

CAPÍTULO 2

LA INFLACIÓN
Y LAS POLÍTICAS
DEL BCB

CAPÍTULO 2

LA INFLACIÓN Y LAS POLÍTICAS DEL BCB

Parte 1 INFLACIÓN

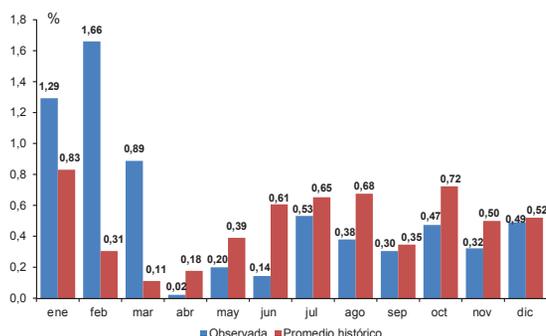
1.1 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2011

En 2011 la inflación acumulada fue de 6,9%, concentrándose cerca del 60% de ésta en el primer trimestre del año.

En este acápite se presenta el análisis de distintos indicadores de inflación, enfatizando el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Al cierre de 2011 la variación a doce meses del IPC fue de 6,9%. Cerca del 60% de la inflación de 2011 se acumuló en el primer trimestre, existiendo una clara diferenciación en la dinámica de precios respecto al resto del año. En efecto, entre enero y marzo las tasas de inflación mensuales superaron a los promedios históricos del período 1990-2010, lo que incidió notablemente en el comportamiento de los precios en la gestión. Por el contrario, en los restantes nueve meses del año, las tasas se situaron sistemáticamente por debajo de las medias históricas, contribuyendo de esta manera a afianzar la tendencia decreciente de la variación de precios (Gráfico 2.1).

GRÁFICO 2.1: INFLACIÓN MENSUAL OBSERVADA E INFLACIÓN PROMEDIO HISTÓRICA



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
Los promedios históricos corresponden al período 1990-2010
Los promedios fueron ajustados para excluir la influencia de outliers

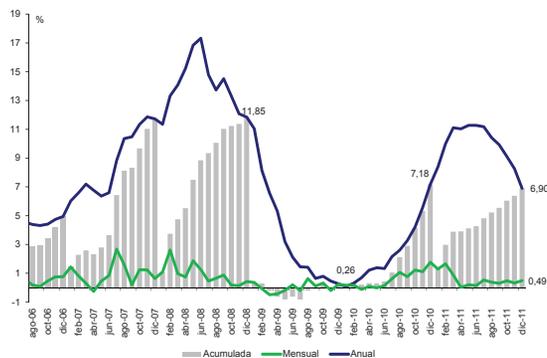
Durante 2011 la inflación fue consistente con las proyecciones del BCB: se incrementó en el primer trimestre, se estabilizó en el segundo y cayó gradualmente desde julio.

La inflación interanual, entre enero y marzo de 2011, siguió una senda ascendente, manteniendo la tendencia iniciada a mediados de 2010, la cual se debió principalmente a la inflación de origen externo, factores climáticos adversos que afectaron la producción agropecuaria, las expectativas de inflación al alza y los efectos de la nivelación transitoria²⁹ de los precios de los principales combustibles en el mercado interno. Posteriormente, en el segundo trimestre del año, comenzó a estabilizarse y osciló alrededor del 11%. Finalmente, a partir de julio la inflación interanual cayó continuamente, convergiendo a finales del año a una tasa de 6,9% (Gráfico 2.2). Este comportamiento refleja también el efecto estadístico del bajo registro inflacionario en el primer semestre de 2010 (0,4%) y la elevada tasa acumulada en la segunda mitad de ese año (6,7%). Cabe señalar que la evolución de la inflación en toda la gestión fue

²⁹ El DS N° 748, que disponía la nivelación de precios de combustibles, fue abrogado el 31 de diciembre de 2010.

consistente con las proyecciones realizadas por el BCB en sus Informes de Política Monetaria (IPM) de enero y julio de 2011.

GRÁFICO 2.2: INFLACIÓN INTERANUAL, ACUMULADA Y MENSUAL

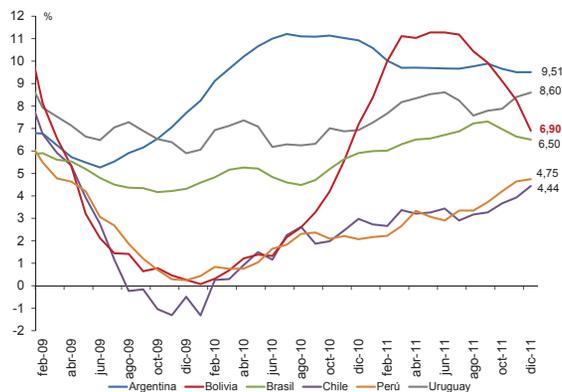


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

En contraste a la caída observada en Bolivia, en el segundo semestre de 2011 la inflación se incrementó en otros países de la región.

Un aspecto adicional a destacar sobre el descenso de la inflación interanual en el segundo semestre de 2011, es que este comportamiento fue opuesto al de varias economías de la región donde las tasas de inflación tendieron a incrementarse (Gráfico 2.3). En este sentido, el caso boliviano es ilustrativo ya que denota una adecuada capacidad de respuesta de política económica ante los *shocks* experimentados, que permitió el control de la inflación en un corto plazo.

GRÁFICO 2.3: INFLACIÓN A DOCE MESES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Bloomberg

El descenso de la inflación en 2011 fue resultado de la mitigación de presiones externas, políticas gubernamentales de abastecimiento de los mercados, así como de la disminución de las expectativas inflacionarias.

La moderación y gradual descenso de la inflación entre abril y diciembre de 2011 respondió principalmente a tres factores: i) la mitigación de presiones inflacionarias externas; ii) la moderación de la inflación de alimentos como resultado de políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno; y iii) expectativas inflacionarias a la baja de la población. Estos factores fueron propiciados principalmente por las políticas económicas coordinadas entre el Órgano Ejecutivo y el BCB, destacando el control de la liquidez (tanto con instrumentos de política monetaria así como por medio de una política fiscal prudente, que permitió la acumulación de depósitos del Sector Público No Financiero en el BCB).

Inflación por divisiones del IPC

La división de Bebidas Alcohólicas y Tabaco tuvo la mayor inflación anual, mientras que la de Comunicaciones registró la menor variación de precios.

En términos de las divisiones del IPC, diez de las doce que lo conforman registraron tasas de inflación acumulada más elevadas en el primer semestre de 2011 en comparación al segundo (Cuadro 2.1). La mayor variación de precios en el año se observó en el rubro de Bebidas Alcohólicas y Tabaco (21,5%). Al interior del mismo, el incremento de precios se concentró en productos como la cerveza y los cigarrillos, debido a modificaciones en el marco regulatorio que afectaron a los precios de estos bienes. En sentido contrario, la división de Comunicaciones fue la que tuvo menor inflación acumulada (-0,2%), a consecuencia de la dinámica y competencia sectorial que propició una reducción en los precios del servicio de telecomunicaciones, especialmente.

CUADRO 2.1: INFLACIÓN ACUMULADA POR DIVISIONES DEL IPC

%	2010			2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Divisiones del IPC						
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	-0,6	12,3	11,6	4,2	2,6	6,9
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	4,8	2,0	6,8	11,3	9,1	21,5
Prendas de Vestir y Calzados	0,3	3,4	3,7	3,9	2,7	6,8
Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	1,2	2,5	3,7	3,0	3,2	6,3
Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	1,9	4,0	6,0	5,1	4,8	10,1
Salud	1,3	1,5	2,8	6,2	3,6	10,0
Transporte	-1,0	9,7	8,6	1,4	1,8	3,2
Comunicaciones	-0,4	-2,8	-3,2	0,5	-0,7	-0,2
Recreación y Cultura	0,5	3,5	3,9	1,6	1,1	2,7
Educación	0,5	0,2	0,8	4,9	0,9	5,9
Restaurantes y Hoteles	1,8	7,6	9,5	7,1	2,1	9,4
Bienes y Servicios Diversos	1,2	2,4	3,6	6,4	2,7	9,3
IPC Total	0,4	6,7	7,2	4,3	2,5	6,9

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Comité de Gerentes del Banco Central de Bolivia.



Inflación por ciudades

Cobija y Trinidad fueron las ciudades con mayor y menor inflación, respectivamente. La mayor incidencia sobre la inflación anual correspondió a las capitales del eje troncal.

Desde una perspectiva geográfica, se evidenció también menores tasas de inflación en todas las ciudades en el segundo semestre en comparación al primero, denotando un proceso de ajuste a la baja en la variación de precios. Las ciudades con mayor inflación acumulada en 2011 fueron Cobija (9,5%) y Tarija (9,4%). Cabe resaltar que en el caso de Cobija el pronunciado ajuste de precios en la segunda mitad de la gestión (siendo una de las que tuvo menor inflación semestral) no fue suficiente para compensar los resultados del primer semestre del año que llevaron a esta ciudad a ser la capital con mayor inflación en 2011 (Cuadro 2.2).

CUADRO 2.2: INFLACIÓN ACUMULADA POR CIUDADES

%	2010			2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Bolivia	0,4	6,7	7,2	4,3	2,5	6,9
Sucre	-0,1	7,9	7,8	3,5	2,7	6,4
La Paz	0,2	6,8	7,0	4,7	2,8	7,7
Cochabamba	-0,2	7,5	7,4	3,3	2,9	6,3
Oruro	-0,4	8,1	7,7	4,8	2,6	7,6
Potosí	-0,4	7,8	7,3	5,5	2,2	7,8
Tarija	-0,6	7,7	7,1	6,2	2,9	9,4
Santa Cruz	1,2	6,2	7,5	4,1	2,2	6,4
Trinidad	0,4	3,3	3,7	3,7	1,5	5,3
Cobija	0,8	5,1	6,0	7,7	1,6	9,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

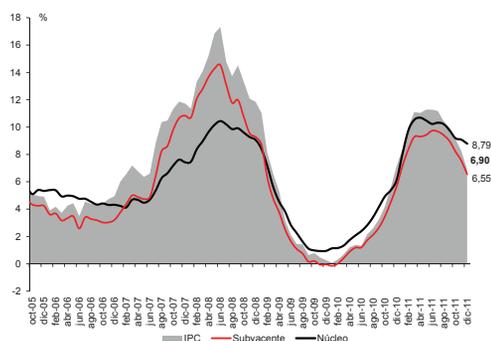
Por su parte, Trinidad fue la ciudad con menor inflación acumulada en el año (5,3%). Las reducciones de precios de alimentos en septiembre y noviembre fueron importantes para la moderación de la inflación en esta región en el período. La mayor incidencia positiva sobre la inflación total correspondió a las capitales del eje troncal (Santa Cruz, La Paz y Cochabamba) que tuvieron, en promedio, una participación en la inflación nacional cercana al 84% durante 2011.

Indicadores de tendencia inflacionaria

Luego de incrementarse a inicios de 2011, la inflación núcleo y subyacente descendieron en el segundo semestre, denotando la mitigación de las presiones inflacionarias.

En el mismo sentido, la trayectoria decreciente de los indicadores de tendencia inflacionaria, el IPC subyacente (IPC-S) y el IPC núcleo (IPC-N), mostraron señales adicionales sobre la estabilización y reducción de la inflación.³⁰ En efecto, luego de incrementarse en la primera parte del año, estos indicadores adoptaron una dirección decreciente (iniciada en mayo para el caso de la inflación subyacente y profundizada en ambos casos en el segundo semestre), reflejando un proceso de ajuste a la baja en el ritmo de variación de precios. Al mes de diciembre, las tasas interanuales del núcleo inflacionario y la inflación subyacente alcanzaron a 8,79% y 6,55%, respectivamente (Gráfico 2.4).

GRÁFICO 2.4: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC TOTAL, IPC SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

³⁰ La inflación subyacente es una medida de variación de precios construida excluyendo del IPC los cinco productos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional. Por su parte, el núcleo inflacionario es un indicador en el que se dejan al margen del IPC los alimentos perecederos, carnes, comidas y granos, junto a productos con precios administrados (p.e. transporte público y pan).

Capítulo 2 | Parte 1

En ambos semestres de 2011 la inflación acumulada en el núcleo superó a la variación de precios fuera de él (Cuadro 2.3). La menor inflación al exterior del núcleo (5,2%) incidió en el comportamiento del IPC total llevando a que éste tenga una tasa menor (6,9%) que la del núcleo inflacionario (8,8%).

CUADRO 2.3: VARIACIÓN ACUMULADA DEL NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO

%	2010			2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Núcleo	1,67	4,39	6,13	5,60	3,02	8,79
Alimentos	3,39	8,62	12,30	9,62	2,56	12,43
No alimentos	1,18	3,15	4,36	4,36	3,17	7,66
Bienes	0,96	3,65	4,65	4,20	3,16	7,48
Servicios	1,58	2,20	3,81	4,67	3,19	8,01
Fuera del Núcleo	-0,69	8,88	8,13	3,09	2,08	5,23
Alimentos	-0,92	12,86	11,82	4,14	2,93	7,19
Perecederos	-0,79	13,72	12,83	4,34	3,32	7,81
No Perecederos	-2,21	4,46	2,15	2,03	-1,37	0,63
Transporte	-1,47	13,08	11,42	1,22	1,88	3,12
Regulados	0,16	-0,40	-0,24	2,42	0,54	2,96
Combustibles	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IPC	0,43	6,72	7,18	4,27	2,53	6,90

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

En la primera mitad del año, el núcleo inflacionario fue influenciado por la variación del precio de los alimentos. En el segundo semestre, los componentes no alimenticios tuvieron mayor importancia.

En 2011, la inflación núcleo superó a la inflación fuera de éste y a la inflación total.

La evolución de la inflación núcleo tuvo factores causales diferentes en cada semestre de 2011. En la primera mitad del año el núcleo fue influenciado por la dinámica de los precios de los alimentos en su interior (especialmente el azúcar y sus derivados, entre otros productos), que respondieron en mayor medida a los *shocks* de 2010/2011 en comparación con los alimentos fuera del núcleo. En el segundo semestre, fueron los componentes no alimenticios los que tuvieron especial importancia en la dinámica del núcleo inflacionario. En efecto, estos componentes registraron la mayor inflación acumulada dentro del núcleo, superando también a los incrementos de los no alimentos situados al exterior del mismo (transporte, bienes regulados y combustibles).

En suma, los sucesos de ambos semestres llevaron a que la inflación núcleo y no núcleo tengan un comportamiento relativamente disímil, registrando la primera cifras más elevadas a finales de 2011. Entre los alimentos que tuvieron mayor importancia para los resultados anuales de la inflación núcleo se encuentran la cerveza, las bebidas gaseosas y el azúcar granulado, cuyas incidencias sobre la variación de precios del núcleo fueron de 0,12pp, 0,09pp y 0,07pp respectivamente.

La trayectoria decreciente de la inflación núcleo denota, por una parte, la moderación gradual de las presiones inflacionarias; no obstante, su posicionamiento por encima de la inflación total, refleja también la relativa persistencia de dichas presiones, que podrían eventualmente moderar el ritmo de desaceleración de la inflación y contribuir a estabilizar su nivel a mediano plazo. Mayores detalles sobre la evolución reciente de la inflación núcleo se encuentran en el Recuadro 4, situado al final del presente capítulo.

1.2 INDICADORES COMPLEMENTARIOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS

El BCB realiza un seguimiento a otros indicadores que proporcionan señales adicionales sobre el comportamiento de los precios en sectores específicos de la economía nacional. Además, en función a las diferentes interacciones existentes, su evolución tiende a reflejarse eventualmente en la trayectoria del IPC y de la inflación.

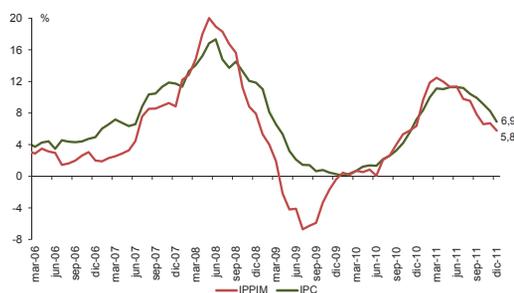
Entre estos indicadores se encuentran el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM), el Índice de Costos de la Construcción (ICC) y el Índice de Precios de Actividades Remuneradas (IPC-REM).

Índice de precios al productor industrial manufacturero

Después de incrementarse hasta marzo, el ritmo de variación del IPPIM descendió sistemáticamente el resto del año, especialmente en el rubro de alimentos.

El IPPIM cuantifica la evolución de los costos de insumos empleados en actividades productivas y de comercialización de la industria manufacturera. La cotización de los insumos incide en los costos industriales, lo que a su vez influye en los precios finales de un subconjunto de artículos del IPC.³¹ Luego de obtener un crecimiento interanual de 12,5% en marzo de 2011, el ritmo de variación del IPPIM registró un descenso sistemático el resto del año, alcanzando en diciembre una tasa de 5,8% (Gráfico 2.5). Las disminuciones fueron más pronunciadas en los precios de los productores de alimentos, especialmente los relacionados a la fabricación y refinación del azúcar.

GRÁFICO 2.5: VARIACIÓN INTERANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO E IPC



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Índice de costos de la construcción

El ICC mantuvo una tendencia creciente en 2011. Los mayores incrementos de costos se dieron en las construcciones de La Paz y El Alto.

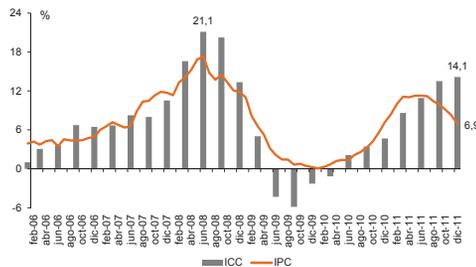
El ICC es un indicador que captura el comportamiento de los precios de los insumos más importantes para la actividad de construcción, abarcando los costos de mano de obra y el de los materiales empleados. El Índice engloba los costos incurridos en la edificación de residencias urbanas, edificios no residenciales y otras obras de infraestructura. Al igual que en el caso del IPPIM, los productos incluidos en el ICC guardan relación con un subconjunto de bienes y servicios del IPC, cuya presencia es común a ambos Índices (específicamente el cemento, ladrillos, pintura y servicios de albañilería).³²

Al cierre de 2011 el ICC continuó reflejando una tendencia creciente, iniciada en la segunda mitad de 2010, alcanzando una tasa de variación interanual de 14,1% (Gráfico 2.6); no obstante, cabe mencionar que el incremento de costos de construcción cuantificado por el Índice fue menor al que se experimentó a mediados de 2008. Asimismo, es oportuno señalar que los mayores incrementos del Índice se dieron en la construcción de edificios residenciales urbanos. En términos de ciudades, el alza fue más pronunciada en La Paz y El Alto.

³¹ Entre las actividades industriales que influyen en los precios finales de los artículos de consumo del IPC se tienen: la matanza de ganado y preparación de carne, la fabricación de productos lácteos, la producción de aceites comestibles y la mollienda, entre otros.

³² El ICC tiene una periodicidad trimestral y su cobertura geográfica abarca las ciudades de La Paz, El Alto, Santa Cruz y Cochabamba.

GRÁFICO 2.6: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC E ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

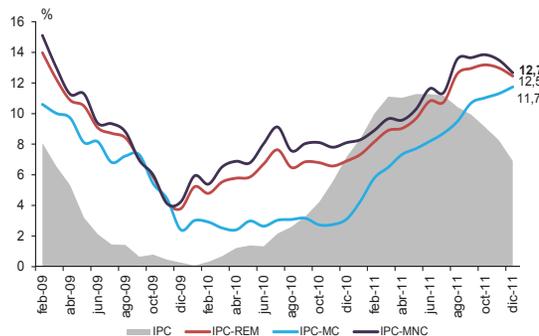
Índice de precios de actividades remuneradas

Luego de incrementarse en el año, la variación interanual del precio de actividades remuneradas se estabilizó en septiembre y se redujo en el último bimestre de 2011, aunque con cierto rezago respecto al IPC.

El BCB, sobre la base de componentes de servicios personales del IPC, elabora tres indicadores de precios de actividades remuneradas: i) el Índice de Precios de Mano de Obra Calificada (IPC-MC), que incluye actividades como las consultas médicas; ii) el Índice de Precios de Mano de Obra No Calificada (IPC-MNC), que incluye remuneraciones a servicios como el de las empleadas domésticas; y iii) el IPC-REM, que agrupa a los dos anteriores y refleja la evolución general de los precios de las actividades remuneradas.

La variación interanual del IPC-REM, que había tendido a incrementarse durante los primeros trimestres del año, inició su estabilización a partir de septiembre hasta alcanzar en diciembre (luego de descender dos meses consecutivos) una tasa de 12,5% (Gráfico 2.7). Por su parte, la variación del IPC-MC siguió registrando incrementos al cierre del año, aunque a un ritmo más moderado que el del primer semestre, anotando un crecimiento de 11,7% en diciembre. Asimismo, el IPC-MNC que exhibió una aceleración en su crecimiento en la primera parte del año, tendió a mantenerse estable entre agosto y noviembre (oscilando alrededor de una tasa de 13,5%) para luego descender a 12,7% en diciembre. Dentro el segmento de mano de obra no calificada, fue importante el descenso de la inflación en las actividades de lavanderas, servicios de lustrado de calzados y lavado de vehículos, entre otros.

GRÁFICO 2.7: VARIACIÓN INTERANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE ACTIVIDADES REMUNERADAS



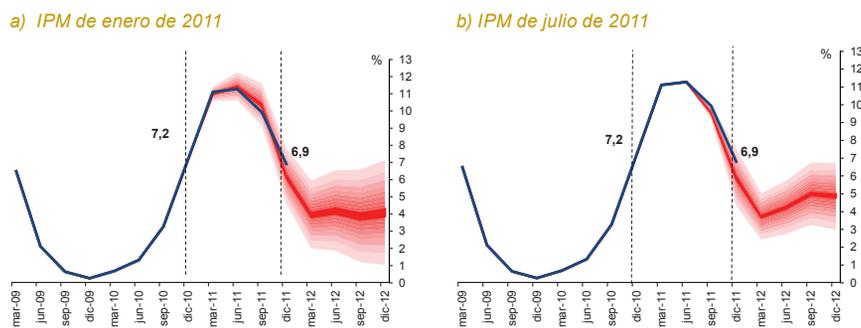
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

1.3 FACTORES QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En 2011, la inflación siguió una trayectoria estrechamente acorde con lo proyectado en los IPM de enero y de julio de 2011.

En 2011, la tasa de variación del IPC siguió una trayectoria estrechamente acorde con lo previsto en los IPM de enero y de julio de 2011 (Gráfico 2.8). La evolución de la inflación estuvo relacionada con los tres factores mencionados anteriormente, los cuales se analizan en detalle a continuación.

GRÁFICO 2.8: VARIACIÓN A DOCE MESES DEL IPC OBSERVADO Y PROYECTADO



FUENTE: Banco Central de Bolivia
La línea azul denota la trayectoria observada de la inflación. El área roja refleja la proyección efectuada en los IPM de enero y de julio de 2011

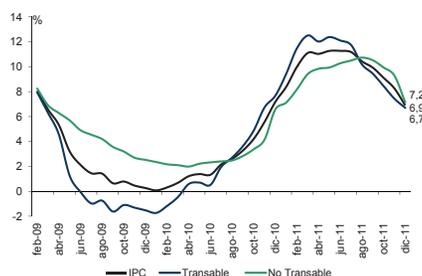
Mitigación de presiones inflacionarias externas

La moderación de las presiones inflacionarias de origen externo contribuyó a la estabilización y descenso de la inflación en Bolivia.

Las presiones inflacionarias de origen externo fueron uno de los principales determinantes de la inflación en Bolivia durante el período comprendido entre junio de 2010 y marzo de 2011. En la medida que estas presiones menguaron, la inflación doméstica pudo comenzar su estabilización y consolidar su reducción en el segundo semestre del año.

Los indicadores de inflación transable y no transable reflejaron la reducción de las presiones externas sobre los precios domésticos.³³ En efecto, la inflación interanual de bienes transables registró un descenso sostenido a partir de junio y desde agosto se situó consistentemente por debajo de la inflación no transable y de la inflación total. Al cierre de 2011 la variación de precios de bienes transables alcanzó una tasa de 6,7% (Gráfico 2.9).

GRÁFICO 2.9: INFLACIÓN A DOCE MESES SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD



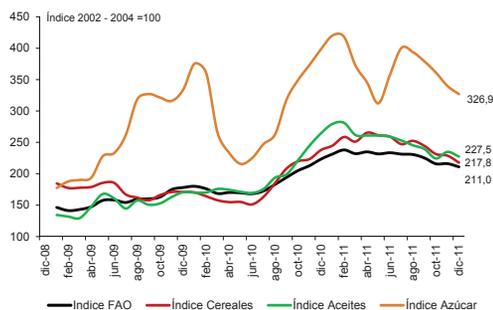
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

³³ Un bien transable es aquel susceptible de ser comercializado internacionalmente, aunque no implica necesariamente que dicha transacción sea efectivamente concretada. En contraste, los bienes no transables no se comercializan fuera de la economía donde se producen. Ejemplos de bienes no transables son algunos tipos de servicios (luz, agua, recojo de basura, corte de cabello, etc.).

Las menores presiones inflacionarias externas se originaron en la moderación de los precios internacionales de alimentos y energía en la segunda mitad de 2011.

Las presiones inflacionarias externas tuvieron origen en los *shocks* de precios internacionales de energía y alimentos. La moderación de sus cotizaciones globales en el segundo semestre de 2011, mitigó estas presiones foráneas sobre la inflación en Bolivia. En primer lugar, la variación de precios internacionales de la energía se redujo significativamente a partir de agosto, contrariamente a la tendencia creciente observada hasta entonces. Por otra parte, y luego de leves oscilaciones transitorias, los precios internacionales de alimentos ingresaron en una fase descendente en la segunda mitad de 2011. No obstante, a pesar de dicha caída, los precios de los alimentos aún persistieron en niveles superiores a los de años previos (Gráfico 2.10).

GRÁFICO 2.10: ÍNDICE DE PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS DE LA FAO SEGÚN SU TIPO

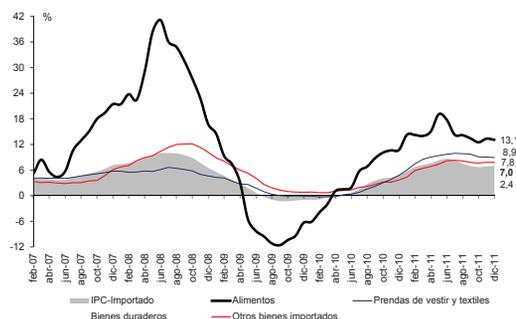


FUENTE: Food and Agriculture Organization. El Índice FAO corresponde al Índice de precios de alimentos total elaborado por la FAO. El resto de Índices del gráfico, corresponde a subíndices del primero según su tipo.

Luego de incrementos sostenidos en la primera parte del año, la inflación de alimentos y de bienes duraderos importados tendió a moderarse en el segundo semestre de 2011.

El alza de precios internacionales de alimentos tuvo efectos importantes en la economía boliviana, aspecto que se evidencia al examinar la inflación importada según sus componentes. Los alimentos fueron los bienes importados que tuvieron un mayor incremento de precios hasta mediados de 2011. Posteriormente, su tasa de inflación descendió gradualmente desde junio (en línea con la tendencia de los mercados globales), y luego de leves fluctuaciones alcanzó en diciembre una tasa de 13,1%, 6pp menor al máximo registrado en mayo de 2011 (Gráfico 2.11). Los bienes duraderos fueron otro segmento de productos importados que tuvieron un rápido descenso en su inflación, para luego estabilizarse e incrementarse levemente en los últimos meses del año. En ambos casos fueron destacables los efectos de la política cambiaria que permitieron la mitigación de la inflación importada.

GRÁFICO 2.11: VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS⁽¹⁾



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
(1) Los ítems que se muestran en el gráfico corresponden sólo a productos importados del IPC.

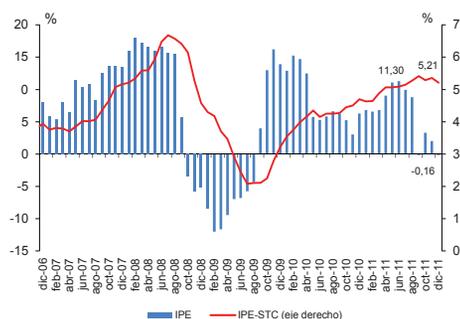
En contraposición al alza experimentada en la primera mitad de 2011, el Índice de Precios Externos relevante para la economía boliviana tendió a descender hacia finales del año.

La depreciación de las monedas de los socios comerciales fue también importante para el descenso de la inflación importada en Bolivia.

Finalmente, para analizar con mayor detalle la atenuación de los *shocks* internacionales, es conveniente examinar el Índice de Precios Externos relevante para la economía boliviana (IPE). Éste es un promedio ponderado de la inflación de los principales socios comerciales de Bolivia, que combina tanto las variaciones de precios de estos países, como el efecto de las variaciones cambiarias de sus monedas en los precios de las importaciones nacionales.

Los datos del IPE corroboran el descenso de las presiones inflacionarias externas en el segundo semestre del año. Las variaciones a doce meses del Índice pasaron de un máximo de 11,3% en junio a cifras negativas de 0,16% en diciembre de 2011 (Gráfico 2.12). Por su parte, el IPE una vez que se dejan de lado los efectos de las variaciones cambiarias (IPE-STC), tuvo un comportamiento más estable que el del IPE total. Esto refleja los efectos de la depreciación de las monedas de socios comerciales (especialmente Brasil) en la moderación de las presiones inflacionarias externas sobre la economía boliviana.

GRÁFICO 2.12: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE A DOCE MESES 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

Políticas gubernamentales efectivas para normalizar el abastecimiento del mercado interno de alimentos

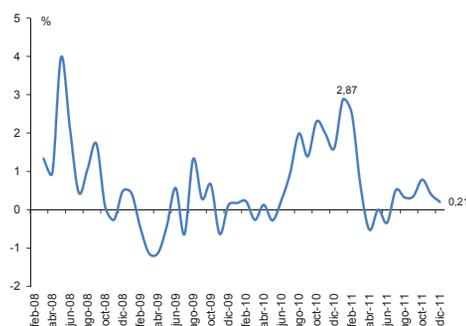
La inflación de alimentos inició su reducción en abril, gracias a la normalización del abastecimiento del mercado interno propiciado por las políticas gubernamentales.

Después de alcanzar cifras elevadas en el primer trimestre, la tasa de inflación mensual de alimentos descendió y se mantuvo en niveles por debajo de los de 2010.

La inflación de alimentos a fines de 2010 e inicios de 2011 tuvo causas internas y externas a la economía boliviana. A los *shocks* internacionales se añadieron reducciones en la oferta doméstica alimentaria por factores climáticos adversos y distorsiones en el proceso de comercialización (especulación, contrabando, etc.). En virtud a la mitigación de dichos *shocks*, la inflación de alimentos registró un cambio en su tendencia en abril y descendió consecutivamente desde junio. Para el efecto, fue primordial la normalización del abastecimiento de bienes alimenticios en el mercado interno, gracias a las políticas implementadas por el Gobierno Nacional que propiciaron un buen desempeño productivo en el año agrícola 2010/2011, expandiendo la oferta de alimentos.

La atenuación de la inflación de alimentos puede observarse examinando la evolución de su tasa mensual. Luego de alcanzar un máximo de 2,9% en enero, las variaciones se redujeron, registrando incluso cifras negativas entre abril y junio. En el segundo semestre, la inflación de alimentos se mantuvo en niveles bajos respecto a los de similar período de 2010. En efecto, la inflación mensual promedio en el segundo semestre de 2011 fue de sólo 0,4%, en contraposición al promedio de 1,7% correspondiente a 2010 (Gráfico 2.13).

GRÁFICO 2.13: INFLACIÓN MENSUAL DE ALIMENTOS

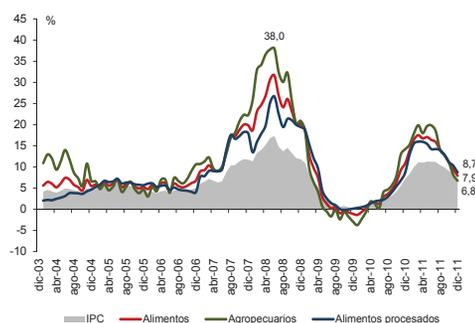


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística–Banco Central de Bolivia

Los alimentos agropecuarios redujeron su inflación más aceleradamente que los de tipo procesado. El azúcar y derivados tuvieron las mayores variaciones de precios en el año.

En la segunda mitad de 2011, los precios de los alimentos agropecuarios redujeron su ritmo de variación más pronunciadamente que los de tipo procesado. En efecto, en el segundo semestre de 2011 la inflación agropecuaria disminuyó en cerca de 13pp, registrando una tasa interanual de 6,8% al cierre de gestión. Por su parte, los precios de los alimentos procesados, que habían mitigado su ritmo de crecimiento desde abril, profundizaron dicha tendencia en el segundo semestre hasta alcanzar una tasa de 8,7% en diciembre, ligeramente superior a la inflación agropecuaria y la inflación total (Gráfico 2.14). De modo más específico, dentro del rubro de alimentos, el azúcar junto a otros endulzantes fueron los que experimentaron un mayor incremento de precios durante el primer trimestre y a la vez el descenso más pronunciado en el resto del año; la inflación a doce meses de éstos alcanzó a 87,3% en marzo, a 47,4% en agosto y, finalmente, a 12,5% en diciembre.

GRÁFICO 2.14: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC AGROPECUARIO Y DE ALIMENTOS PROCESADOS

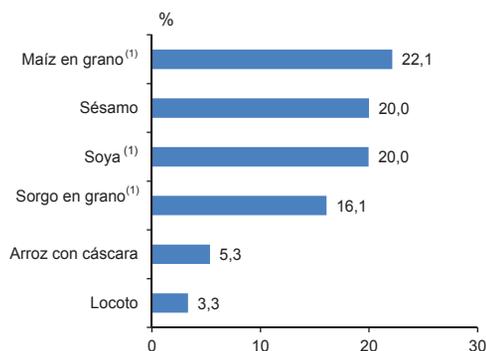


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

El crecimiento de la producción agropecuaria doméstica en el año agrícola 2010/2011 aportó a la moderación de la inflación de alimentos.

Como se indicó anteriormente, el desempeño productivo agropecuario tuvo un notable rol en el descenso de la inflación de alimentos. La producción se recuperó favorablemente en 2011 registrando el PIB sectorial tasas de crecimiento positivas, a diferencia de 2010 cuando sólo se anotaron tasas negativas de variación del producto. Asimismo, la superficie cultivada en el año agrícola 2010/2011 habría alcanzado a 2,9 MM de hectáreas (Has), cerca de 20.000 Has adicionales respecto al año precedente (Gráfico 2.15). La menor recurrencia de eventos climáticos adversos, junto a las políticas gubernamentales, aportaron a los resultados obtenidos.

GRÁFICO 2.15: VARIACIÓN DEL VOLUMEN DE PRODUCCIÓN RESPECTO AL AÑO ANTERIOR - AÑO AGRÍCOLA 2010/2011



FUENTE: Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT)
(1) Incluye campaña de invierno anterior

Las diferentes políticas del Órgano Ejecutivo, implementadas bajo enfoques de corto y largo plazo, coadyuvaron al control de la inflación, en particular en el mercado de alimentos.

En el caso del azúcar, diversas políticas crediticias, arancelarias y comerciales permitieron normalizar la oferta del producto y estabilizar su precio.

Otras políticas gubernamentales incluyeron la liberación de aranceles, el apoyo de EMAPA a familias y productores, la promulgación de leyes y la otorgación de créditos del BDP.

Es oportuno realizar mayores precisiones con relación a las distintas medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo que coadyuvaron al control de la inflación, especialmente en el mercado de alimentos. Las políticas se implementaron bajo dos enfoques: de corto plazo (al aprovisionarse directamente a los consumidores) y de largo plazo (con acciones destinadas a la reducción de costos, incremento de la producción y mejora de los índices de productividad de los agricultores).

Por una parte, en el caso del azúcar se otorgaron créditos sectoriales y se extendió hasta el 31 de agosto de 2011 la aplicación del Gravamen Arancelario (GA) de 0% a la importación de azúcar. Asimismo se suspendió excepcional y temporalmente la exportación de azúcar y caña de azúcar. Estas medidas permitieron una mayor producción doméstica, la regularización del abastecimiento del producto y la reducción de su precio en el mercado interno, especialmente en la segunda mitad del año (distanciándose del escenario de escasez y especulación imperante a finales de 2010 e inicios de 2011).

Otra disposición implementada fue el DS N° 943 (del 2 de agosto de 2011), que liberó del pago de aranceles a la importación de maquinaria e insumos para la agricultura. Además, se estableció un diferimiento del GA por un plazo de cinco años para otros insumos agrícolas (semillas, frutos, sal, etc.). También destacaron las acciones de abastecimiento a familias y productores por parte de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA). En el mismo sentido, corresponde remarcar la promulgación de la Ley de Revolución Productiva Comunitaria Agropecuaria, que establece diversas políticas y mecanismos de apoyo sectorial. Finalmente, se priorizaron créditos del Banco de Desarrollo Productivo (BDP) para la producción de alimentos. Mayores detalles con relación a las políticas implementadas por el Órgano Ejecutivo para el control de la inflación se encuentran en la Parte 4 del presente capítulo.

Expectativas inflacionarias a la baja

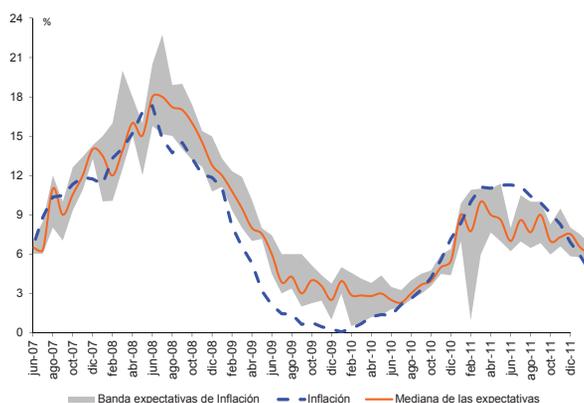
En el primer trimestre de 2011, las expectativas de inflación tendieron al alza. Una vez atenuadas las presiones inflacionarias, las expectativas evolucionaron favorablemente.

La estabilización de las expectativas del público en el segundo semestre de 2011, contribuyó a preservar los equilibrios en los mercados y al descenso de la inflación.

En el primer trimestre de 2011 los *shocks* adversos a la economía nacional tuvieron fuertes repercusiones en las expectativas de los agentes, traduciéndose en un incremento inusitado de la demanda de determinados artículos, en particular alimentos, que fue aprovechada por prácticas especulativas. En la medida que las presiones inflacionarias fueron mitigadas, las expectativas del público evolucionaron positivamente. Los agentes habrían internalizado los resultados exitosos de las medidas de control de la inflación del Órgano Ejecutivo y del BCB en su mecanismo de formación de expectativas.

De acuerdo a los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas,³⁴ la mediana de las expectativas de inflación anual, aunque con fluctuaciones, tendió a reducirse en el segundo semestre de 2011 situándose en márgenes inferiores a los de las tasas observadas de inflación y apartándose del valor máximo de 10% obtenido en marzo de 2011 (Gráfico 2.16). La estabilización de las expectativas contribuyó a que se preserven los equilibrios en los mercados, hecho de importancia para que la inflación no sea afectada por distorsiones en su senda descendente en la segunda mitad de 2011.

GRÁFICO 2.16: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN INTERANUAL A UN AÑO⁽¹⁾



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
 (1) 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

³⁴ Encuesta llevada a cabo de forma mensual por el BCB. Ésta considera a una muestra de ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

Parte 2

POLÍTICA MONETARIA

En 2011 las políticas del BCB coordinadas con el Órgano Ejecutivo a través del MEFP se caracterizaron por su prudencia y orientación contracíclica.

En cumplimiento al mandato de la Constitución Política del Estado y la Ley 1670, de “mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social” y en el marco de la coordinación con el Órgano Ejecutivo, las políticas del BCB se caracterizan por su prudencia y orientación contracíclica. De forma proactiva y oportuna, están dirigidas para contribuir a la mitigación de los efectos negativos del ciclo económico.

En esta línea, la política monetaria fue instrumentada a través de metas intermedias de cantidad establecidas en el Programa Monetario, que forma parte de la “Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2011” suscrito públicamente entre el MEFP y el BCB en fecha 9 de febrero de 2011. La firma de esta Decisión, fortaleció la coordinación de las políticas macroeconómicas y el compromiso de transparencia.³⁵

Cabe señalar que el Programa Fiscal - Financiero, 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.

En este contexto, la política monetaria estuvo orientada durante la gestión a controlar la liquidez utilizando para ello distintos instrumentos. Mediante la colocación y redención de títulos públicos en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), principal instrumento de regulación monetaria, se adecuó la liquidez del sistema financiero contrayéndola o ampliándola según las necesidades de la economía.

El BCB introdujo elementos innovadores y el uso heterodoxo de instrumentos de política monetaria.

Asimismo, sobresalieron sus elementos innovadores y el uso heterodoxo de instrumentos entre los que se mencionan las reformas a los requerimientos de encaje legal que internalizan los costos de la dolarización en las entidades financieras y contribuyen al crecimiento del crédito al sector productivo y a una mayor bolivianización.

También destacaron el impulso a las colocaciones directas de títulos al público con el incremento de la tasa de rendimiento y la introducción del Bono por “temporada navideña”.

También se destacó el impulso a las colocaciones directas de títulos al público con el incremento de la tasa de rendimiento y la introducción del Bono por “temporada navideña”. Este instrumento, además de coadyuvar a regular la liquidez y propiciar condiciones ventajosas para el ahorro del sector privado no financiero, mejoró los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Durante 2011, la orientación de la política monetaria fue contracíclica, regulando adecuadamente la liquidez.

La política monetaria continuó caracterizándose por la orientación contracíclica observada en los últimos años. En función de la crisis global en el último trimestre de 2008 y hasta fines de 2009 fue expansiva, apoyando la actividad económica interna frente a los efectos negativos que la coyuntura internacional podría haber generado durante este período. En 2010, se orientó hacia la reducción de los estímulos monetarios una vez verificada la recuperación económica, principalmente de países emergentes, los mayores ingresos de origen externo, los aumentos de precios de productos básicos de exportación, la mayor inflación importada y la alta liquidez del sistema financiero. Se emplearon los instrumentos disponibles de manera coherente con los lineamientos y condiciones de liquidez de la economía, sin generar incrementos fuertes de las tasas de interés.

³⁵ La coordinación de las políticas macroeconómicas se expresa en los Art. 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.

Capítulo 2 | Parte 2

En 2010 se redujeron gradualmente los estímulos monetarios hasta el primer trimestre de 2011.

En el segundo y tercer trimestre la oferta de títulos se mantuvo constante. Sin embargo, en el último trimestre se efectuaron nuevos incrementos a fin de permitir la acumulación de vencimientos en 2012 y con ello lograr un mayor espacio de acción para la política monetaria.

Las presiones inflacionarias a principios de 2011, otros factores de origen interno y el aumento previsto del crédito del BCB al sector público en un escenario de alta liquidez en el sistema financiero, determinaron que en el primer trimestre del año se mantenga la orientación de la política monetaria iniciada en 2010, consistente con el incremento de la oferta de títulos. Sin embargo, a partir de abril la oferta de títulos se mantuvo constante debido a la disminución de la inflación, la acumulación de depósitos del SPNF y señales de un deterioro futuro de la actividad económica mundial, entre otros factores.

En efecto, a partir del segundo trimestre no se realizaron nuevos incrementos de la oferta de títulos hasta el último trimestre del año, en el cual, las colocaciones netas de títulos no implicaron incrementos considerables de las tasas de interés y permitieron acumular vencimientos para la próxima gestión con el fin de generar un mayor espacio de acción a la política monetaria en 2012. En este contexto, destaca la estrecha coordinación entre el MEFP y el BCB orientada a balancear el objetivo de contener la inflación con el de apuntalar el ritmo de crecimiento de la actividad económica.

Herramientas tales como las modificaciones en los requerimientos de encaje legal y el cambio en la administración delegada de recursos públicos de tres a un solo banco, contribuyeron también a regular la liquidez.

Reunión de Servidores Públicos de la Gerencia de Entidades Financieras.



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.

El Programa Monetario refleja las políticas específicas del BCB orientadas al cumplimiento del objetivo establecido en la Constitución Política del Estado y la Ley N° 1670 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. Dicho programa forma parte del Programa Macroeconómico elaborado conjuntamente con el MEFP plasmado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2011. La suscripción de este Acuerdo fortalece la coordinación de las políticas macroeconómicas y el compromiso de transparencia.

Para 2011, el Programa Fiscal-Financiero estableció metas máximas de déficit fiscal (Bs6.477 MM equivalente a 4,2% del PIB) y de financiamiento interno al sector público (Bs4.150 MM) debido a incrementos proyectados en la inversión pública. En esta línea, el Programa Monetario estableció la compensación de la expansión fiscal de tal manera que la meta de expansión del Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN; Bs1.045 MM) fuera menor a la establecida para el CIN SPNF (Bs4.210 MM). Asimismo, se fijó una meta de ganancia mínima de Reservas Internacionales Netas (RIN) de \$us410 MM.

Como resultado de las metas y considerando el comportamiento estimado de otras variables, la intervención del BCB en el mercado monetario se tradujo en directrices de OMA consistentes en colocaciones netas de títulos públicos en todos los trimestres del año, compensando la expansión esperada del CIN SPNF y en línea con la orientación de la política monetaria de reducción gradual de los estímulos monetarios, en un contexto de presiones inflacionarias al inicio de la gestión.

Sin embargo, la caída de la inflación a partir de abril y la acumulación de depósitos del SPNF en el segundo y tercer trimestre permitieron generar espacio para la política monetaria de tal manera que se adecuó a las nuevas condiciones verificándose redenciones netas de títulos en el segundo y tercer trimestre en lugar de las colocaciones programadas.

Todas las metas del Programa Fiscal Financiero 2011 fueron cumplidas con márgenes.

Las metas del Programa Fiscal-Financiero 2011 fueron cumplidas con márgenes (Cuadro 2.4). El SPNF alcanzó un superávit (en vez del déficit programado) equivalente a 0,8% del PIB. Este resultado se reflejó en la disminución del financiamiento interno al SPNF que implicó reducciones del CIN SPNF de Bs4.010 MM. Esta meta se cumplió con un margen considerable, no obstante los importantes desembolsos realizados por el BCB al TGN, a YPFB y a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE). Finalmente, las políticas económicas y el contexto externo favorable permitieron ganancias de RIN frente a las pérdidas estimadas con un margen de \$us1.750 MM.

Durante la gestión 2011, la oferta de títulos aumentó a principios y a fines del año. Los incrementos se realizaron en instrumentos en MN y en plazos mayores, contribuyendo a la profundización del proceso de bolivianización.

Por las razones señaladas (reducción de la inflación y acumulación de depósitos del SPNF en el BCB), el BCB sólo incrementó la oferta de títulos a principios y a fines de 2011. De esta manera, las colocaciones netas fueron menores a las previstas sin que ello haya implicado sobregiros en las metas.

CUADRO 2.4: PROGRAMA FINANCIERO 2011⁽¹⁾

MM de Bs		2011		
		Meta	Ejecución ^p	Margen (+) Desvío (-)
		Unidad Acordada ⁽²⁾		
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (- = superávit)	Bs	6.477	-1.382	7.859
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	4.150	-4.347	8.497
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto Total	Bs	1.045	-10.861	11.907
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs	4.210	-4.010	8.220
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	410	2.160	1.750

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) Flujos acumulados. Las cifras se calculan con un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, 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 febrero de 2011
 p: Cifras preliminares

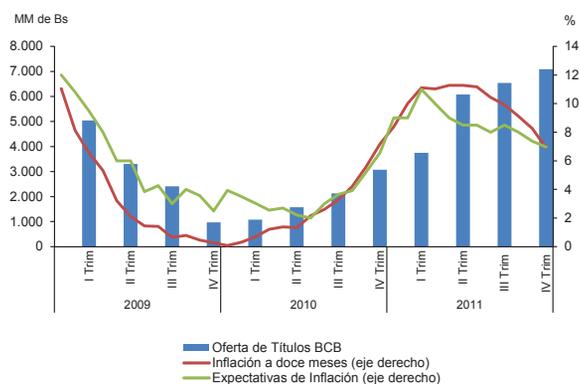
Los incrementos de la oferta semanal de títulos se realizaron en instrumentos en MN y en plazos mayores en el primer trimestre (Bs175 MM) y en el último (Bs159 MM), con la perspectiva de acumular vencimientos para la gestión 2012. En este último caso, frente a un posible deterioro de la economía mundial en 2012, en octubre se introdujo la oferta de títulos a 9 meses en MN fijada en Bs130 MM (Cuadro 2.5). Debido a las razones señaladas, la oferta trimestral aumentó de Bs3.072 MM en el cuarto trimestre de 2010 a Bs7.086 MM en el cuarto trimestre de 2011 (Gráfico 2.17).

CUADRO 2.5: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN CADA SUBASTA

MM						
	Moneda	IV TRIM-10	I TRIM-11	II TRIM-11	III TRIM-11	IV TRIM-11
91 días	ME	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
1 año	UFV	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5
91 días	MN	75,0	65,0	65,0	30,0	25,0
6 meses	MN	80,0	90,0	90,0	60,0	130,0
9 meses	MN					130,0
1 año	MN	135,0	230,0	230,0	230,0	250,0
2 años	MN		80,0	80,0	145,0	90,0
Oferta ME		0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Oferta MN		290,0	465,0	465,0	465,0	625,0
Oferta UFV		1,0	1,0	1,0	1,0	0,5
Oferta total BCB (Bs) ⁽¹⁾		292,3	467,3	467,3	466,6	625,8

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) En MM de bolivianos, valorada a tipo de cambio fijo de cada año. 2010 1\$us=7Bs; 1UFV=1,55397Bs; 2011 1\$us=6,88Bs; 1UFV=1,640809Bs

GRÁFICO 2.17: OFERTA TRIMESTRAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA E INDICADORES DE INFLACIÓN



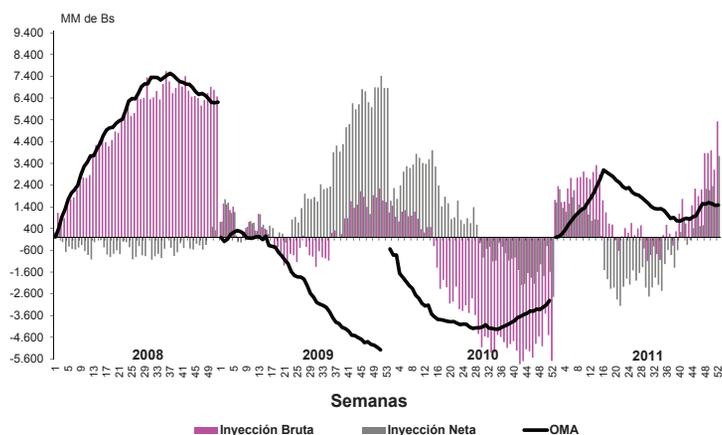
FUENTE: Banco Central de Bolivia

Las intervenciones del BCB a través de las colocaciones netas de títulos mediante OMA se adecuaron a las condiciones de liquidez observadas en el año.

La orientación contracíclica de la política monetaria se plasmó en el comportamiento de la liquidez del sistema financiero medida por el excedente de encaje legal (encaje constituido menos encaje requerido; Gráfico 2.18). En 2008, en un contexto de presiones inflacionarias y fuertes inyecciones brutas de liquidez, el incremento de las colocaciones mediante OMA permitió que la inyección neta acumulada sea negativa en la mayor parte del año. Sin embargo, a partir de la irrupción de la crisis financiera internacional en el cuarto trimestre del año, el cambio oportuno en la orientación de la política monetaria de contractiva a expansiva determinó redenciones netas de títulos, cerrando la gestión con una inyección neta acumulada ligeramente positiva a pesar de la fuerte disminución de la inyección bruta.

En 2009, al tornarse negativa la inyección bruta, amenazando con desacelerar el ritmo de la actividad económica, la autoridad monetaria dispuso mayores redenciones de títulos que permitieron que en toda la gestión se realicen inyecciones netas de liquidez de gran magnitud. En 2010, la inflación acumulada en el primer semestre fue muy baja (0,4%), pero repuntó en el segundo semestre (6,7% acumulada) y, coherentemente, la inyección neta acumulada de liquidez pasó de ser positiva a negativa. Si bien durante esta gestión se redujeron los impulsos monetarios con el incremento de la oferta de títulos, esta política fue gradual y las tasas de rendimiento no sufrieron fuertes incrementos, reconociendo que la inflación no se generó por demanda interna.

GRÁFICO 2.18: OMA, INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE RECURSOS



FUENTE: Banco Central de Bolivia

En el primer trimestre de 2011 se registraron fuertes incrementos en el IPC y una elevada inyección bruta de liquidez, principalmente de origen externo, que amenazaban con profundizar la inflación por efectos de segunda vuelta. En este contexto, se dinamizaron las colocaciones de títulos de regulación monetaria que permitieron disminuir la inyección neta de liquidez, resultado en el que incidió también la acumulación de depósitos del sector público. En el segundo trimestre, predominaron los factores de contracción de la liquidez por el crecimiento de la emisión y la acumulación de depósitos del SPNF, al mismo tiempo que las tasas mensuales de inflación y las expectativas sobre esta variable registraron disminuciones considerables, por lo que se realizaron redenciones netas de títulos mediante OMA, contribuyendo así a contener la contracción de liquidez neta.

En el tercer trimestre, el comportamiento fue parecido y los factores de contracción se incrementaron de tal manera que el BCB realizó inyecciones netas de liquidez mediante redenciones de títulos en un escenario de reducción de las presiones inflacionarias internas y desaceleración económica mundial. Finalmente, en el cuarto trimestre fueron

Capítulo 2 | Parte 2

predominantes los factores de expansión, principalmente por el incremento de RIN y la reducción de los depósitos del SPNF. En este contexto, el BCB realizó colocaciones netas sin que ello haya implicado alzas considerables de las tasas monetarias. De este modo, se incrementó el *stock* de títulos que el BCB puede redimir en la gestión 2012 en caso de requerirse impulsos monetarios internos que compensen eventuales efectos de una desaceleración económica internacional.

La fuerte expansión generada por el crecimiento de las RIN determinó un incremento de la emisión monetaria, mientras que el aumento de los depósitos del SPNF en el BCB, el excedente de encaje legal y la colocación neta de OMA se constituyeron en factores de contracción.

En la gestión 2011, el factor más importante de expansión de la liquidez fue la ganancia de RIN y, en menor magnitud, los créditos del BCB al SPNF (principalmente a las EPNE; Cuadro 2.6). Por su parte, la acumulación de depósitos del SPNF fue el factor de contracción más importante, superando ampliamente al crédito concedido por el BCB a este sector. Las intervenciones del BCB a través de las colocaciones netas de títulos mediante OMA se adecuaron a las condiciones de liquidez observadas en el año. De esta manera, el BCB reguló cuidadosamente la liquidez compensando los factores de expansión y contracción para reducir las presiones inflacionarias y para que el sistema cuente con los recursos necesarios que permitan mantener un ritmo importante de crecimiento del crédito al sector privado.

CUADRO 2.6: FACTORES DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN DE LA LIQUIDEZ⁽¹⁾

Fujos en MM de Bs

	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	2011
Factores de expansión	4.405	1.560	5.298	7.402	18.665
d/c Créditos SPNF	340	344	467	2.083	3.233
RIN	5.075	1.242	3.168	4.898	14.383
Otros	-1.011	-25	1.663	421	1.049
Factores de contracción	2.075	4.062	5.408	2.841	14.387
d/c Emisión	-1.365	1.696	789	2.880	3.999
Depósitos SPNF	2.649	2.122	4.252	-448	8.575
Financiamiento Títulos TGN	-602	409	-299	-488	-980
Inyección Bruta	2.932	-2.911	189	5.048	5.258
d/c OMA	2.071	-97	-1.210	720	1.484
Inyección Neta	752	-2.814	1.399	4.329	3.665

FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) A tipo de cambio de fin de periodo.

Las tasas de interés monetarias registraron aumentos moderados con relación a diciembre de 2010.

La compensación de los factores de expansión y contracción de la liquidez a fin de contener las presiones inflacionarias no afectó el dinamismo del crédito al sector privado, principalmente en actividades productivas. Se produjeron incrementos graduales en las tasas de interés en la dirección de permitir un proceso de ajuste lento respecto a la inflación mediante la convergencia gradual de ambas variables sin producir efectos negativos sobre la actividad económica. Con relación a diciembre de 2010, las tasas de interés monetarias registraron aumentos moderados de 60, 62 y 182pb en los plazos de 91, 182 y 364 días, respectivamente.

La fuerte expansión generada por las RIN (Bs14.861 MM) parcialmente compensada por la contracción del CIN (Bs10.861 MM) dio origen al incremento observado de la emisión monetaria (Bs3.999 MM). El aumento de los depósitos del SPNF en el BCB (Bs7.274 MM), del encaje legal (Bs5.198 MM) y la colocación neta de OMA (Bs1.482 MM) se constituyeron en factores de contracción (Cuadro 2.7). El contexto externo favorable para las exportaciones, las medidas de encaje legal que incrementaron los requerimientos en ME y la profundización de la bolivianización de operaciones de intermediación financiera fueron los principales factores que permitieron la fuerte acumulación de RIN observada en el año. Las colocaciones netas mediante OMA (que incluyen las OMA directas), determinaron un incremento del saldo de títulos públicos de regulación monetaria principalmente en MN favoreciendo el proceso de bolivianización. Adicionalmente, con el objetivo de inducir alzas moderadas de tasas pasivas del sistema financiero, el BCB dio un nuevo impulso a la oferta directa de títulos al público a través de la venta de los bonos "navideños".

Capítulo 2 | Parte 2

La mayor contracción del CIN se realizó en MN, siendo la más significativa la del CIN al SPNF, por una mayor acumulación de depósitos en esta denominación. Finalmente, el incremento del encaje estuvo mayormente determinado por el aumento del excedente de encaje (Gráfico 2.19), principalmente en MN.

CUADRO 2.7: BALANCE MONETARIO POR MONEDAS 2011

Flujos en MM de Bs	Enero - Diciembre		
	MN + UFV	ME + MVDOL	TOTAL
EMISIÓN	3.999	0	3.999
CRÉDITO INTERNO NETO	3.999	-14.861	-10.861
Sector Público no financiero	-4.747	331	-4.416
Crédito bruto	3.231	33	3.264
Depósitos	-7.574	300	-7.274
Cuasifiscal	-404	-2	-406
Sistema Financiero	-4.214	-2.619	-6.832
del cual: Encaje Legal ⁽¹⁾	-2.710	-2.488	-5.198
OMA (LT y BT "D") ⁽²⁾	-1.487	5	-1.482
Otras instituciones financieras	3	-66	-63
Otros ⁽³⁾	12.957	-12.687	270
Obligaciones Externas de Mediano y Largo Plazo	0	179	179
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	0	14.861	14.861
(en MM de \$us)	0	2.160	2.160

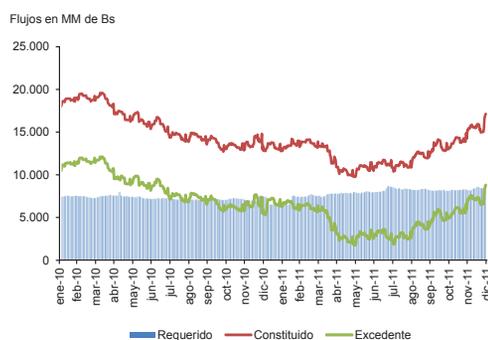
FUENTE: Banco Central de Bolivia

(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 2.19: ENCAJE LEGAL CONSTITUIDO, REQUERIDO Y EXCEDENTE DE ENCAJE⁽¹⁾



FUENTE: Banco Central de Bolivia

(1) Datos a fin de periodo

2.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

2.2.1 Operaciones de Mercado Abierto

Las OMA son el principal instrumento de política monetaria utilizado por el BCB para expandir o contraer la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía.

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 las tasas premio base y montos disponibles para operaciones de reporto.

Capítulo 2 | Parte 2

El BCB administra la colocación de valores públicos del TGN con fines de política fiscal.

El BCB administra también 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 inicial de la cantidad de dinero se compensa con esta expansión 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.

El saldo de colocaciones de valores de regulación monetaria aumentó 24% respecto a la gestión anterior, producto de la orientación contracíclica de la política monetaria.

El saldo de títulos de regulación monetaria cerró la gestión en Bs9.862 MM, cifra 24% superior al cierre de diciembre de 2010. Las intervenciones de la Autoridad Monetaria a través de sus OMA se orientaron a atenuar presiones inflacionarias en una primera instancia y posteriormente, al final de la gestión, a construir un perfil de vencimientos que permita la inyección oportuna de recursos ante una eventual desaceleración económica mundial. De esta manera, durante los primeros cuatro meses y en un contexto de elevada liquidez, presiones inflacionarias y expectativas de inflación al alza, el saldo de colocaciones se incrementó hasta un máximo en el año de Bs11.064 MM. Posteriormente, a finales del tercer trimestre el saldo disminuyó hasta Bs9.039 MM, en línea con los menores índices inflacionarios y el desvanecimiento de las expectativas de inflación. Finalmente, y con el objetivo de contar con un *stock* de valores que el BCB pueda redimir para compensar eventuales efectos de la desaceleración económica internacional sobre la actividad interna, el saldo de colocaciones netas aumentó Bs823 MM en el último trimestre (Cuadro 2.8).

El saldo de colocaciones de valores con fines de política fiscal disminuyó 11% respecto a la gestión anterior, en respuesta a las decisiones del CAVT.

El TGN disminuyó su saldo de colocaciones en Bs1.066 MM (equivalente a 11%), cerrando el mes de diciembre en Bs8.560 MM. Esta reducción respondió a la decisión del Consejo de Administración de Valores del Tesoro (CAVT) de no validar incrementos significativos en las tasas de largo plazo y a que el TGN no requirió mayor financiamiento a través de este mecanismo, lo cual derivó en vencimientos mayores a las colocaciones (Cuadro 2.8).

El BCB y el TGN priorizaron sus colocaciones en bolivianos.

Con el objetivo de consolidar el mayor uso del boliviano, el BCB y el TGN continuaron priorizando sus colocaciones en moneda nacional. En esta línea, el BCB suspendió desde octubre su oferta de títulos en ME, con lo que el saldo en esta denominación fue nulo al cierre de gestión. Cabe recordar que el TGN dejó de ofertar valores en ME a partir de diciembre de 2008.

CUADRO 2.8: SALDOS NETOS DE VALORES PÚBLICOS⁽¹⁾

MES	Valores del BCB (OMA)			Valores del TGN			TOTAL GENERAL
	MN ⁽²⁾	ME ⁽³⁾	TOTAL ⁽⁴⁾	MN ⁽²⁾	ME ⁽³⁾	TOTAL ⁽⁴⁾	
	diciembre -2010	7.944,1	0,7	7.949,0	9.626,9	-	
enero-2011	8.322,0	0,5	8.325,5	9.469,2	-	9.469,2	17.794,7
febrero	9.124,3	0,6	9.128,5	9.298,7	-	9.298,7	18.427,1
marzo	9.834,5	0,7	9.839,3	8.982,7	-	8.982,7	18.822,0
abril	11.058,3	0,8	11.063,8	9.081,7	-	9.081,7	20.145,5
mayo	10.626,0	0,8	10.631,5	9.263,4	-	9.263,4	19.894,9
junio	10.219,0	0,8	10.224,5	9.292,6	-	9.292,6	19.517,2
julio	9.753,5	0,8	9.759,0	9.245,9	-	9.245,9	19.004,9
agosto	9.545,0	0,6	9.549,1	9.146,2	-	9.146,2	18.695,4
septiembre	9.036,4	0,4	9.039,2	8.999,6	-	8.999,6	18.038,8
octubre	9.122,1	0,3	9.124,2	8.849,5	-	8.849,5	17.973,6
noviembre	9.882,3	0,1	9.883,0	8.712,6	-	8.712,6	18.595,6
diciembre-2011	9.861,8	-	9.861,8	8.560,4	-	8.560,4	18.422,3

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 bolivianos. Incluye colocaciones de valores en MN indexados a la UFV

(3) En MM de dólares estadounidenses

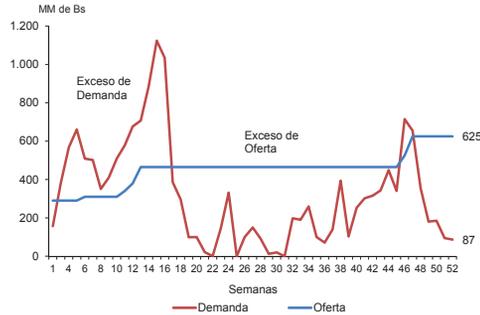
(4) En MM de bolivianos. Para la conversión de UFV a MN y de ME a MN se utilizaron el índice de la UFV y el tipo de cambio de compra de fin de mes, respectivamente. Las cifras difieren de las del programa monetario por la utilización en éste de un tipo de cambio fijo para el dólar y UFV, así como por la aplicación a los saldos de valor descontado

Capítulo 2 | Parte 2

Las intervenciones del BCB a través de las OMA tuvieron un comportamiento acorde con las condiciones de liquidez observadas en el año.

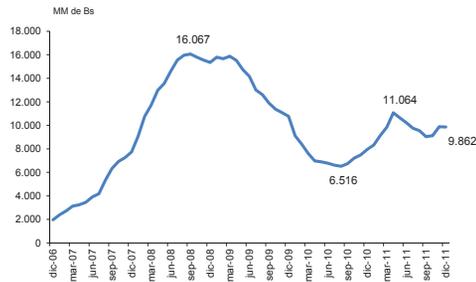
Las colocaciones netas de títulos del BCB mediante OMA se adecuaron a las condiciones de liquidez observadas en el año. La disminución de la liquidez del sistema financiero y la consiguiente menor demanda de títulos (Gráfico 2.20) registradas desde abril influyeron en la caída del saldo neto de títulos. Sin embargo, hacia finales de la gestión, la intención de generar vencimientos para el 2012 y la recuperación de la liquidez permitieron el incremento de dicho saldo (Gráfico 2.21).

GRÁFICO 2.20: OFERTA Y DEMANDA DE TÍTULOS EN MN DEL BCB



FUENTE: Banco Central de Bolivia

GRÁFICO 2.21: SALDO NETO DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA

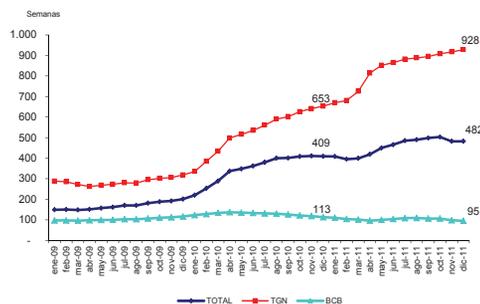


FUENTE: Banco Central de Bolivia

La oferta semanal de valores se incrementó en el primer y último trimestre del año; la variación estuvo acompañada por un cambio en su composición.

A lo largo del año, el total de la oferta semanal de valores se incrementó sistemáticamente de Bs292 MM a Bs626 MM al finalizar la gestión, variación que fue acompañada de un cambio en su composición. En efecto, el BCB disminuyó la oferta de valores a 91 días plazo y amplió la de 182 y 364 días plazo, esta última en mayor proporción. En la misma línea, con el objetivo de acumular vencimientos para la gestión 2012, se introdujo un nuevo plazo (273 días) y en coordinación con el TGN se inició la oferta de valores a dos años (728 días). El plazo medio de colocaciones disminuyó de 113 a 95 semanas debido a que la demanda se concentró en plazos cortos y a que en el periodo vencieron instrumentos colocados a 4 años plazo ofertados en 2008 con el fin de contrarrestar la inflación. Este indicador para títulos emitidos con fines de política fiscal se amplió en 275 semanas (Gráfico 2.22).

GRÁFICO 2.22: PLAZO PROMEDIO DE COLOCACIONES DE VALORES PÚBLICOS

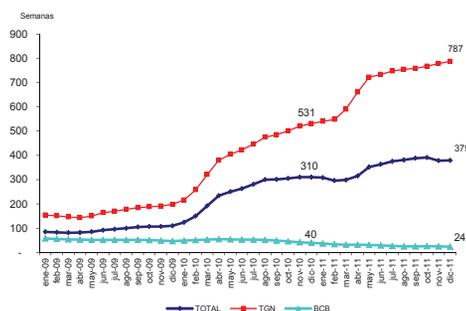


FUENTE: Banco Central de Bolivia

El plazo promedio de vencimientos para valores del BCB disminuyó en 60%, mientras que el plazo promedio de valores con fines de política fiscal se incrementó en 48%.

El plazo promedio de vencimientos para valores del BCB cerró el año en 24 semanas, nivel inferior en 16 semanas al de diciembre de 2010. Por su parte, el TGN otorgó prioridad a la ampliación del plazo de su deuda, reduciendo así el riesgo de financiamiento, concentrando sus colocaciones en Bonos a 30 años plazo. En este sentido, el saldo promedio de sus vencimientos se incrementó de 531 en diciembre de 2010 a 787 semanas al finalizar la gestión (Gráfico 2.23).

GRÁFICO 2.23: PLAZO PROMEDIO DE VENCIMIENTOS DE VALORES PÚBLICOS

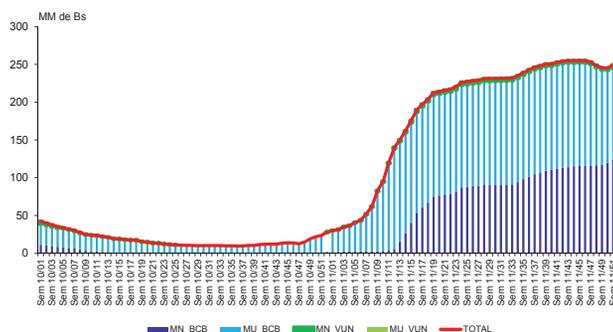


El BCB comenzó a ofertar Bonos BCB-Directo, Bonos BCB-Navideño y contrató un agente colocador para ampliar la cobertura de sus colocaciones en todo el territorio nacional.

Es así que a partir de agosto el BCB inició la colocación de bonos extrabursátiles³⁷ denominados “BCB-Directo” con iguales tasas de interés y plazos que las Letras de Tesorería a particulares, pero dirigidos a personas naturales exclusivamente y sólo en MN.

Asimismo, y en el marco de las Normas Básicas de Contratación de Bienes y Servicios, redefinió el rol de su creador de mercado y contrató los servicios de un agente colocador a partir de diciembre.³⁸ Finalmente, a partir del 1 de diciembre, el BCB puso a disposición del público por tiempo limitado hasta el 20 de enero de 2012, el Bono “BCB-Navideño” cuyo objetivo fue retirar la liquidez de fin de año proveniente del aguinaldo, la misma que sería inyectada nuevamente en marzo (época de clases) y en el tercer trimestre de 2012, coadyuvando con la distribución de vencimientos. Al igual que los bonos BCB-Directo, los bonos BCB-Navideño son valores públicos desmaterializados de renta fija y vendidos a rendimiento. Los plazos referenciales ofertados fueron de 63 y 273 días, a tasas de interés del 6%. El límite de compra fue de 15 títulos, equivalente a Bs15.000. El saldo neto de las colocaciones directas alcanzó a Bs249 MM al finalizar la gestión, constituyéndose así en el valor máximo registrado desde la implementación de este mecanismo (Gráfico 2.24).

GRÁFICO 2.24: SALDO DE COLOCACIONES NETAS - VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS



FUENTE: Banco Central de Bolivia
Los datos de la semana 52 incluyen los datos al 27-12-2010 / VUN = Valores Unión

En línea con la política de bolivianización, se evidenció un incremento en el saldo de colocaciones netas en moneda nacional.

Del análisis de saldos por moneda, se observa que si bien el saldo de valores en UFV representó el 46% a finales de 2011, las medidas de política tomadas por el ente emisor y la mayor confianza del público lograron incrementar las colocaciones en MN (Cuadro 2.9).

CUADRO 2.9: SALDO DE COLOCACIONES NETAS DE LA VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS

MES	63-MN	91-MN	182-MN	273-MN	364-MN	182-UFV	364-UFV	Total en Bs ⁽¹⁾
diciembre -2010	-	0,74	0,09	-	1,00	-	16,73	28,00
enero-2011	-	0,43	0,36	-	1,92	-	23,72	40,02
febrero	-	0,54	0,61	-	2,45	-	46,46	77,15
marzo	-	0,69	2,21	-	14,29	-	83,30	150,05
abril	-	1,10	3,22	-	62,22	-	83,30	200,53
mayo	-	1,60	4,41	-	75,87	-	83,24	216,96
junio	-	1,72	4,88	-	85,65	-	83,15	228,38
julio	-	1,27	4,95	-	88,05	-	82,97	231,31
agosto	-	2,53	6,45	-	92,36	-	82,92	239,51
septiembre	-	5,53	7,26	-	98,68	-	81,78	248,89
octubre	-	6,79	8,01	-	101,48	-	80,86	253,24
noviembre	-	6,29	8,21	-	103,31	-	75,93	247,40
diciembre-2011	1,57	4,52	9,82	10,62	108,02	-	66,84	249,40

FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) Para la conversión de UFV a MN se utilizó el índice de la UFV de fin de mes

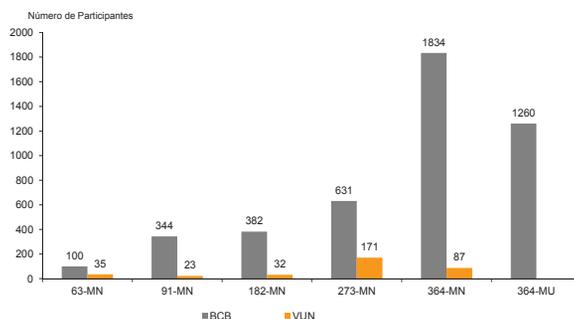
³⁷ Emisiones que no se registran en ninguna bolsa de valores.

³⁸ Como parte del proceso de redefinición de su instrumento de venta directa, el BCB suspendió las colocaciones de Letras de Tesorería en los meses de marzo (UFV) y julio (MN) y dejó sin efecto el Reglamento para la Venta de Valores Públicos emitidos por el BCB mediante Creadores de Mercado (R.D.131/2007) sustituyéndolo por el Reglamento para la Venta de Valores Públicos Anotados en Cuenta emitidos por el BCB mediante Agentes Colocadores (R.D.106/2011). El Agente Colocador ganador del proceso de licitación (Valores Unión S.A.) inició operaciones el 16 de diciembre.

La preferencia de los demandantes de Bonos BCB estuvo guiada por el rendimiento ofrecido.

Durante la gestión 2011 un total de 4.899 personas adquirieron sus valores mediante el mecanismo de venta directa. Un 93% de estas personas lo hicieron directamente en Mesa de Dinero del Ente Emisor y el resto a través del Agente Colocador, Valores Unión (VUN). El plazo de mayor preferencia de valores en MN fue de 364 días con 1.921 personas y el nuevo plazo de 273 días con 802 personas; la preferencia estuvo guiada por los mayores rendimientos que se ofrecían por la adquisición de estos valores (4% y 6%, respectivamente; Gráfico 2.25).

GRÁFICO 2.25: NÚMERO DE PARTICIPANTES MEDIANTE VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS



FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.1.2 Operaciones de Reporto y Créditos de Liquidez con garantía del Fondo RAL

Entre los meses de abril y julio, el BCB inyectó Bs200 MM mediante operaciones de reporto.

Las operaciones de reporto son otro instrumento importante del BCB utilizado para proporcionar liquidez de corto plazo al sistema financiero. 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.

A diferencia de la gestión anterior en la que no se efectuaron operaciones de reporto debido al elevado nivel de liquidez prevaleciente en el sistema financiero, el BCB en 2011 inyectó Bs200 MM en estas operaciones (monto superior al registrado en 2009) con plazos de 7, 10 y 14 días efectuadas entre los meses de abril y julio (Cuadro 2.10).

Si bien la liquidez se mantuvo elevada durante gran parte de la gestión 2011, hubieron otros factores como: a) la transferencia del Servicio de Administración Delegada³⁹ efectuada en los meses de abril y julio –que originó una recomposición de la liquidez entre entidades– y b) el vencimiento del Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas que propiciaron la demanda por recursos de corto plazo.

³⁹ Referido a la administración de cuentas corrientes fiscales, fondos en custodia y el pago de boletas a funcionarios públicos que el Banco Mercantil Santa Cruz y el Banco de Crédito de Bolivia transfirieron al Banco de la Unión.

Capítulo 2 | Parte 2

CUADRO 2.10: OPERACIONES DE REPORTOS CON EL BCB

Miles de Bs	MN			ME		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Enero						
Febrero	91.675					
Marzo						
Abril			25.000			
Mayo	24.999		124.979			
Junio						
Julio			49.990			
Agosto						
Septiembre						
Octubre						
Noviembre						
Diciembre						
TOTAL	116.674		199.969			

FUENTE: Banco Central de Bolivia

No se registraron operaciones de reporto en ME debido a que la tasa premio base fijada por el BCB implica una prima elevada.

Como en gestiones pasadas, los créditos con garantía del Fondo RAL en MN respondieron a necesidades eventuales para la cobertura de posiciones netas deudoras resultantes de la cámara de compensación de cheques.

Los créditos con garantía al Fondo RAL en ME se debieron principalmente a la necesidad eventual de entidades financieras pequeñas para cumplir requerimientos de encaje legal.

Por otra parte y de manera similar a la gestión pasada, no se registraron operaciones de reporto en ME. Cabe recordar que la tasa premio base fijada por el BCB para este tipo de operaciones (8,75%) se mantuvo sin modificaciones durante la gestión con el objeto de desincentivar el uso de esa ventanilla, en línea con la política de favorecer el mayor uso de la moneda nacional.

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. Durante 2011, los créditos en MN se emplearon exclusivamente en el primer tramo, alcanzando Bs2 MM lo que representa un descenso de Bs16 MM respecto a 2010 (88,6% menor) y cerca de los niveles registrados en la gestión 2009. Al igual que gestiones pasadas, estos créditos respondieron a necesidades eventuales para la cobertura de posiciones netas deudoras resultantes de la cámara de compensación de cheques.

Debido a la escasez de colaterales en ME y a la elevada prima de liquidez, los créditos con garantía del Fondo RAL fueron la fuente más importante de recursos de corto plazo en esta denominación. El monto operado para este fin ascendió a Bs13,6 MM (\$us2 MM) y se debió principalmente a la necesidad eventual de entidades financieras pequeñas para cumplir requerimientos de encaje legal (Cuadro 2.11).

CUADRO 2.11: CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL

MM de Bs	Moneda Nacional			Moneda Extranjera		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Enero	1,0	0,0	1,1	0,4		
Febrero		0,1	0,1	62,6	0,3	
Marzo		0,0		0,6		13,6
Abril	0,5			9,8		
Mayo	0,8		0,0	0,9		
Junio	0,4	0,0	0,1	0,0	91,4	
Julio			0,1	0,3		
Agosto		0,0		0,3		
Septiembre		0,0	0,0			
Octubre			0,4			
Noviembre	0,0	0,1		0,3		
Diciembre		18,1	0,4		120,8	
TOTAL	2,6	18,3	2,1	75,3	212,4	13,6

FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.2 Tasas de Adjudicación de Valores Públicos

Con el fin de lograr un balance adecuado entre el objetivo de reducir la inflación y el de no afectar el crecimiento del crédito, el BCB permitió aumentos moderados en las tasas de interés, con algunos periodos de reducciones durante el primer y último trimestres.

Los incrementos moderados en las tasas de interés se orientan a alcanzar un ajuste lento con respecto a la inflación.

La TR de los valores de financiamiento fiscal mostró un leve descenso.

La autoridad monetaria accedió a aumentos graduales en las tasas de interés con el fin de lograr un equilibrio adecuado entre el objetivo de reducir la inflación y el de no afectar el crecimiento del crédito y la actividad económica. En ese escenario, la Tasa Efectiva Anualizada (TEA) en MN a 91 y 182 días plazo llegó a 0,76% y 1,01%, respectivamente; ambas tasas experimentaron un ligero incremento de 60pb aproximadamente. La TEA en MN a 273 días (9 meses) cerró el año con un rendimiento de 2,29%. Finalmente, la TEA en MN a 364 días se incrementó en 182pb, finalizando la gestión en 2,62%. Las tasas de adjudicación de valores indexados a la UFV se mantuvieron en 0,001% a lo largo de la gestión.

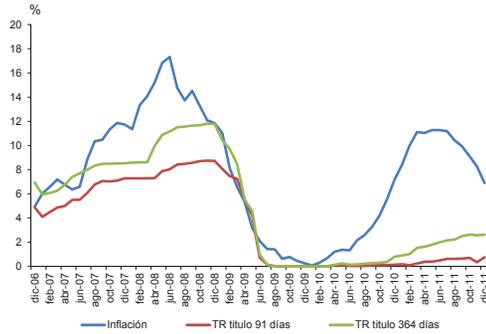
Los incrementos moderados en las tasas de interés, en la dirección prevista por la política monetaria, se orientan a alcanzar un ajuste lento con respecto a la inflación, que estará dado por la corrección paulatina de ambas variables (Gráfico 2.26). En efecto, el crédito del sistema financiero creció en Bs11.245 MM, lo que constituye el mayor crecimiento alcanzado en el país durante un año.

Por su parte, la Tasa de Rendimiento (TR) a 30 años de los valores de financiamiento fiscal terminó la gestión en 2,52%, mostrando un leve descenso de 13pb con relación a diciembre de 2010. Este comportamiento fue motivado por la decisión del CAVT de no validar incrementos de tasas importantes. Con el mismo objetivo, hacia finales del año el TGN ofertó en mesa de dinero sus títulos a 30 años a una TR de 2,62% (Gráfico 2.27).



Reunión de Servidores Públicos de la Gerencia de Operaciones Internacionales.

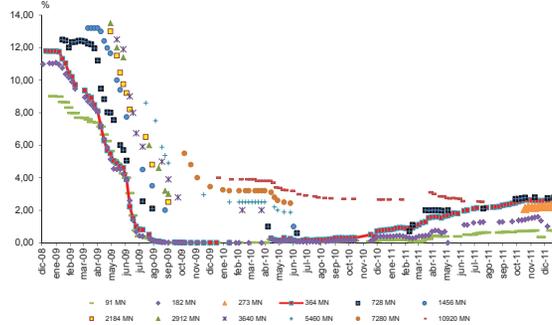
GRÁFICO 2.26: COMPARACIÓN DE LA TASA OMA DE 91 Y 364 DÍAS Y LA INFLACIÓN A 12 MESES



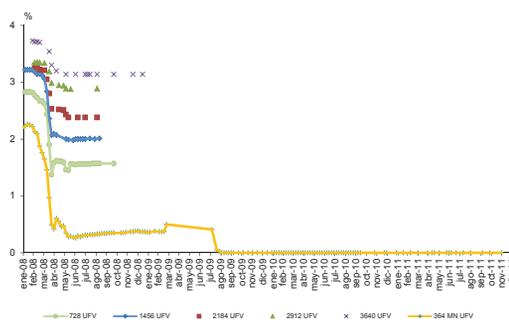
FUENTE: Banco Central de Bolivia

GRÁFICO 2.27: TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS

a) EN MN



b) EN UFV



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 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.

2.2.3 Tasas de Interés del Mercado Monetario

El BCB mantuvo su tasa de reporto en MN como “techo” del mercado monetario.

El BCB incluye en su definición de operaciones del mercado monetario las operaciones interbancarias y de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) con plazos menores a 30 días. Incorpora también las operaciones de reporto en el BCB.

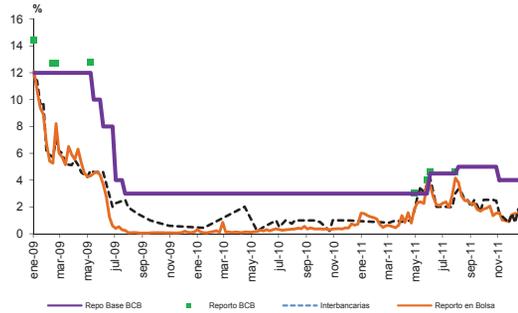
Cumpliendo con su objetivo de “prestamista de última instancia”, el BCB mantuvo su tasa de reporto en MN como “techo” del mercado monetario. Así, la tasa base en MN cerró la gestión en 4,0%, 100pb superior a la tasa observada en diciembre de 2010. El ente emisor evaluó permanentemente este nivel con objeto de evitar cualquier posibilidad de arbitraje a través de operaciones cambiarias o de inversiones en UFV.

Capítulo 2 | Parte 2

El comportamiento en MN de las tasas del mercado interbancario y de reportos de la BBV fue consistente con la evolución de la liquidez en el mercado y la gradualidad en el incremento de las tasas de subasta.

El comportamiento de las tasas del mercado interbancario y de reportos de la BBV en MN fue consistente con la evolución de la liquidez en el mercado y la gradualidad en el incremento de las tasas de subasta. Así, la TEA del mercado interbancario cerró la gestión en 1,43% mientras que la de reporto de la BBV en 2,24%, cifras que representan incrementos de 42pb y 70pb, respectivamente, respecto al promedio observado en diciembre de la gestión anterior. Destaca el repunte en la tasa en ambos mercados, producto de factores puntuales explicados anteriormente, los mismos que tuvieron efectos temporales (Gráfico 2.28).

GRÁFICO 2.28: PROMEDIO PONDERADO DE LA TASA EFECTIVA ANUALIZADA EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS EN MN

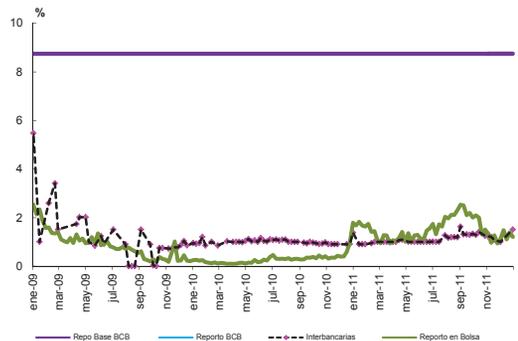


FUENTE: Banco Central de Bolivia

En ME, las tasas de interés en el mercado interbancario y de reporto en la BBV subieron ligeramente, motivadas por un descenso en la liquidez ocurrido hacia mediados del año.

Las tasas de interés en ME en el mercado interbancario subieron gradualmente desde un promedio de 1,07% en diciembre de 2010 hasta un promedio de 1,3% al cierre de 2011 (Gráfico 2.29). Cabe recordar que los montos operados en este mercado disminuyeron en los últimos años en línea con la caída de los depósitos en ME en el sistema financiero. Por su parte, la tasa de reporto en ME, que osciló en torno a un promedio de 1,5% en la gestión 2011, cerró el año en 1,2%.

GRÁFICO 2.29: PROMEDIO PONDERADO DE LA TASA EFECTIVA ANUALIZADA EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS EN ME



FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.4 Régimen de Encaje Legal

Se aprobaron modificaciones al Reglamento de Encaje Legal para regular la liquidez de la economía, precautelar la solvencia del sistema financiero, estimular el crecimiento de los depósitos en MN, apoyar el proceso de bolivianización y fomentar el crédito productivo.

El encaje legal es un instrumento utilizado por el BCB para la regulación de la liquidez y con fines prudenciales en materia financiera, que consiste en la retención de un porcentaje de los depósitos de las entidades financieras por parte del ente emisor. Además, coadyuva a la consolidación del proceso de bolivianización y al crecimiento del crédito, especialmente productivo.

En 2011 entraron plenamente en vigencia las modificaciones al Reglamento de Encaje Legal que se aprobaron el 23 de noviembre de 2010 (RD N° 130/2010), consistentes en 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. La medida se orientó a regular la liquidez de la economía, estimular el crecimiento de los depósitos en MN y apoyar el proceso de bolivianización.

Adicionalmente, durante 2011 se llevaron a cabo dos modificaciones al Reglamento de Encaje Legal a través de la RD N° 07/2011 y RD N° 072/2011. La primera aprobada el 18 de enero de 2011 consistente en el incremento de las tasas de encaje legal requerido en efectivo en ME de 3,5% a 13,5% y los fondos en custodia en ME⁴⁰ de 5% a 40%. En tanto, se redujeron las tasas de encaje en títulos en ME de 12% a 8% en consideración a la magnitud del incremento en los requerimientos de encaje en efectivo y para atenuar posibles impactos negativos sobre los fondos prestables (Cuadro 2.12). Esta reforma surgió como medida prudencial para garantizar una mayor solvencia de las EIF tras las dos corridas bancarias de 2010⁴¹ que implicaron importantes disminuciones de los depósitos en dólares estadounidenses. Esto permite a las entidades financieras mantener recursos en caja para enfrentar de manera oportuna una corrida idiosincrásica o sistémica y promueve la remonetización financiera. Esta medida contempló un período de adecuación, entrando en vigencia el 7 de febrero para entidades bancarias y el 4 de abril para entidades no bancarias.

CUADRO 2.12: TASAS DE ENCAJE LEGAL

	R.D. N°70/2005		R.D. N°70/2009		R.D. N°130/2010		R.D. N°07/2011					
	Títulos Efectivo	Adicional										
Moneda Nacional y UFV												
Depósitos Vista	10	2	10	2	10	2	10	2				
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2	10	2	10	2	10	2				
Depósitos a Plazo Fijo												
30 a 60 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
61 a 90 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
91 a 180 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
181 a 360 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
361 a 720 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
Mayores a 720 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
Moneda Extranjera y MVDOL												
Depósitos Vista	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Depósitos a Plazo Fijo			7,5									
30 a 60 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
61 a 90 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
91 a 180 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
181 a 360 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
361 a 720 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Mayores a 720 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45

FUENTE: Banco Central de Bolivia

Por su parte, la segunda modificación se aprobó el 14 de junio de 2011, la cual consistió en una revisión en el sistema de compensación del encaje requerido en MN bajo el siguiente esquema: i) delimitación de la compensación del encaje requerido en MN sólo al crecimiento de cartera productiva, en lugar del crédito total como estaba reglamentado previamente, en bancos y FFP; y ii) cambio de la fecha base para el

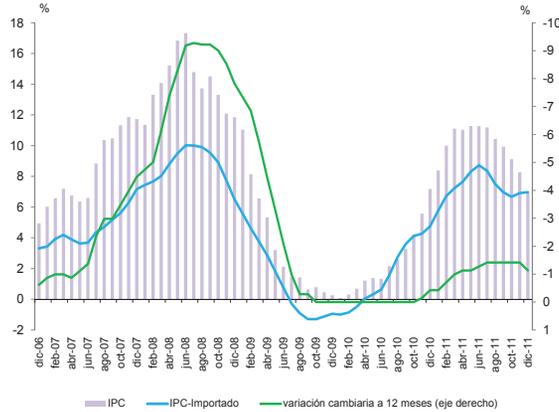
⁴⁰ Los fondos en custodia son el porcentaje del encaje en efectivo que las Entidades de Intermediación Financiera (EIF) mantienen en sus bóvedas.

⁴¹ En 2010, se registraron dos corridas bancarias, una leve y focalizada en el mes de junio, y otra de naturaleza sistémica durante la última semana de diciembre.

Capítulo 2 | Parte 2

cálculo de la compensación por crecimiento de cartera en MN, del 30 de junio de 2009 al 30 de septiembre de 2010, para el sistema financiero en su conjunto. La medida fue establecida con el objetivo principal de regular la liquidez en la economía y también con la finalidad de fomentar el crédito productivo.

GRÁFICO 2.31: VARIACIÓN CAMBIARIA E INFLACIÓN

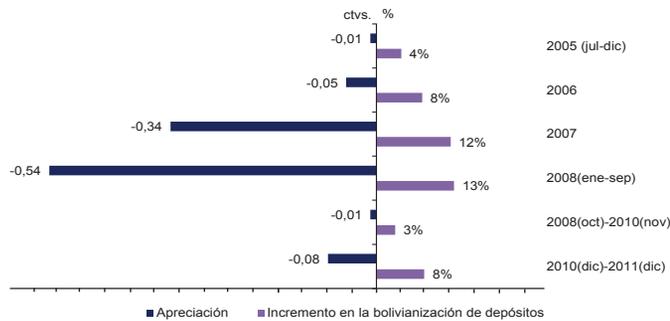


FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística

La orientación de la política cambiaria coadyuvó al proceso de remonetización de la economía.

Por otra parte, la orientación de la política cambiaria entre otras medidas (normativa de encaje legal, impuesto a las transacciones financieras, regulación a las posiciones cambiarias, límites a las inversiones externas, entre otros), coadyuvó al proceso de remonetización de la economía y por tanto a la ganancia de reservas internacionales. En efecto, durante periodos de apreciación cambiaria (desde julio de 2005, 2006, 2007 y hasta septiembre de 2008) la bolivianización de los depósitos se aceleró. De hecho, aún en el periodo de estabilidad cambiaria comprendido entre octubre de 2008 y fines de noviembre de 2010, la reducción de tenencias de ME por parte del público continuó, viéndose nuevamente impulsada una vez reiniciada la apreciación cambiaria a fines de 2010 y durante la gestión 2011.

GRÁFICO 2.32: INCREMENTO EN LA BOLIVIANIZACIÓN DE DEPÓSITOS Y APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO⁽¹⁾

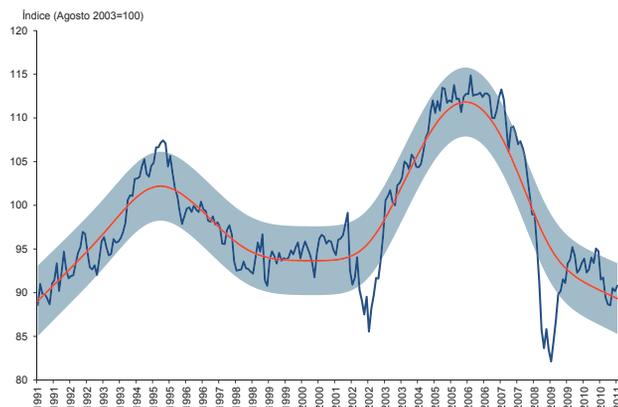


FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) Apreciación (-) en centavos de boliviano

El tipo de cambio real no ha presentado desalineamientos persistentes.

La política cambiaria se ha enfocado no sólo en mantener la inflación controlada y profundizar el proceso de bolivianización; sino también ha velado por mantener el tipo de cambio real en torno a aquel determinado por sus fundamentos (Gráfico 2.33).

GRÁFICO 2.33: TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO Y DE EQUILIBRIO⁽¹⁾

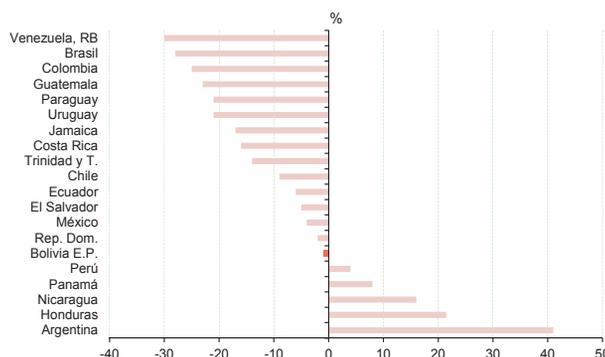


FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) La banda muestra el rango en el cual se situaría el tipo de cambio real de equilibrio

Datos de la CEPAL muestran que Bolivia ha sido el país cuyo tipo de cambio real se ha alejado menos de su nivel de largo plazo.

Bolivia ha sido el país cuyo tipo de cambio real a junio de 2011 se ha alejado menos del promedio entre 1990 y 2009 según la CEPAL, lo que puede considerarse como una *proxy* de su nivel de largo plazo, es decir que nuestro país no presenta un desalineamiento de su tipo de cambio real (Gráfico 2.34).

GRÁFICO 2.34: TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL



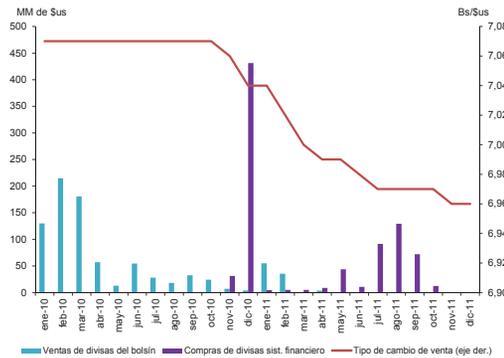
FUENTE: CEPAL, Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2010-2011

3.2 MERCADO CAMBIARIO, TRANSFERENCIAS Y EXPECTATIVAS

Dada la orientación de la política cambiaria en 2011, las compras de divisas del BCB al sistema financiero superaron a las ventas.

La relación entre el mercado de divisas y la evolución del tipo de cambio muestra que durante el periodo de estabilidad cambiaria el promedio de compra de divisas fue nulo, por su parte, el de la venta se situó en \$us75 MM. De hecho, durante los meses de 2010 en los que aún se mantuvo el tipo de cambio estable, no se registraron compras de divisas, mientras las ventas alcanzaron en términos acumulados a \$us753 MM. A partir de noviembre de 2010 y coincidentemente con el reinicio de la política de apreciación cambiaria, las compras de divisas se incrementaron paulatinamente. De esa manera, en línea con la orientación de la política cambiaria, las compras de divisas en 2011 registraron \$us385 MM, siendo las ventas de \$us94 MM hasta abril y nulas a partir de mayo de la gestión (Gráfico 2.35).

GRÁFICO 2.35: COMPRAS, VENTAS DE DIVISAS DEL BCB AL SISTEMA FINANCIERO Y TIPO DE CAMBIO⁽¹⁾

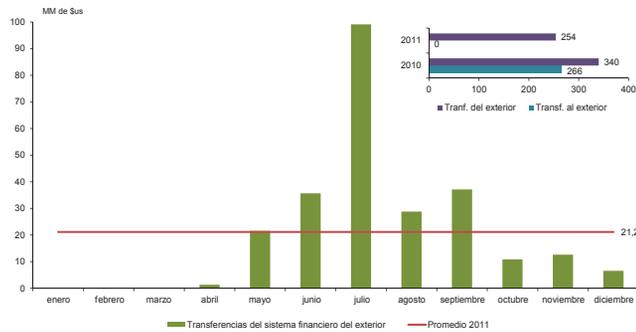


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) El elevado nivel en la compra de divisas registrado en diciembre de 2010 responde a la corrida bancaria suscitada entre el 28 y el 31 de diciembre, para mayor referencia remitirse al Recuadro 2 "Corridas Bancarias: el papel de las Expectativas en el Mercado Financiero y las Políticas de Respuesta", publicado en la Memoria Institucional del BCB de 2010, págs. 70-71

En 2011 se experimentaron únicamente transferencias del exterior.

Durante 2011, las transferencias del exterior alcanzaron a \$us254 MM, menores en \$us86 MM respecto a las de 2010. Por otra parte, en 2011 no se registraron transferencias del sistema financiero al exterior, contrariamente a lo sucedido en 2010 cuando alcanzaron a \$us266 MM. Después de que en el primer cuatrimestre del año las transferencias del exterior fueran mínimas, éstas tendieron a incrementarse alcanzando su mayor nivel en julio (\$us99 MM) permitiendo cerrar la gestión con un promedio de \$us21 MM (Gráfico 2.36).

GRÁFICO 2.36: TRANSFERENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO AL Y DEL EXTERIOR

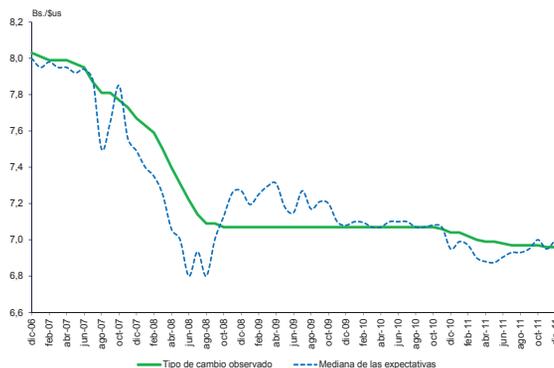


FUENTE: Banco Central de Bolivia

Las expectativas de los agentes tendieron a alinearse con el tipo de cambio observado.

Durante los primeros meses de 2011 las expectativas presentaron mayor volatilidad que en el resto del año; de este modo, en la medida que los agentes internalizaron los movimientos propios del régimen cambiario vigente (*crawling-peg*) sus expectativas tendieron a alinearse con los valores observados del tipo de cambio (Gráfico 2.37).

GRÁFICO 2.37: TIPO DE CAMBIO OBSERVADO Y EXPECTATIVAS⁽¹⁾



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) Corresponde a la pregunta de la EEE: ¿Cuál será el tipo de cambio dentro de un año?

Parte 4

MEDIDAS COMPLEMENTARIAS PARA CONTROLAR LA INFLACIÓN

El Órgano Ejecutivo aplicó una serie de medidas que coadyuvaron con el normal abastecimiento de productos de primera necesidad en los mercados.

La nueva Ley de Revolución Productiva Comunitaria Agropecuaria asegurará la soberanía alimentaria para el Vivir Bien de la sociedad.

Como parte del apoyo a la producción de alimentos, el Gobierno Nacional llevó adelante el Programa “Más Inversión para el Agua – Mi Agua”, para la ejecución de proyectos de agua potable y riego con el objetivo de mejorar la productividad del sector agropecuario.

Las políticas aplicadas por EMAPA y la priorización de créditos para la producción de alimentos fueron primordiales para contener presiones inflacionarias.

Se priorizaron los créditos del Banco de Desarrollo Productivo para el financiamiento de la producción de alimentos.

Frente a las presiones inflacionarias durante el primer semestre de 2011, el Órgano Ejecutivo aplicó una serie de medidas, muchas concertadas con los agricultores e industriales azucareros y de oleaginosas, para moderar el alza de precios de alimentos a través de la normalización del abastecimiento del mercado interno. Entre las medidas implementadas para el efecto, puede mencionarse al DS N° 770 y al DS N° 810, promulgados en enero y marzo de 2011, respectivamente (Cuadro 2.13).⁴²

La aprobación de la Ley N° 144 de Revolución Productiva Comunitaria Agropecuaria defiende la soberanía alimentaria en condiciones de inocuidad y calidad para el Vivir Bien de la sociedad, estableciendo diversos mecanismos institucionales de apoyo al sector productor de alimentos.

Por otro lado, como parte del apoyo a la producción de alimentos, el Ejecutivo llevó adelante el Programa “Más Inversión para el Agua – Mi Agua”, que contempló la otorgación de alrededor de Bs770 MM de financiamiento a los municipios para la ejecución de proyectos de agua potable y riego. El incremento de la cobertura del sistema nacional de riego tendría efectos significativos en la mejora de la productividad del sector agropecuario. Asimismo, a través de la promulgación del DS N° 943, se aplicó una liberación de aranceles para la importación de maquinaria e insumos para la agricultura.

En el mismo sentido, fue importante la continuidad de las políticas de abastecimiento implementadas a través de EMAPA, que tuvieron el objetivo de influir en los precios de venta de alimentos a costos subvencionados a consumidores finales y la provisión de insumos a productores de alimentos, como fue el caso de la dotación de harina y azúcar a los panificadores, actuando de manera oportuna para asegurar la convergencia de los precios.

Finalmente, la priorización de créditos del Banco de Desarrollo Productivo (BDP) para la producción de alimentos fue una de las principales líneas de financiamiento. En este sentido, el Programa de Crédito Sectorial Cañero, que en su primera etapa contó con Bs140 MM para créditos con bajas tasas de interés y plazos convenientes, fueron destinados a la renovación y ampliación de cañaverales y la compra de maquinaria agrícola con el objetivo de que la oferta de azúcar sea la suficiente y no existan presiones al alza de precios.

⁴² Entre las acciones se pueden mencionar a las importaciones y ventas directas a la población, junto a medidas de control al ocultamiento, especulación y contrabando de este producto. Asimismo, es importante destacar la implementación del Programa de Crédito Sectorial ejecutado por el Banco de la Unión con el propósito de financiar la renovación y ampliación de cañaverales y la compra de maquinaria agrícola.

CUADRO 2.13: MEDIDAS LEGISLATIVAS ANTIINFLACIONARIAS

Normativa	Objeto	Fecha
Ley N° 144	Ley de Revolución Productiva Comunitaria Agropecuaria, con el objetivo de preservar la soberanía alimentaria, establece las bases institucionales, políticas y mecanismos técnicos, tecnológicos y financieros de la producción, transformación y comercialización de productos agropecuarios y forestales, junto a la implementación del Seguro Agrario Universal Pachamama.	26 de junio de 2011
DS N° 770	Con el propósito de incrementar el abastecimiento de azúcar en el mercado interno, la medida asigna recursos para la compra, importación y comercialización de azúcar y amplía el plazo para el diferimiento del pago del Gravamen Arancelario a la importación de azúcar.	17 de enero de 2011
DS N° 810	Asigna recursos adicionales para la compra, importación y comercialización de maíz duro amarillo y amplía su alcance a sorgo en grano, con el objetivo de incrementar la oferta de estos productos en el mercado interno.	2 de marzo de 2011
DS N° 943	Establece el diferimiento del Gravamen Arancelario – GA por un plazo de cinco años a la importación de insumos agrícolas, maquinaria, semillas para siembra, fosfatos de calcio naturales, sangre animal preparada para usos terapéuticos, vacunas para veterinaria y aparatos para cosechar o trillar.	2 de agosto de 2011

Fuente: Gaceta Oficial del E.P. de Bolivia



Reunión de Servidores Públicos de la Asesoría de Política Económica.

Parte 5

OTRAS MEDIDAS DEL BCB

5.1 CRÉDITOS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

5.1.1 Crédito al Tesoro General de la Nación

Crédito de Emergencia

Crédito de emergencia para atender necesidades por los efectos del fenómeno de La Niña. A fines de gestión el saldo neto adeudado fue de Bs2.355 MM con un total amortizado de Bs151 MM.

En el marco de la Ley N° 1670 y del DS N° 29438, el Directorio del BCB, mediante RD N° 024/2008 del 17 de marzo de 2008, autorizó el crédito para atender necesidades emergentes por los efectos hidro-meteorológicos y climáticos adversos provocados por el fenómeno de La Niña en la gestión 2008 por un monto de Bs4.500 MM, de los cuales en 2011 fueron desembolsados al TGN la suma de Bs379 MM. El MEFP amortizó Bs64 MM en 2010 y Bs87 MM en 2011. A fines de gestión, el saldo neto adeudado fue de Bs2.355 MM con un total amortizado de Bs151 MM.

5.1.2 Créditos a YPFB y a Empresas Públicas Nacionales Estratégicas

Crédito a YPFB

Crédito a YPFB con el objeto exclusivo de financiar proyectos de inversión en el sector de hidrocarburos.

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 a la Ley del Presupuesto General de la Nación 2009, la cual en su artículo 46 señala, “Se 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 exceptúa al BCB la aplicación de los artículos 22 y 23 de la Ley N° 1670 del 31 de octubre de 1995”.

Este crédito fue convertido a MN mediante Adenda 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 (Art. 326). En este sentido, el saldo original contratado se convirtió a Bs6.970 MM.

Es importante mencionar que la Ley N° 050 del 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 (Adenda SANO N° 393/2010). La diferencia de Bs2.091 MM fue destinada a favor de la Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos (EBIH). Sin embargo, este crédito fue eliminado con la Ley 169 que modifica la Ley del PGE-2011 donde se establece la abrogación del Art. 10 de la Ley 50 que modifica el PGE-2010.

El BCB desembolsó Bs1.521 MM a YPFB.

En 2011 se desembolsaron Bs1.521 MM a favor de YPFB en doce oportunidades, restando un saldo por desembolsar de Bs3.098 MM (Cuadro 2.14).

CUADRO 2.14: CRÉDITOS DEL BCB AL TGN Y A LAS EPNE - A DICIEMBRE DE 2011

MM de Bs.

	Saldo adeudado 2010	Desembolsos 2011	Amortización 2011	Saldo adeudado 2011	Saldo por desembolsar
YPFB	260	1.521	0	1.781	3.098
ENDE	0	1.292	0	1.292	1.129
COMIBOL	0	162	0	162	674
EASBA	0	0	0	0	1.255
TOTAL	260	2.976	0	3.236	6.156

FUENTE: Banco Central de Bolivia

Créditos a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas

Créditos a ENDE, COMIBOL y EASBA destinados a financiar proyectos de inversión productiva.

La Ley N° 050 también autorizó al BCB otorgar créditos a ENDE y EASBA hasta Bs5.715 MM y Bs1.255 MM, respectivamente. Posteriormente, con la Ley N° 062-PGE 2011 del 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 COMIBOL. Las normas citadas establecen que los recursos deben ser destinados a financiar proyectos de inversión productiva.

En el caso de ENDE, el BCB aprobó un total de Bs2.421 MM para cinco proyectos: Plan de Emergencia de Abastecimiento de Electricidad al Sistema Integrado Nacional⁴³ (Bs157 MM), Proyecto Suministro de Energía Eléctrica al Centro Minero Huanuni (Bs37 MM), Plan Inmediato de Adición de Potencia—Modalidad Aportes de Capital a la Empresa Subsidiaria Valle Hermoso S.A. (Bs1.233 MM), Proyecto Planta Termoeléctrica del Sur (Bs764 MM) y Proyecto Línea de Transmisión 230kV Chaco Tarija (Bs230 MM). Con excepción de este último proyecto, en 2011 se desembolsaron un total de Bs1.292 MM de acuerdo al siguiente detalle:

- Plan de Emergencia de Abastecimiento de Electricidad al Sistema Integrado Nacional Bs115 MM.
- Proyecto Suministro de Energía Eléctrica al Centro Minero Huanuni Bs7 MM.
- Plan Inmediato de Adición de Potencia—Modalidad Aportes de Capital a la Empresa Subsidiaria Valle Hermoso S.A. Bs1.061 MM y
- Proyecto Planta Termoeléctrica del Sur Bs109 MM.

Para COMIBOL se aprobó un monto total de Bs836 MM para dos proyectos: Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar de Uyuni Planta Industrial Fase II (Bs801 MM) e Implementación de la Planta Piloto de Baterías de Litio en Bolivia Fase III (Bs35 MM). Durante la gestión se realizaron los siguientes desembolsos por un total de Bs162 MM:

- Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar de Uyuni Planta Industrial Fase II Bs137 MM.
- Implementación de la Planta Piloto de Baterías de Litio en Bolivia Fase III Bs25 MM.

⁴³ Mediante RD N° 144 del 8/11/2011 se modificó el monto contratado para el Proyecto: "Plan de Emergencia de Abastecimiento de Electricidad al SIN". El monto contratado inicialmente por Bs1.227 MM fue disminuido a Bs157 MM reduciendo el monto firmado de ENDE con el BCB de Bs3.261 MM a Bs2.191 MM.

5.2 POLÍTICAS COMPLEMENTARIAS

Inversiones en el extranjero
de las Compañías de
Seguros

En el marco de la política monetaria y las perspectivas para 2011, las políticas del BCB tendieron a contraer la liquidez en la economía. Los recursos de las compañías de seguros facilitaron este objetivo, se modificó el límite máximo de inversión en el extranjero para las Compañías de Seguros de 10% a 12% de sus recursos de inversión (RD N° 013/2011 del 25 de enero de 2011). Además esta medida se constituyó en una importante señal sobre la orientación de la política del Ente Emisor.

Reglamento de transporte
de material monetario y/o
valores

Mediante RD N° 008/2011 del 18 de enero de 2011 se aprobó el Reglamento de Transporte de Material Monetario y/o Valores por el cual las empresas y entidades de intermediación financiera que actualmente prestan este servicio al sistema financiero deben adecuarse a lo dispuesto en este reglamento y obtener licencia de funcionamiento o no objeción en el plazo que defina la ASFI. Posteriormente, mediante RD N° 037/2011 del 12 de abril de 2011 y RD N° 147/2011 del 15 de noviembre de 2011 se flexibilizarán tanto el requerimiento de calificación de “triple A” a “al menos A” para las empresas de seguros, como el plazo establecido de custodia de material monetario y/o valores que por razones de horarios, distancias, casos fortuitos o de fuerza mayor, no pudo ser entregado en el día.

Reglamento de incentivos
para la cobranza de cartera
de créditos de propiedad del
BCB

Mediante RD N° 090/2011 del 12 de julio de 2011 se aprobó el Reglamento de Incentivos para la Cobranza de Cartera de Créditos de Propiedad del BCB con vigencia a partir del 18/07/2011 hasta el 31/12/2012. El ámbito de aplicación del Reglamento alcanza a toda la cartera de propiedad del BCB en el estado que se encuentre: vigente, vencida y en ejecución judicial. Comprende la cartera de los bancos siguientes: Ex BBA, Crédito Oro, Potosí, Del Progreso Nacional, BIDES (hasta el monto de capital que es de propiedad del BCB) y Cooperativa San José Obrero.

Los deudores de las carteras señaladas pueden acogerse a la condonación de intereses corrientes, penales y moratorios de acuerdo con escala de capital adeudado siempre y cuando realicen el pago total de sus créditos.

5.3 APOYO A LAS POLÍTICAS FINANCIERAS

Reglamento de Operaciones
de Consumo debidamente
garantizadas

Con la finalidad de reducir el riesgo crediticio ante el crecimiento de cartera de consumo y direccionarlo a actividades productivas, mediante Circular ASFI/066/2011 del 18 de marzo de 2011 se aprobó la Resolución N° 292/2011 que estableció como límite para el total de créditos de consumo que no se encuentren debidamente garantizados, un monto equivalente a una vez el patrimonio neto de la entidad. Para este cálculo no se considera la parte correspondiente al contingente de estas operaciones.

Reglamento de Obligaciones Subordinadas computables como parte del Patrimonio de las EIF y modificaciones al Manual de Cuentas

Mediante Circular N° ASFI/070/2011 del 27 de mayo de 2011 se aprobó la Resolución N° 454/2011 con modificaciones al Manual de Cuentas para entidades financieras así como el Reglamento de Obligaciones Subordinadas Computables como parte del Patrimonio Neto de las EIF, que incorpora los siguientes aspectos:

- Mensualmente el saldo de la obligación subordinada se multiplica por el cálculo del porcentaje de cumplimiento de metas más bajo obtenido por gestión anual ejecutada.
- La adición de la obligación subordinada como parte del patrimonio neto corresponde al 50% del capital primario eliminándose la frase “después de ajustes”.
- Se incorpora la posibilidad de que el reemplazo de capital por amortizaciones a las obligaciones subordinadas computables, con reinversión de utilidades se aplique a capital pagado, aportes irrevocables pendientes de capitalización.
- Se establece que no podrán ser acreedores de obligaciones subordinadas a través de bonos, las entidades miembros del conglomerado financiero al cual pertenezca la entidad emisora, así como los patrimonios autónomos administrados por sus filiales.
- Se prohíbe a personas naturales de ser acreedoras de obligaciones subordinadas instrumentadas mediante contratos de préstamo.

Reglamento de cartera de créditos

Posteriormente a las modificaciones efectuadas en el Anexo de Evaluación y Calificación de la Cartera de Créditos mediante Circular N° ASFI/047/2010 del 8 de julio de 2010 y Resolución N° 574/2010 y con la finalidad de mejorar el acceso al crédito y la profundización financiera, se registraron en la gestión 2011 los siguientes cambios de importancia:

Circular ASFI/091/2011 - Resolución N° 693/2011 del 27/09/2011

Incorpora la definición de “crédito de vivienda”, estableciéndose como tipos de crédito al “crédito hipotecario de vivienda” y al “crédito de vivienda sin garantía hipotecaria”. La razón obedece a que los créditos de vivienda sin garantía hipotecaria actualmente son registrados como “operaciones de consumo no debidamente garantizadas”. Por tanto, la modificación pretende identificar con mayor precisión el destino y naturaleza de estos créditos.

Las entidades financieras deben enviar a la ASFI, con periodicidad anual, los porcentajes de participación y crecimiento registrados y proyectados por la entidad para la cartera de créditos productivos. Se establece la “Gestión del crédito al sector productivo”. Así también, en el marco de la gestión del riesgo de crédito se señala que las entidades deberán crear un conjunto de productos destinados al sector productivo, gestionar su inserción en el mercado y establecer los porcentajes de participación y crecimiento de esa cartera.

Por otra parte, se amplía el límite de Bs84.000 para la otorgación de microcréditos con garantía mancomunada solidaria e indivisible a Bs112.000, siempre y cuando el exceso se origine por microcréditos otorgados al sector productivo. De igual manera, se extiende el límite hasta 1,5 veces el patrimonio neto de la entidad de intermediación financiera bancaria siempre y cuando el exceso se origine por créditos otorgados a personas asalariadas que mantengan cuenta de ahorro donde reciban el abono de su salario, las amortizaciones del crédito se realicen mediante débito automático y la evaluación del riesgo crediticio contemple también la solvencia de la entidad o empresa empleadora.

Circular ASFI/093/2011 - Resolución N° 734/2011 del 21/10/2011

Se eliminó la determinación de la capacidad de pago del deudor, para el caso de personas naturales con actividad independiente o personas jurídicas que cuenten con Número de Identificación Tributario (NIT), a partir de la información financiera presentada al Servicio de Impuestos Nacionales (SIN). De esta forma, se retorna al anterior esquema, en el cual las entidades financieras deben establecer políticas en función a sus tecnologías crediticias y legislación vigente, que les permitan disponer de información actualizada, confiable y oportuna para la evaluación de créditos.

Asimismo, se dispuso que la evaluación de la capacidad de pago del deudor deberá ser determinada utilizando la información financiera y patrimonial presentada por el sujeto de crédito al Servicio de Impuestos Nacionales (SIN), considerando a tal efecto, los criterios a ser aplicados de acuerdo al tamaño de la actividad del prestatario.

Legitimación de Ganancias
Ilícitas

En 2011, se reglamentó el régimen de infracciones y los procedimientos para la determinación y aplicación de sanciones administrativas en lo concerniente a la Legitimación de Ganancias Ilícitas por parte de la UIF, la ASFI y la APS, a las personas naturales y jurídicas que se encuentren bajo el ámbito de las Leyes que regulan el sistema financiero y sus correspondientes reglamentos; con el objetivo de mejorar la actividad de fiscalización, control e implementando mayor transparencia con relación a la obtención de ganancias.

A los efectos de determinar la gravedad de la infracción deben considerarse las siguientes circunstancias:

- a) El perjuicio causado en forma directa o indirecta a personas naturales, personas jurídicas o al sistema financiero con los actos u omisiones constitutivos de la infracción.
- b) Las ganancias, beneficios o ventajas obtenidas directa o indirectamente para sí o terceros como consecuencia de los actos, hechos u omisiones constitutivos de la infracción.
- c) Las consecuencias o repercusiones de las infracciones en el sistema financiero.
- d) Los antecedentes de las personas naturales y jurídicas sobre su accionar en el sistema financiero.

5.4 POLÍTICA DEL SISTEMA DE PAGOS

El BCB promueve el mayor acceso a servicios de pago tanto para entidades de intermediación financiera como para el público en general mediante el uso de instrumentos de pago alternativos al efectivo.

El sistema de pagos brinda a la economía medios eficientes y confiables para que las señales de la política monetaria sean enviadas e incidan sobre los precios y la actividad económica. Coherente con las atribuciones de regulación del sistema de pagos delegadas por la CPE, el BCB promueve una infraestructura integral que facilita transferencias de fondos oportunas, eficientes e irrevocables para el cumplimiento de obligaciones de pago. De igual manera, promovió un mayor acceso a servicios de pago para favorecer la inclusión financiera mediante el fortalecimiento del sistema de pagos de bajo valor.

Inclusión de entidades de intermediación financiera al SIPAV

Con relación a los pagos de alto valor, el BCB mantiene la política de incorporación de entidades financieras al sistema electrónico de pagos que administra (Sistema de Pagos de Alto Valor, SIPAV) para facilitar las transferencias de fondos y la disponibilidad del dinero en los distintos sectores de la economía. En la gestión 2011, el BCB aprobó la inclusión de dos 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 del SIPAV aumentará a veintidós y el alcance del sistema mejorará en favor de una mejor transmisión de las políticas a través del sistema de pagos.

Reglamentación y acceso a instrumentos de pago electrónico

En lo referido a los pagos de bajo valor, el BCB promueve la expansión del acceso a estos servicios para una mayor parte de la población mediante el uso de instrumentos de pago alternativos al efectivo. En este sentido se emitieron dos importantes reglamentos: el Reglamento de Servicios de Pago, que tiene por objeto definir los servicios de pago permitidos y normar el funcionamiento de las empresas proveedoras de servicios de pago; y el Reglamento de Instrumentos Electrónicos de Pago, que norma las condiciones de uso y aceptación de los instrumentos electrónicos de pago (tarjetas de débito, crédito, prepagadas, órdenes electrónicas de transferencia de fondos y billeteras móviles).

La vigencia de estas normas representa un marco que promueve la seguridad de las transacciones y precautela los intereses del público usuario. En el campo operativo formaliza los deberes y obligaciones de las empresas proveedoras de los servicios de pago.

Catalización de cambios en el sistema de pagos de bajo valor

Bajo las premisas de ampliar la cobertura de los servicios de pago de bajo valor (transferencias electrónicas, giros, pagos con tarjetas, entre otros) a un mayor segmento de la población boliviana y mejorar los beneficios operativos para los usuarios finales,

Capítulo 2 | Parte 5

el BCB emprendió en 2011 el proyecto de fortalecimiento del sistema de pagos de bajo valor. En una etapa inicial se recopiló información técnica, que permitirá definir futuras actividades y estrategias para la interconexión entre las entidades no bancarias y la regulación de tarifas asociadas a los servicios de pago. A su vez, este proyecto implica la realización de actividades coordinadas con entidades que administran canales de pagos como la Administradora de Cámaras de Compensación y Liquidación (ACCL).

Parte 6

PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN Y LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2012

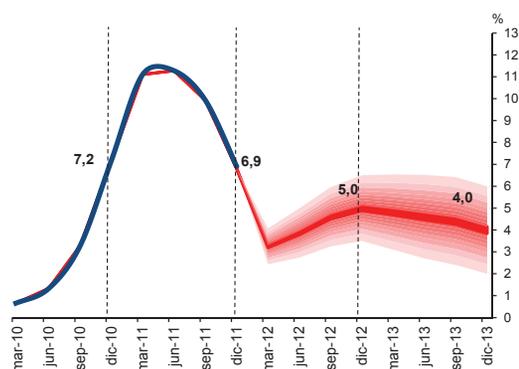
Las proyecciones del IPM de enero de 2012 señalan que la inflación mantendría un comportamiento estable a lo largo del bienio 2012-2013. Para el efecto y en términos de los determinantes internos que fundamentan la trayectoria prevista de la inflación, se considera que el núcleo inflacionario evolucionaría de modo similar a lo observado en el segundo semestre de 2011, desacelerándose a un ritmo más moderado que el del IPC total, para converger al nivel de la inflación total en el último trimestre de 2012. Al interior de éste, los segmentos de servicios ejercerían presiones acotadas al alza de precios. En lo que concierne a los bienes y servicios fuera del núcleo, se asume que los precios de los bienes regulados no sufrirían modificaciones en el corto plazo, situación que se replicaría en el caso de los precios del transporte y combustibles.

En el mismo sentido, puesto que el sector agropecuario se mantendría dentro de la senda de recuperación productiva, no se esperarían presiones inflacionarias en el segmento de alimentos. En lo que concierne al contexto externo, si bien los precios internacionales de los *commodities* descenderían como resultado de la desaceleración global, éstos podrían mantenerse fluctuando en niveles aún altos. Asimismo, pese a existir la expectativa de un descenso de los indicadores de inflación de los socios comerciales, un significativo flujo de capitales a la región podría generar presiones a la apreciación de sus monedas. Estos elementos implicarían un escenario en el cual podrían persistir las presiones externas, como se observó en el leve repunte de la variación interanual de la inflación importada en los últimos dos meses de 2011.

Al cierre de 2012 la inflación se situaría alrededor de 5%, en un rango entre 3,5% y 6,5%. A su vez, en 2013 la inflación cerraría en torno a 4%, en un intervalo entre 2% y 6%.

Sobre la base de estos elementos, la evaluación cuantitativa y cualitativa del BCB denota que, como parte del escenario más probable, la inflación se posicionaría alrededor del 5% a fines de 2012 (en un rango entre 3,5% y 6,5%), en tanto que en 2013 ésta cerraría en torno a 4%, en un intervalo entre 2% y 6% (Gráfico 2.38).

GRÁFICO 2.38: INFLACIÓN A DOCE MESES OBSERVADA Y PROYECTADA⁽¹⁾



FUENTE: Banco Central de Bolivia

(1) La línea azul denota la trayectoria observada de la inflación. El área de color rojo refleja la proyección efectuada en el IPM de enero de 2012. El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario más probable (la parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%)

En 2012 la política monetaria mantendrá su carácter contracíclico en línea con la coyuntura económica interna y externa.

En ese contexto, las políticas del BCB para la gestión 2012 se caracterizarán por su carácter contracíclico, en línea con la coyuntura económica interna y externa. Las políticas monetaria y cambiaria continuarán orientadas a regular la liquidez de la economía, controlar la inflación y mitigar las presiones inflacionarias de origen externo, contribuyendo de esta manera al crecimiento económico.

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 macroeconómico que es plasmado en el Programa Fiscal - Financiero anual elaborado en forma coordinada entre el MEFP y el BCB. Este programa es un mecanismo formal de coordinación de las políticas económicas que se orientan a la promoción del crecimiento y desarrollo económico, preservando la estabilidad macroeconómica.

Las metas trimestrales de este programa fueron incorporadas en la “Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2012” de fecha 7 de febrero de 2012, suscrito públicamente entre ambas entidades. Para 2012 el Programa Financiero estableció metas de déficit fiscal y una expansión del financiamiento a este sector debido a incrementos proyectados en la inversión pública. En este contexto, el BCB mantendrá la orientación contracíclica de sus políticas considerando impulsos fiscales y monetarios dirigidos a apuntalar el ritmo de la actividad económica en un escenario internacional que podría implicar una desaceleración de la demanda externa.

Las metas cuantitativas fueron establecidas en función de las proyecciones económicas acordadas entre el MEFP y el BCB. Para este propósito se estimó que el país crecerá más que la mayoría de los países latinoamericanos, en virtud a las políticas gubernamentales, estimándose un crecimiento de 5,5%. Por su parte, la inflación continuará descendiendo para ubicarse a fines de año en torno al 5%. Las proyecciones fiscales resultan de un déficit de alrededor de 3,9% del PIB. Se estima una expansión del CIN total del BCB y del CIN al SPNF y una pérdida de las RIN (Cuadro 2.15), en este último caso debido al déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos consistente con mayores importaciones de bienes de capital e insumos intermedios para plasmar los planes de inversión pública.

CUADRO 2.15: METAS CUANTITATIVAS TRIMESTRALES DEL PROGRAMA FINANCIERO 2012⁽¹⁾

MM de Bs	Metas Acordadas			
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM
VARIABLES FISCALES				
Superávit del Sector Público ⁽²⁾	-753	-426	1.213	7.058
Financiamiento Interno al Sector Público	-1.397	-2.057	-1.846	2.104
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto Total	-3.124	-1.248	395	5.565
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	-1.164	-1.707	-1.566	2.329
Reservas Internacionales Netas del BCB (MM de \$us)	273	157	-3	-210

FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) Flujos acumulados
(2) Superávit (-) Déficit (+)

El BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo tomará las acciones necesarias para alcanzar una inflación baja y estable en caso de presentarse riesgos al alza.

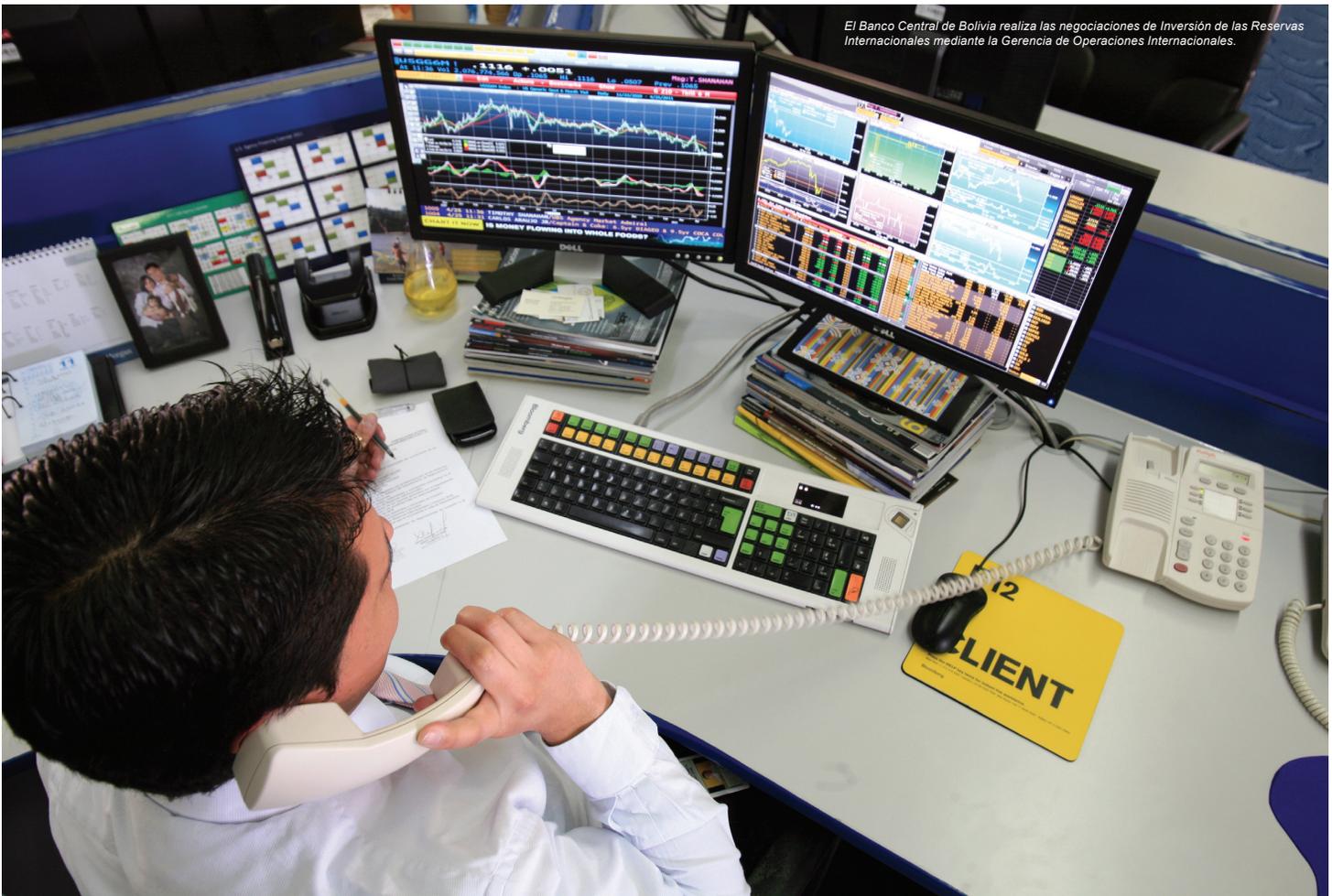
En caso de presentarse riesgos que generen un desvío de la inflación hacia el alza, el BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, tomará las acciones necesarias para procurar una inflación baja y estable, para cumplir con el objetivo señalado en la CPE.

En este sentido, en 2012 nuevamente será fundamental la coordinación de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria, en un entorno internacional caracterizado por una desaceleración económica. Es decir, el MEFP y el BCB continuarán trabajando coordinadamente y en la misma dirección, para que las metas trazadas y cumplidas

Capítulo 2 | Parte 6

contribuyan al Vivir Bien de las bolivianas y bolivianos. Se debe remarcar que la coherencia de las políticas entre ambas instituciones ha sido determinante para obtener los resultados macroeconómicos que distinguen a Bolivia en el entorno internacional y, particularmente, a nivel regional.

El Banco Central de Bolivia realiza las negociaciones de Inversión de las Reservas Internacionales mediante la Gerencia de Operaciones Internacionales.



Recuadro 4

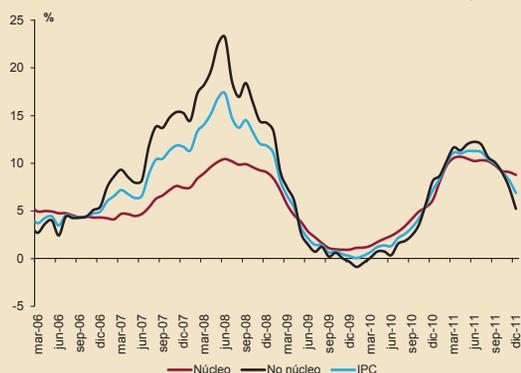
COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LOS INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA

Los indicadores de tendencia inflacionaria son de especial importancia para las decisiones de política monetaria. En efecto, fuera de los diversos enfoques existentes para su construcción, todos buscan el objetivo común de proporcionar una medida que capture la tendencia subyacente en la evolución de la inflación, entendida como un incremento generalizado de precios. Al focalizarse en los componentes del IPC cuyo comportamiento se espera persista en el mediano y largo plazo, dejando de lado aquellos sujetos a una alta variabilidad transitoria en sus precios, los indicadores de tendencia permiten a las autoridades monetarias una lectura más precisa sobre la magnitud de las presiones inflacionarias así como sobre la evolución futura de la variación de precios.⁴⁴

Uno de los principales indicadores empleados por el BCB es el núcleo inflacionario. En su construcción se dejan al margen del IPC los alimentos perecederos, carnes, comidas y granos, junto a productos cuyos precios son administrados. En tal sentido, el objetivo de este recuadro es examinar el comportamiento del núcleo inflacionario durante el reciente *shock* de precios de 2010/2011. Como se observará, existieron algunas particularidades en dicho comportamiento dignas de mención y que difieren de lo observado en episodios anteriores al alza de precios.

En principio, un aspecto a resaltar es la proximidad de la inflación núcleo con relación a la inflación total observada en el *shock* de precios de 2010/2011, algo muy diferente a lo acontecido en 2007/2008. En efecto, entre junio de 2010 y junio de 2011 (meses donde se registraron los valores mínimo y máximo de la inflación interanual del alza de precios reciente) se anotó una diferencia promedio de 0,7pp entre el núcleo inflacionario y la inflación total. En contraste, entre mayo de 2007 y junio de 2008 dicha diferencia alcanzó a 4,4pp. Es más, en 2007/2008 la inflación núcleo no se situó en ningún momento por encima de la inflación total, a diferencia del período más próximo cuando el núcleo inflacionario superó en varios meses a la variación del IPC (Gráfico 2.39).

GRÁFICO 2.39: INFLACIÓN A DOCE MESES TOTAL, DENTRO Y FUERA DEL NÚCLEO



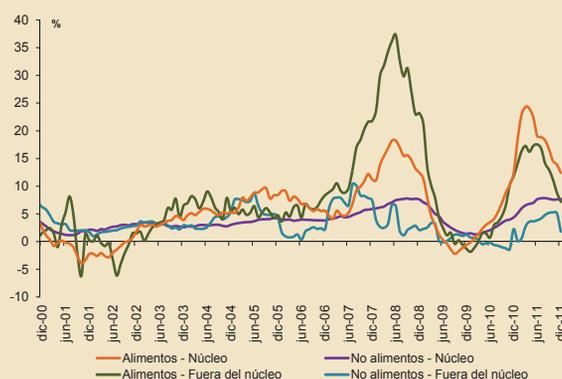
FUENTE: Banco Central de Bolivia

⁴⁴ Una revisión sobre aspectos conceptuales y metodologías de construcción de los indicadores de tendencia, en este caso el núcleo inflacionario, se encuentra en Wynne (2008) "Core inflation: a review of some conceptual issues" en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. June 2008, Vol. 90, No. 3, Part 2, pp. 205-228.

Los hechos anteriores denotan que el *shock* de precios fue un fenómeno mucho más generalizado en 2010/2011 a diferencia de años anteriores. Un aspecto que podría haber incidido para este hecho serían los efectos de segunda vuelta asociados al alza de precios de alimentos y a la nivelación temporal de precios de combustibles, incrementos de precios que en el último caso no resultarían justificados al haberse abrogado la medida a pocos días de su promulgación. En contrapartida, el incremento de precios de 2007/2008, donde la inflación interanual alcanzó a 17,3% en junio de 2008, respondió principalmente a variaciones transitorias de precios que fueron mitigadas eventualmente.

Un aspecto adicional a considerar es la naturaleza misma de los productos que fueron afectados por los *shocks* y que incidieron en la inflación, tanto en el núcleo como al exterior del mismo. En 2011, fueron los productos alimenticios los que tuvieron una gran importancia en la dinámica del núcleo inflacionario. Sus precios se incrementaron notablemente, de modo atípico, en tanto su tasa de inflación a doce meses alcanzó en marzo de 2011 su nivel máximo de los últimos veinte años (24,3%), superando en 6pp al máximo alcanzado hasta entonces en junio de 2008 (Gráfico 2.40). Un producto que tuvo alta incidencia para el efecto fue el azúcar, cuya escasez temporal provocó un alza significativa de precios a fines de 2010 e inicios de 2011, sesgando al alza también los precios de sus productos derivados. Cabe acotar que la inflación de alimentos en el núcleo descendió sistemáticamente desde el tercer trimestre de 2011.

GRÁFICO 2.40: INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y NO ALIMENTOS A DOCE MESES, DENTRO Y FUERA DEL NÚCLEO



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Por su parte, los componentes no alimenticios del núcleo anotaron una variación de precios más moderada, levemente superior a la experimentada en 2007/2008. Lo más destacable de su comportamiento es la persistencia de su tendencia relativamente creciente hacia finales de 2011, originada en presiones en el segmento de servicios.

Uno de los aspectos más relevantes es la diferencia en el comportamiento de la inflación de alimentos fuera del núcleo entre ambos episodios. Tanto en 2007/2008 como en 2010/2011 se registró un incremento significativo en la inflación de estos productos. No obstante, la cuantía de dicho crecimiento fue mucho mayor en el primero de los períodos (en virtud al alza de precios de alimentos de tipo no perecedero especialmente), ejerciendo gran influencia para el crecimiento de la inflación total. Por su parte, los ítems de naturaleza no alimenticia al exterior del núcleo, tuvieron una

Capítulo 2 | Recuadro 4

evolución más mesurada en la variación de sus precios, sin diferencias significativas entre ambos períodos de análisis.

Como pudo observarse, los rubros alimenticios tuvieron gran trascendencia en el comportamiento del núcleo inflacionario en 2011. Tradicionalmente este grupo de alimentos se caracterizó por exhibir un menor grado de volatilidad respecto a sus pares al exterior del núcleo. Sin embargo, el tipo de *shock* experimentado y la naturaleza de los productos afectados implicaron una respuesta más acentuada al interior del núcleo, denotando mayores presiones inflacionarias en 2010/2011 y que demandaron una oportuna respuesta de política por parte del Gobierno Nacional.