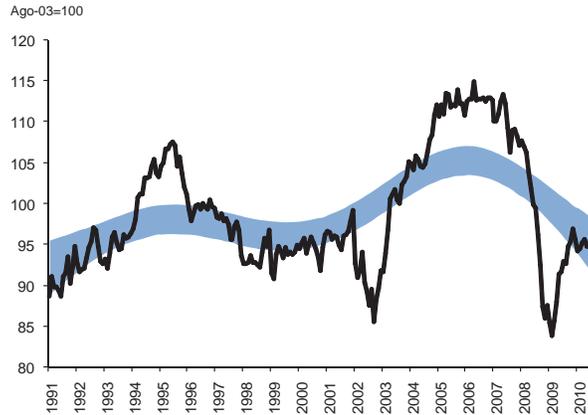


FUENTE: Bloomberg y Banco Central de Bolivia
(1) Para el E. P. de Bolivia se considera el tipo de cambio promedio ponderado de las operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero

La política cambiaria ha contribuido a mantener la competitividad cambiaria de la economía boliviana.

Siguiendo la tendencia de las gestiones pasadas la política cambiaria también contribuyó a mantener la competitividad cambiaria del país. Así, la comparación del Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER),⁵⁴ con su tendencia de largo plazo, permite señalar que el primero estuvo en el rango determinado por sus fundamentos, observándose sólo desequilibrios temporales (Gráfico 2.28).

GRÁFICO 2.28: TIPO DE CAMBIO REAL OBSERVADO Y DE EQUILIBRIO⁽¹⁾



FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) Las bandas muestran un rango en el cual se encontraría el TCR de equilibrio al 95% de confianza estadística

3.2 OPERACIONES CAMBIARIAS EN EL MERCADO FINANCIERO

El BCB reanudó las compras de divisas a las entidades financieras, pasando de vendedor a comprador neto.

Después de 17 meses de no haber comprado divisas a las entidades financieras, a fines de noviembre se reanudaron las compras en montos importantes alcanzando a \$us462,6 MM. Como resultado, el BCB pasó de vendedor neto de divisas a comprador neto, aunque por un margen pequeño (Cuadro 2.8). Las compras de divisas del BCB a los sectores privado y público no financiero alcanzaron a \$us1.252 MM, cifra superior en 73,4% a la realizada en la gestión precedente, en tanto que, las ventas disminuyeron en 15,1%.

CUADRO 2.8: COMPRA Y VENTA DE DIVISAS
MM de \$us

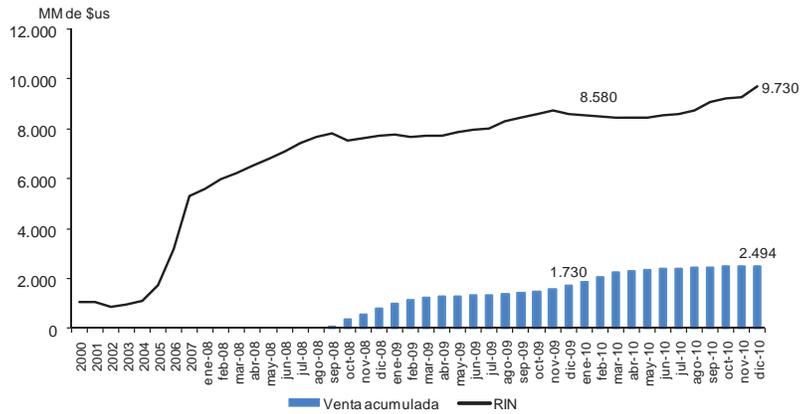
	2009			2010		
	Compra	Venta	Compra Neta	Compra	Venta	Compra Neta
Sector Privado Financiero	16,1	953,6	-937,5	462,6	764	-301,4
Sector Privado No Financiero	25,5	...	25,5	9,7	...	9,7
Sector Público No Financiero	680,7	464	216,7	779,8	439	340,8
Total	722,3	1.417,6	-695,3	1.252,1	1.203,0	49,1

FUENTE: Banco Central de Bolivia

⁵⁴ El BCB calcula el Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) en función de la inflación y los tipos de cambio de los principales socios comerciales y el IPC del país.

A pesar del importante volumen de ventas de divisas realizadas por el BCB durante el primer trimestre, éstas no afectaron al crecimiento de las RIN (Gráfico 2.21). Por el contrario, tras el reinicio de la apreciación de la moneda nacional a finales de la gestión, se observó un repunte en el crecimiento de las RIN, pese a la corrida bancaria en los últimos días del año originado en rumores infundados. Al 31 de diciembre de 2010 las RIN totalizaron \$us9.730 MM (Gráfico 2.29), nivel que se constituyó en un firme respaldo a la solidez del régimen cambiario vigente.

GRÁFICO 2.29: VENTA DE DIVISAS Y EVOLUCION DE LAS RIN

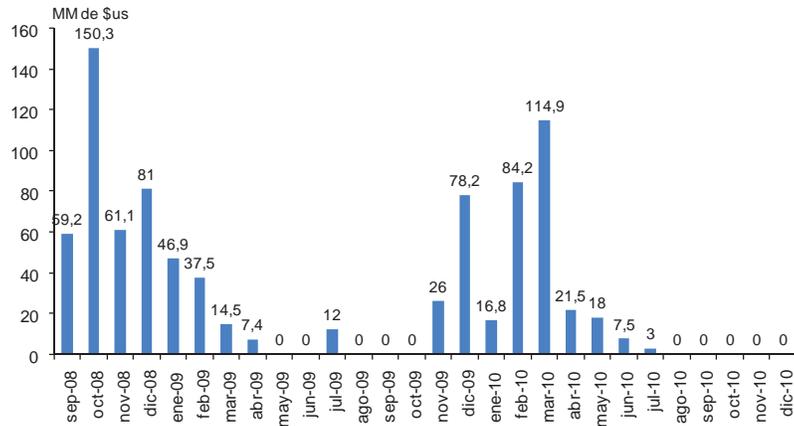


FUENTE: Banco Central de Bolivia



Las transferencias del sistema financiero al exterior en 2010 fueron mayores en \$us43 MM a las de 2009 (Gráfico 2.30). Entre febrero y marzo se registraron los niveles más elevados de transferencias (\$us84 y \$us115 MM, respectivamente). Posteriormente, disminuyeron sustancialmente hasta ser nulas en los últimos cinco meses del año.

GRÁFICO 2.30: TRANSFERENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO AL EXTERIOR



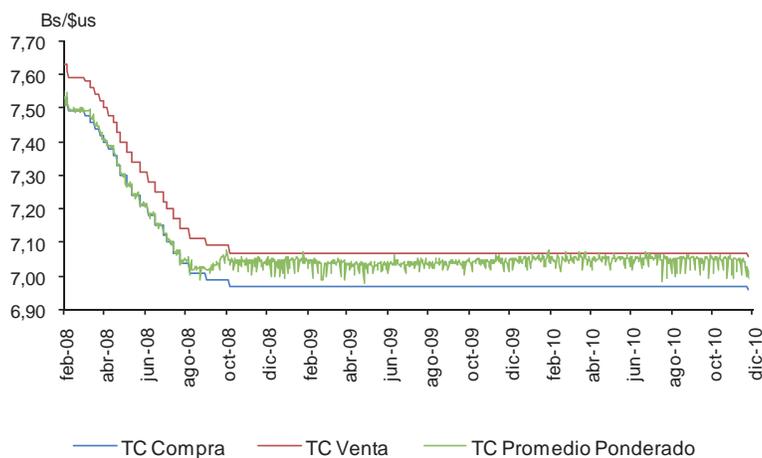
FUENTE: Banco Central de Bolivia

El tipo de cambio paralelo se mantuvo en el rango determinado por los tipos de cambio oficiales de venta y compra.

En cuanto a los tipos de cambio en el mercado paralelo, se debe recordar que desde abril de 2009 el BCB estableció un límite máximo al tipo de cambio de venta de dólares al público y un límite mínimo para el tipo de cambio de compra de dólares del público que realizan las entidades financieras y no financieras que participan en el mercado de cambios. Estos límites se fijaron en forma simétrica en un centavo por arriba y debajo de los tipos de cambio oficiales de venta y de compra del BCB, respectivamente.

La continuidad de la aplicación de esta medida ha permitido que el tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero (que incluye operaciones estándar y preferenciales)⁵⁵ se sitúe en el rango dado por los tipos de cambio de venta y compra oficiales (Gráfico 2.31).

GRÁFICO 2.31: TIPOS DE CAMBIO OFICIAL Y PROMEDIO DEL SISTEMA FINANCIERO



FUENTE: Banco Central de Bolivia

⁵⁵ Las operaciones cambiarias en el sistema financiero se clasifican en estándar, preferenciales e interbancarias. Las operaciones estándar se refieren a clientes que son tomadores del precio fijado por la entidad financiera y, por tanto, no tienen opción de negociación. En cambio, en las operaciones cambiarias con clientes preferenciales u operaciones con precios diferenciados, intervienen agentes con capacidad de negociación y con precios diferenciados.

Parte 4

MEDIDAS COMPLEMENTARIAS PARA CONTRARESTAR LA INFLACIÓN

El gobierno nacional implementó medidas destinadas a garantizar el normal abastecimiento de productos

En respuesta a las presiones inflacionarias observadas en el segundo semestre de 2010, el gobierno nacional implementó medidas orientadas a garantizar el normal abastecimiento de productos y prevenir la especulación en los mercados.

Éstas incluyeron la promoción de la producción agropecuaria, a través del apoyo tecnológico, financiero e incentivos a los productores, brindados principalmente por medio de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA). Adicionalmente, se realizaron acciones inmediatas como la importación y compra de alimentos estratégicos (a cargo de la agencia estatal Insumos Bolivia), para su venta directa a los consumidores a precios menores a los vigentes en los mercados donde se evidenciaron indicios de ocultamiento, especulación y contrabando.

Se suspendió la exportación de azúcar granulada y de caña hasta el inicio de la siguiente zafra en abril de 2011 y se difirió el gravamen arancelario para la importación de azúcar a 0% hasta el 31 de marzo de 2011.

En el caso del azúcar, el Órgano Ejecutivo promulgó el DS N° 671 que suspende la exportación de azúcar granulada y de caña, con el fin de atender la demanda interna de estos productos, hasta el inicio de la siguiente zafra en el mes de abril de 2011. Asimismo, se difirió el gravamen arancelario para la importación de azúcar a 0% hasta el 31 de marzo de 2011. Estas y otras medidas fueron implementadas de forma coordinada con los ingenios azucareros. Estos últimos vendieron cerca de 450.000 quintales de azúcar a EMAPA, la que a su vez se encargó de su venta directa a los consumidores de todo el país a un precio menor en 20% al transado en el mercado, donde las expectativas al alza implicaron un precio mayor. Con este mismo propósito, se creó el Fondo Rotativo para la Seguridad Alimentaria administrado por Insumos Bolivia.

Para incrementar la producción de maíz el Gobierno decidió la compra de maíz a los agricultores a un precio mayor al del mercado y otorgar créditos sin intereses.

En lo que concierne a la producción de maíz, el gobierno anunció la implementación de políticas de apoyo sectorial. Para generar mayor abastecimiento decidió la compra de maíz a los agricultores a un precio 10% mayor al del mercado y otorgar créditos sin intereses. Se prevé que estas medidas contribuyan a incrementar la producción en la campaña agrícola de verano 2010/2011.

El Cuadro 2.9 sintetiza los principales decretos supremos promulgados con el propósito de promover la seguridad alimentaria.

CUADRO 2.9: DECRETOS PARA PROMOVER EL ABASTECIMIENTO

Normativa	Objeto	Fecha
DS N° 434	Se instruye a las Fuerzas Armadas y a la Policía Nacional realizar los operativos necesarios para evitar el agio y la especulación de productos básicos como el azúcar.	19 de febrero de 2010
	Se suspende de manera excepcional y temporal la exportación de azúcar y caña de azúcar.	
DS N° 671	Se difiere el gravamen arancelario a cero por ciento (0%) para la importación de azúcar hasta el 31 de marzo de 2011.	13 de octubre de 2010
	Deja sin efecto los Certificados de Suficiencia de Abastecimiento Interno y Precio Justo, emitidos a favor de los exportadores de azúcar en el marco del DS N° 0464.	
DS N° 677	Se establece la fuente de financiamiento para la compra, importación y comercialización de azúcar por INSUMOS BOLIVIA.	20 de octubre de 2010
	Se crea el Fondo Rotatorio para la Seguridad Alimentaria administrado por INSUMOS BOLIVIA.	
DS N° 736	Establece la fuente de financiamiento para la compra, importación y comercialización de maíz duro amarillo y la emisión de Notas de Crédito Fiscal para el pago de tributos por la importación de este producto.	9 de diciembre de 2010
	Autoriza a INSUMOS-BOLIVIA, la compra e importación bajo contratación por excepción de maíz duro amarillo, así como su comercialización en el mercado interno a precio justo.	

FUENTE: Gaceta Oficial de Bolivia

Parte 5

OTRAS POLÍTICAS DEL BCB

5.1. CRÉDITOS DEL BANCO CENTRAL

5.1.1 Crédito al Tesoro General de la Nación

El artículo 22 de la Ley N° 1670 expresa que: "El BCB no podrá otorgar crédito al Sector Público ni contraer pasivos contingentes a favor del mismo. Excepcionalmente podrá hacerlo a favor del Tesoro General de la Nación (TGN), con voto favorable de dos tercios de los miembros presentes en reunión de su Directorio, en los siguientes casos:

Para atender necesidades impostergables derivadas de calamidades públicas, conmoción interna o internacional, declaradas mediante Decreto Supremo.

Para atender necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del Programa Monetario."

Crédito de Emergencia

En 2010 el BCB desembolsó Bs416,2 MM.

En el marco del DS N° 29438, el Directorio del BCB mediante RD N° 024/2008 de 17 de marzo de 2008, autorizó el crédito de Bs4.500 MM, de los cuales el 2010 fueron desembolsados al TGN la suma de Bs416,2 MM. El MEFP amortizó Bs63,8 MM. A fines de gestión el saldo neto adeudado fue de Bs2.063,6 MM.

5.1.2 Créditos a empresas públicas nacionales estratégicas

Crédito a YPFB

Mediante RD N° 104/2009 del 8 de septiembre de 2009, el Directorio del BCB aprobó la concesión de un crédito extraordinario concesional a YPFB en cumplimiento al Presupuesto General de la Nación 2009, la cual en su artículo 46, autoriza al BCB otorgar un crédito hasta el equivalente de \$us1.000 MM a favor de esta empresa en condiciones concesionales, con el objeto exclusivo de financiar proyectos de inversión en el sector de hidrocarburos, en el marco de la seguridad energética. Para este efecto, se exceptuó al BCB la aplicación de los artículos 22 y 23 de la Ley N° 1670 del 31 de octubre de 1995.⁵⁶

Este crédito fue convertido a moneda nacional mediante Addenda SANO N° 236/2010 del 19 de agosto de 2010, en atención a la solicitud de cambio de denominación de la moneda efectuada por YPFB, en el marco de la CPE (Artículo 326). En este sentido, el saldo original contratado se convirtió a Bs6.970 MM.

⁵⁶ En fecha 10 de septiembre de 2009, el BCB suscribió el Contrato de Crédito Extraordinario SANO N° 202/2009 con el que se acuerda la otorgación de este crédito a YPFB.

Es importante mencionar que la Ley N° 050 de 9 de octubre de 2010, que modifica el Presupuesto General del Estado (PGE) 2010, autorizó a YPFB y al BCB a adecuar el Contrato de Préstamo reduciendo el límite a Bs4.879 MM (Addenda SANO N° 393/2010). La diferencia de Bs2.091 MM fue destinada a favor de la Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos (EBIH).

El BCB desembolsó Bs260 MM a YPFB.

Al 31 de diciembre de 2010 se desembolsaron Bs260 MM a favor de YPFB, restando un saldo por desembolsar de Bs4.619 MM, importe que puede ser otorgado hasta el 31 de diciembre de 2012.

Créditos a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas

Mediante ley se autorizó al BCB otorgar créditos a ENDE, EABSA y COMIBOL.

La mencionada Ley N° 050 también autoriza al BCB otorgar créditos a ENDE y EABSA hasta Bs5.715 MM y Bs1.255 MM, respectivamente.

Posteriormente, con la Ley N° 062-PGE 2011 de 28 de noviembre de 2010- se modificó el monto original del crédito a ENDE de Bs5.715 MM a Bs4.879 MM y se estableció un crédito de Bs836 MM a favor de la COMIBOL. Las normas citadas establecen que los recursos deben ser destinados para financiar proyectos de inversión productiva.

5.2. APOYO A POLÍTICAS FINANCIERAS

En el ámbito de la intermediación financiera, se llevaron a cabo una serie de iniciativas que coadyuvaron a los objetivos de la política económica del Estado, siendo las medidas más importantes las siguientes:

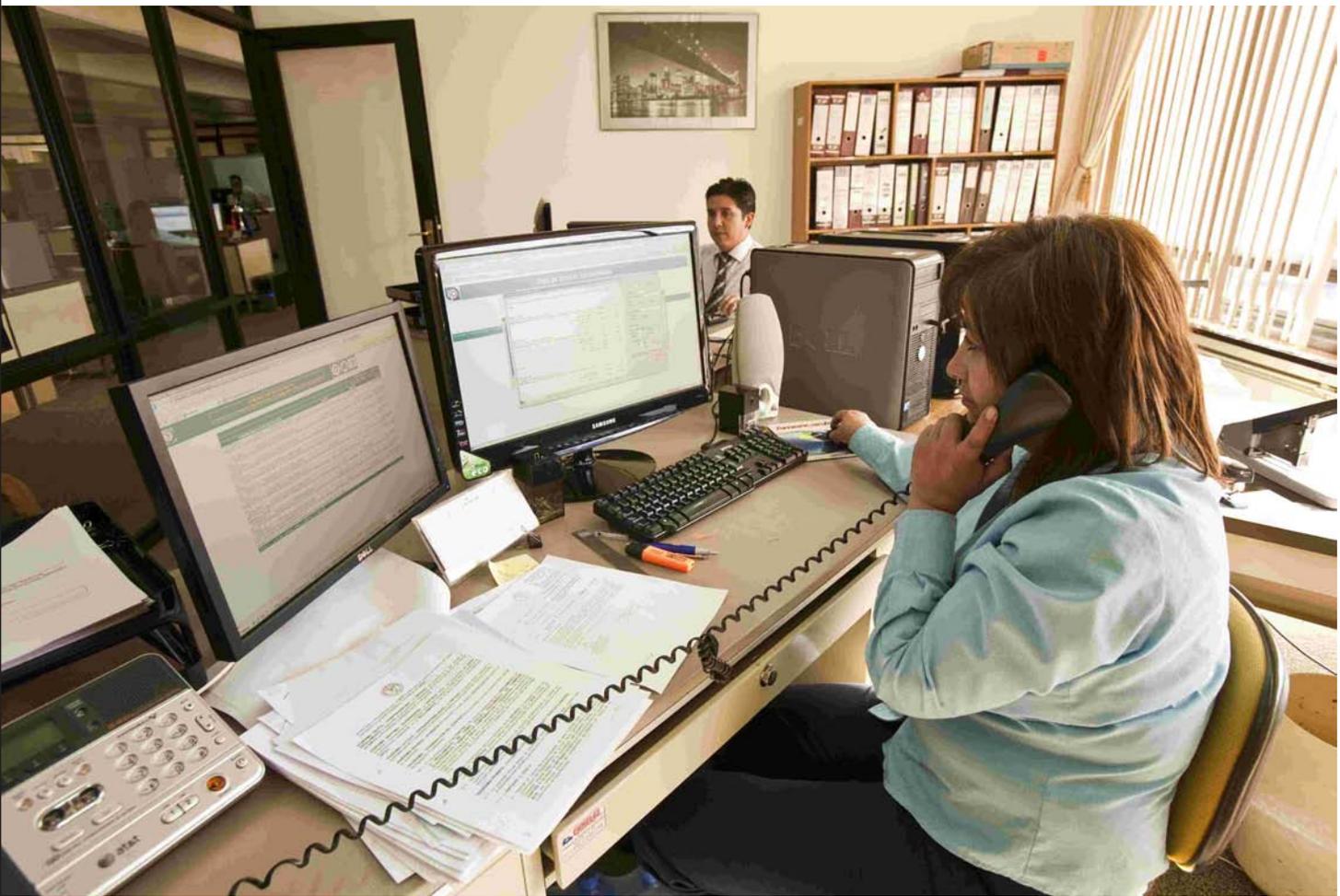
- i) Acuerdos con ASOBAN para el incremento de las tasas pasivas y la disminución de las tasas activas para créditos al sector productivo en MN;
- ii) Modificaciones en las provisiones para desalentar un excesivo crecimiento del crédito al consumo;
- iii) Modificaciones a los límites a las inversiones en el exterior en función al patrimonio de las entidades financieras; y
- iv) Reducción de los costos financieros de la cartera.

5.3. POLÍTICA DE SISTEMA DE PAGOS

El sistema de pagos brinda a la economía medios eficientes y confiables a través de los cuales las señales de la política monetaria son enviadas para incidir sobre el nivel de precios y la actividad económica. Su infraestructura facilita las transferencias de fondos oportunas, eficientes e irrevocables para el cumplimiento de obligaciones de pago.

El BCB incorporó a dos entidades de intermediación financiera al sistema electrónico de pagos que administra.

El BCB mantiene la política de incorporación de entidades financieras al sistema electrónico de pagos que administra (SIPAV), para facilitar las transferencias de fondos y la disponibilidad de dinero en los distintos sectores de la economía. En la gestión 2010 el BCB aprobó la incorporación de 2 entidades de intermediación financiera al ámbito del SIPAV. El proceso de incorporación continuará con las gestiones administrativas correspondientes, con lo cual el número de participantes directos del SIPAV aumentará a dieciséis.



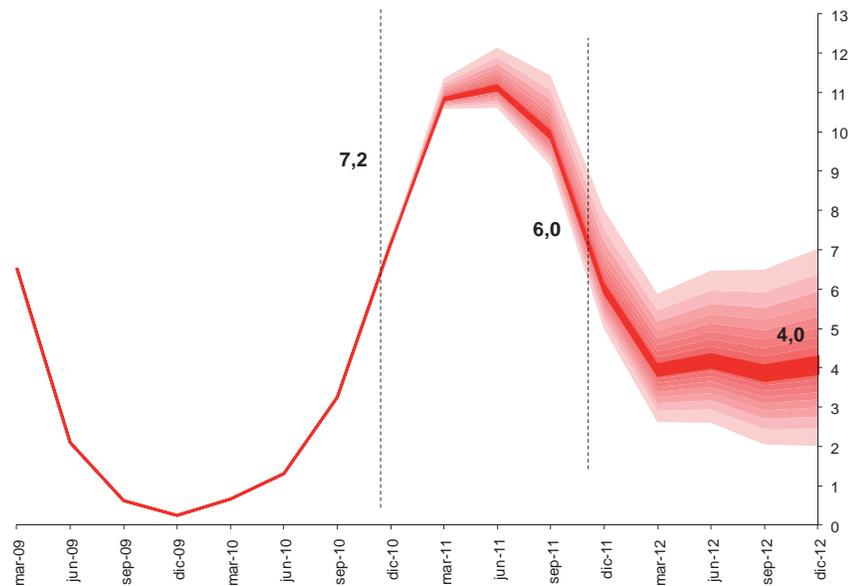
Parte 6 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN Y LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2011

Según el IPM de enero de 2011, las perspectivas de inflación para la gestión consideran un ajuste todavía incompleto de los efectos de segunda vuelta de la nivelación transitoria de los precios de los combustibles a finales de 2010; una incidencia aún importante de la inflación externa relevante para la economía nacional, (aunque menor al observado en 2010), y el importante flujo de recursos provenientes del exterior que influirían en la dinámica de la demanda interna. Además, en los primeros meses del año se podría sentir la continuidad de los efectos del *shock* adverso observado en el sector agropecuario en 2010.

A finales de 2011 se espera que la inflación se encuentre en torno a 6% en un rango entre 5% y 8%.

Al cierre de 2011 se espera que la tasa de inflación alcance un nivel menor al observado en la gestión 2010. La previsión de una menor exposición del sector agropecuario a eventos climáticos adversos, una mayor oferta de alimentos mediante la implementación de políticas del gobierno nacional, y la continuidad de la orientación de las políticas monetaria y cambiaria, coadyuvarían al logro de este objetivo (Gráfico 2.32). De esta manera, se prevé que la inflación a finales de 2011 se situó en torno a 6%, en un rango asimétrico entre 5% y 8%.

GRÁFICO 2.32: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA⁽¹⁾
%



FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario más probable (la parte más clara cara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%)

En 2011 la política monetaria mantendrá su carácter contracíclico en línea con la coyuntura económica interna y externa.

En ese contexto las políticas del BCB en 2011 mantendrán su carácter contracíclico y prudente, en línea con la coyuntura económica interna y externa. Así, la política monetaria continuará orientada a regular la liquidez en la economía, con el propósito de controlar la inflación, contribuyendo de esta manera al crecimiento económico. Por su parte, la política cambiaria se orientará a mitigar las presiones inflacionarias externas.

El Programa Monetario juntamente con el programa fiscal y las proyecciones de la balanza de pagos en el marco de los objetivos y metas de política económica, constituyen el Programa Fiscal - Financiero anual elaborado en forma coordinada con el MEFP. Las metas trimestrales de este programa fueron incorporadas en la "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2011" de fecha 9 de febrero de 2011, suscrito públicamente entre ambas entidades. Para 2011 el Programa Financiero estableció metas de déficit fiscal y una expansión del financiamiento a este sector debido a incrementos proyectados en inversión pública. En este contexto y considerando la continuación de la orientación de la política monetaria, el Programa Monetario estableció la compensación de la expansión fiscal, por tanto la meta de expansión del CIN total del BCB fue menor a la establecida para el CIN al SPNF. Asimismo, se estableció una ganancia de RIN.

Las metas cuantitativas fueron establecidas en función de las proyecciones económicas acordadas entre el MEFP y el BCB. Para este propósito se estimó un crecimiento del PIB del 5% y una inflación de fin de período en torno al 6%. Las proyecciones fiscales resultan de un déficit de alrededor del 4% del PIB. Se estima una expansión del CIN total del BCB y del CIN al SPNF y una ganancia de las RIN (Cuadro 2.10), dada la continuidad del superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Cuadro 2.10: METAS CUANTITATIVAS TRIMESTRALES DEL PROGRAMA FINANCIERO 2011⁽¹⁾

	Metas acordadas			
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público	-277	337	1.127	6.477
Financiamiento Interno al Sector Público	-969	-1.024	-768	4.150
VARIABLES MONETARIAS				
CIN total	-4.548	-5.438	-5.797	1.045
CIN del BCB al SPNF	-691	-737	-623	4.210
RIN del BCB (MM de \$us)	500	910	856	410

FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) Flujos acumulados.

El BCB reitera su compromiso con el desarrollo económico y social, y la estabilidad macroeconómica.

El BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo tomarán las medidas que se consideren necesarias ante cualquier riesgo que genere una desviación de la inflación hacia el alza, como la resultante de una mayor inflación de origen externo, problemas de oferta con repercusiones de segunda vuelta, expectativas de inflación (que estarían asociadas a prácticas de especulación, contrabando y ocultamiento) y de demanda. En esta dirección, el BCB renueva su compromiso con el desarrollo económico y social del Estado Plurinacional, la recuperación de la soberanía monetaria, la visión pluricultural y la necesidad de preservar ante todo la estabilidad macroeconómica como patrimonio de toda la sociedad boliviana.



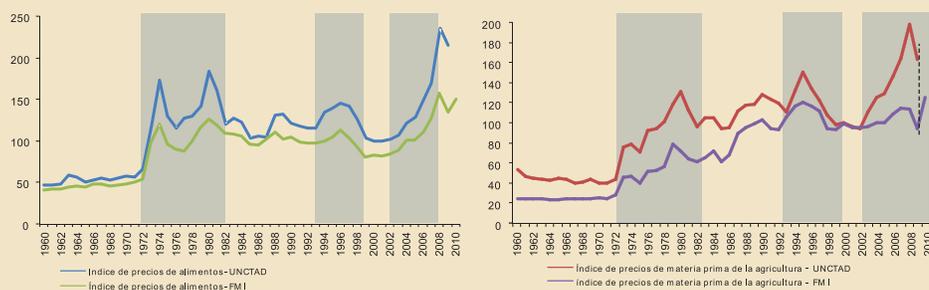
Recuadro 1 AGFLACIÓN

Durante la última década, principalmente desde inicios de la crisis subprime (2007), la política económica en muchos países se orientó a controlar el incremento en los precios de los *commodities*. Según Hill Jamieson, este incremento dio lugar a la "finalización de los alimentos baratos", empleando el término *agflación* para referirse a la inflación de productos agrícolas como el trigo, cebada, maíz, arroz, soja, entre otros.

Existen diferentes explicaciones acerca de las razones que determinaron el alza de precios internacionales de alimentos. *Shocks* negativos a la oferta agropecuaria producidos por el cambio climático, una creciente demanda por alimentos en mayor medida de las economías emergentes, el uso de productos agrícolas en la producción de biocombustibles, como el etanol que es un sustituto del petróleo, políticas comerciales, el repunte del precio internacional del petróleo e incluso la depreciación del dólar, son ejemplos de factores que motivaron el incremento de los precios de alimentos. Algunos autores enfatizan incluso la especulación financiera en los mercados de *commodities* agrícolas como un elemento estrechamente relacionado al alza de precios de los últimos períodos.⁵⁷

El índice de precios de alimentos y materias primas agrícolas de la Conferencia de Naciones Unidas en Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés) y del FMI, muestran un comportamiento cíclico en los periodos 1972-1980, 1992-1999 y a partir de 2005 (Gráfico 2.33).

GRÁFICO 2.33: ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS Y MATERIA PRIMA DE LA AGRICULTURA (1960 - 2010)



Fuente: UNCTAD - FMI
* UNCTAD base 2000
** FMI base 2005

Por otra parte, el Índice de Precios de Alimentos de la FAO,⁵⁸ tanto en términos reales como nominales, llegó a alcanzar niveles récord en los últimos veinte años, incluso por encima del repunte del año 2008. La inflación de alimentos afecta la situación de seguridad alimentaria de los grupos poblacionales más vulnerables y con menor nivel de ingresos. El alza de los precios se vio acompañada de una mayor volatilidad, que generó costos y distorsiones en el mecanismo de transmisión de información asociado a la variación de precios. En efecto, en 2010 la volatilidad de los precios de importantes alimentos básicos excedió con mucho la observada en las últimas tres décadas⁵⁹ (Gráfico 2.34).

⁵⁷ Para un análisis de los efectos de los flujos especulativos de capital sobre la crisis alimentaria de 2007-2008 ver Robles, M., Torero, M. y von Braun, J. (2009) "When Speculation Matters" en IFPRI *Issue Brief* 57, febrero.

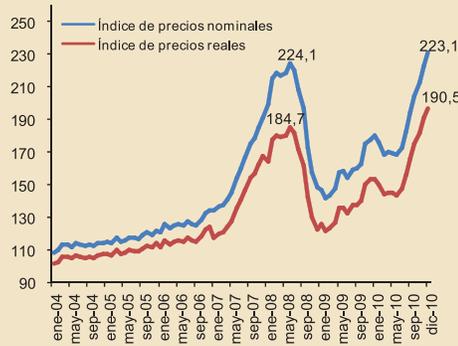
⁵⁸ Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, FAO por su sigla en inglés.

⁵⁹ Una revisión acerca de los efectos y posibles respuestas de política frente a la volatilidad extrema de los precios se encuentra en FAO (2010) "La volatilidad de precios en los mercados agrícolas. Evidencia, efectos en la seguridad alimentaria y respuestas normativas" en FAO Informes de Política N°12, diciembre.

GRAFICO 2.34: PRECIOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL DE ALIMENTOS

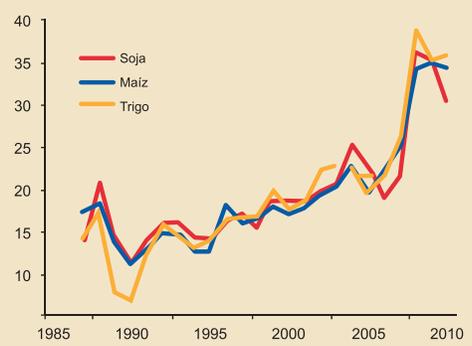
Índice de precios de alimentos de FAO

Índice, 2002-2004=100



Volatilidad implícita de precios de alimentos⁽¹⁾

%



FUENTE: Food and Agricultural Organization (FAO)

(1) La volatilidad implícita representa la expectativa del mercado sobre cuanto variará el precio de un producto básico en el futuro

Para evitar los incrementos de los precios de alimentos, los gobiernos de diversos países en desarrollo han decretado medidas que incluyen restricciones a las exportaciones, subsidios, reducción de aranceles y control de precios.

Para el caso boliviano, estudios del BCB⁶⁰ mostraron que la inflación internacional jugó un rol importante en el incremento de la inflación entre 2007 y 2008. Durante la gestión 2010, el índice de precios de productos agropecuarios mostró un crecimiento de 14,2%, explicado básicamente por los incrementos registrados en el último trimestre. La mayor recurrencia de eventos climáticos adversos y un mercado internacional de alimentos con precios al alza y mayor volatilidad, revisten una complejidad adicional y generan importantes desafíos para los productores nacionales de alimentos, así como para el diseño de políticas de apoyo a los mismos.

Finalmente, es importante recalcar que el fenómeno denominado *agflación* está siendo experimentado por la mayoría de las economías en el mundo, lo que refuerza la necesidad de aplicar políticas activas de fomento al sector agropecuario y de soberanía alimentaria.

⁶⁰ Mendieta P. y Palmero M. (2008), "Food inflation in Bolivia: its relationship with international prices and policy responses", BCB.