

CAPÍTULO 2
LA INFLACIÓN
Y LAS POLÍTICAS
DEL BCB

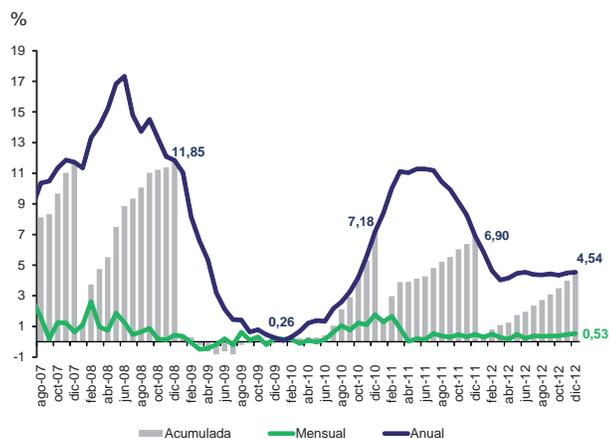
1. INFLACIÓN

1.1. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2012

La inflación en 2012 registró una tasa interanual de 4,5%, dentro del rango anunciado por el BCB a inicios de gestión.

La inflación en 2012 mostró una evolución sin marcadas oscilaciones (Gráfico 2.1), registrando una variación anual de 4,5%, dentro del rango anunciado en los informes de política monetaria de enero (3,5% – 6,5%) y de julio de 2012 (4,3% – 5,8%) y ligeramente por debajo de la proyección central de ambos documentos (5%). El comportamiento de la inflación fue determinado, principalmente, por los siguientes factores: i) ajustes en los precios de algunos servicios, especialmente los referidos a alquileres y remuneraciones a empleadas domésticas; ii) poca variabilidad en los precios de la división de alimentos, explicada por el buen desempeño del sector agropecuario, combinado con condiciones climatológicas favorables; iii) reducidas presiones inflacionarias externas a consecuencia del deterioro de la economía global y; iv) expectativas inflacionarias bajas y poco volátiles que reflejaron la confianza del público en las políticas implementadas por el BCB y el Órgano Ejecutivo para el control de la inflación.

GRÁFICO 2.1: INFLACIÓN INTERANUAL, ACUMULADA Y MENSUAL 2007-2012



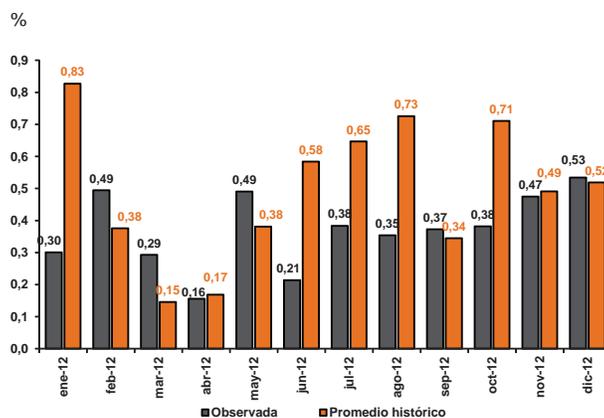
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Las tasas mensuales de inflación también exhibieron niveles bajos y estables.

Al analizar de manera desagregada la inflación por intervalos temporales se observa que las tasas mensuales también fueron bajas. Durante siete de los doce meses del año las tasas de inflación mensuales fueron inferiores a la tasa histórica promedio de los últimos 20 años, con una diferencia promedio de 0,3 puntos porcentuales (pp). El promedio de las tasas de inflación mensuales en 2012 fue de 0,37%, valor ligeramente superior a la tasa mensual promedio consistente con la meta de inflación de mediano plazo (0,33%; Gráfico 2.2).

Capítulo 2

GRÁFICO 2.2: INFLACIÓN MENSUAL OBSERVADA E INFLACIÓN PROMEDIO HISTÓRICA 2012

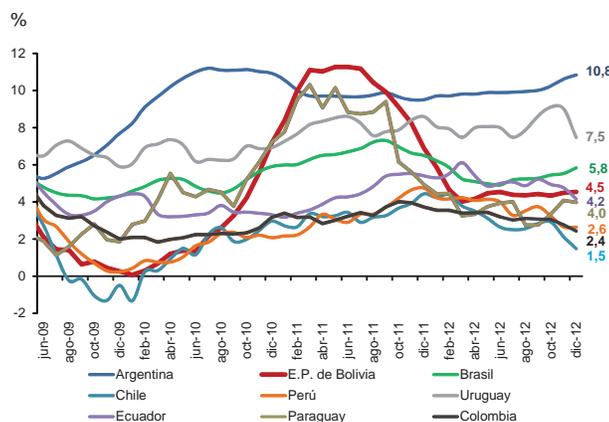


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
Los promedios históricos corresponden al periodo 1990-2011
Los promedios fueron ajustados para excluir la influencia de observaciones atípicas

Bolivia cerró el 2012 con una de las tasas de inflación más bajas y estables de la región.

Al cierre de la gestión 2012, Bolivia alcanzó una de las tasas de inflación más bajas y estables respecto a otros países (Gráfico 2.3). La inflación nacional cerró el año con una tasa similar a las registradas en Ecuador y Paraguay (alrededor de 4%) y se situó por debajo del promedio regional (6,8%).

GRÁFICO 2.3: INFLACIÓN A DOCE MESES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS 2009-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Bloomberg

1.1.1. 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.

Al analizar la variación de precios según divisiones, se observa que el grupo de Bebidas alcohólicas y tabaco fue el que registró la mayor inflación acumulada a diciembre de 2012 (8,5%), seguido por Salud (8,3%), Muebles, artículos y servicios domésticos (6,5%) y Educación (6,2%). Las divisiones que presentaron las menores tasas fueron Comunicaciones y Recreación y cultura con 0,01% y 2,24%, respectivamente (Cuadro 2.1). Cabe destacar que en casi todas las divisiones las variaciones registradas en 2012 fueron inferiores a las que se observaron en 2011.

Capítulo 2

CUADRO 2.1: INFLACIÓN ACUMULADA POR DIVISIONES DEL IPC 2001-2012

%	2011			2012		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Divisiones del IPC						
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	4,16	2,61	6,88	1,71	3,83	5,60
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	11,35	9,12	21,50	1,80	6,58	8,50
Prendas de Vestir y Calzados	3,93	2,72	6,76	2,06	1,51	3,60
Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	3,02	3,15	6,27	1,91	2,66	4,62
Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	5,14	4,76	10,15	3,39	3,06	6,55
Salud	6,22	3,60	10,04	4,77	3,39	8,32
Transporte	1,42	1,76	3,20	0,73	1,66	2,40
Comunicaciones	0,48	-0,69	-0,22	-0,33	0,34	0,01
Recreación y Cultura	1,61	1,08	2,70	0,62	1,61	2,24
Educación	4,89	0,94	5,87	5,80	0,36	6,18
Restaurantes y Hoteles	7,15	2,15	9,45	1,81	1,74	3,57
Bienes y Servicios Diversos	6,43	2,68	9,28	2,49	1,64	4,17
IPC Total	4,27	2,53	6,90	1,96	2,53	4,54

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

1.1.2. INFLACIÓN POR CIUDADES

Las tasas de inflación registradas en 2012 en todas las ciudades fueron menores a las de 2011. Cochabamba y La Paz fueron las ciudades con mayor inflación.

El comportamiento de la inflación por ciudades fue heterogéneo, mientras que algunas (Sucre, La Paz, Cochabamba, Oruro y Potosí) registraron un mayor incremento de precios durante el segundo semestre de 2012, en otras (Tarija, Santa Cruz, Trinidad y Cobija) la variación fue mayor en el primer semestre. No obstante, las tasas de inflación acumuladas en todas las ciudades fueron menores a las de 2011 (Cuadro 2.2). Las que presentaron mayor inflación fueron Cochabamba (6%) y La Paz (5%), ambas por encima de la tasa nacional. Por otra parte, Trinidad y Cobija registraron las menores tasas con 1,5% y 2%, respectivamente.

CUADRO 2.2: INFLACIÓN ACUMULADA POR CIUDADES 2011-2012

%	2011			2012		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Bolivia	4,3	2,5	6,9	2,0	2,5	4,5
Sucre	3,5	2,7	6,4	0,7	2,7	3,4
La Paz	4,7	2,8	7,7	2,0	3,0	5,0
Cochabamba	3,3	2,9	6,3	2,1	3,8	6,0
Oruro	4,8	2,6	7,6	0,5	3,0	3,5
Potosí	5,5	2,2	7,8	1,4	2,6	4,0
Tarija	6,2	2,9	9,4	3,4	0,7	4,1
Santa Cruz	4,1	2,2	6,4	2,1	1,9	4,0
Trinidad	3,7	1,5	5,3	1,1	0,5	1,5
Cobija	7,7	1,6	9,5	1,8	0,1	2,0

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Las mayores tasas advertidas en Cochabamba y La Paz fueron resultado, principalmente, de incrementos en los precios de ciertos alimentos (papa y pollo) y algunos servicios (alquileres y empleadas domésticas). Las ciudades del eje troncal generaron en promedio el 88% de la inflación nacional, cifra superior a la de 2011 (84%).

1.1.3. INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA

Los indicadores de tendencia inflacionaria (núcleo, subyacente y sin alimentos), relevantes para la toma de decisiones en materia monetaria, mostraron señales de reducidas presiones inflacionarias.

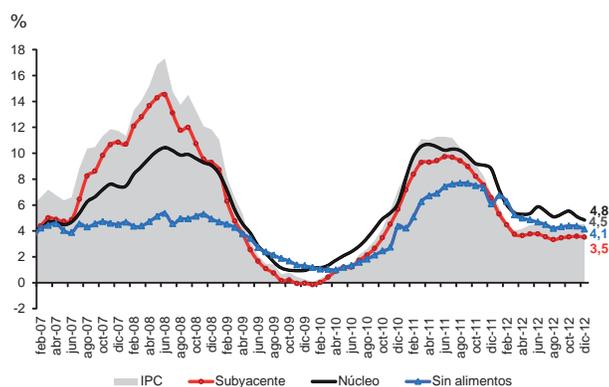
Los indicadores de tendencia inflacionaria del BCB: IPC-Subyacente, IPC-Núcleo e IPC-Sin alimentos, son importantes para el análisis de la inflación y la toma de decisiones en materia de política monetaria, pues reflejan, de una manera más precisa, el incremento permanente del nivel general de los precios.⁴¹ La inflación subyacente, tuvo un comportamiento similar al de la inflación total durante 2012, no obstante,

⁴¹ 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 (por ejemplo, transporte público, pan y la tramitación de documentos). El IPC-Sin alimentos simplemente excluye a los mismos del IPC total en procura de obtener un indicador más estable de la variación de precios.

Capítulo 2

alcanzó tasas menores cerrando al mes de diciembre con 3,5%. Por otra parte, la variación del núcleo inflacionario se ubicó por encima de la inflación total desde finales de 2011, alcanzando 4,8% al cierre de 2012, lo que podría constituir una señal de potenciales presiones inflacionarias a futuro. En el caso del indicador de inflación sin alimentos, presentó variaciones estables y similares a las del IPC, en especial durante el segundo semestre de 2012 (Gráfico 2.4).

GRÁFICO 2.4: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC TOTAL, IPC SUBYACENTE, IPC SIN ALIMENTOS Y NÚCLEO INFLACIONARIO 2007-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

La variación en el núcleo inflacionario en 2012 se debió principalmente a cambios de precios en el rubro de servicios, a diferencia de gestiones pasadas en la que gran parte de la variación en este indicador se explicaba por modificaciones en su componente de alimentos.

En 2012, la inflación núcleo (4,8%) estuvo ligeramente por encima de la no núcleo (4,3%) y de la inflación total (4,5%).

En 2012, los servicios constituyeron la mayor fuente de variación del núcleo inflacionario, registrando a diciembre una tasa de 8,3%, seguida por el subgrupo de no alimentos con 5,3% (Cuadro 2.3). Se pudo apreciar una moderación en los precios de servicios durante el segundo semestre del año, pasando de 4,3% en los primeros seis meses a 3,8% en la segunda mitad de 2012. La elevada variación de precios en este rubro se debió principalmente a los incrementos en las remuneraciones por servicios de mano de obra calificada y no calificada (servicios de salud y empleada doméstica, respectivamente).

La inflación fuera del núcleo, que agrupa a los bienes y servicios con precios volátiles y susceptibles a choques de oferta específicos o cuyos precios se encuentran regulados de alguna manera, registró una variación acumulada de 4,3% en el año, explicada principalmente por el incremento de precios de alimentos perecederos (frutas, legumbres, verduras y carnes; 6,7%).

Los precios de transporte registraron una variación moderada (2,6%), debido a cambios en los precios de pasajes del transporte interdepartamental y radiotaxi. Del mismo modo, los precios de bienes y servicios regulados se incrementaron en 1,3% por el aumento de matrículas y pensiones educativas. Mientras que los precios de los combustibles no mostraron una variación importante debido a que continúan siendo subvencionados.

CUADRO 2.3: VARIACIÓN ACUMULADA DEL NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO 2011-2012

%	2011			2012		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Núcleo	5,60	3,02	8,79	2,76	2,02	4,84
Alimentos	9,62	2,56	12,43	2,54	0,89	3,46
No alimentos	4,36	3,17	7,66	2,83	2,38	5,29
Bienes	4,09	2,48	6,66	1,83	1,38	3,24
Servicios	4,76	4,20	9,17	4,30	3,82	8,28
Fuera del Núcleo	3,09	2,08	5,23	1,23	3,00	4,26
Alimentos	4,14	2,93	7,19	1,60	4,56	6,23
Perecederos	4,34	3,32	7,81	1,78	4,88	6,75
No Perecederos	2,03	-1,37	0,63	-0,49	0,86	0,37
Transporte	1,22	1,88	3,12	0,63	1,91	2,55
Regulados	2,42	0,54	2,96	0,98	0,33	1,31
Combustibles	0,00	0,00	0,00	-0,09	0,00	-0,09
IPC	4,27	2,53	6,90	1,96	2,53	4,54

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística

**1.2. INDICADORES
COMPLEMENTARIOS
DE PRESIONES
INFLACIONARIAS**

Además de los indicadores descritos, la Autoridad Monetaria hace un seguimiento continuo a otros indicadores que proporcionan señales adicionales sobre el comportamiento de los precios en mercados específicos de la economía nacional. Dadas las diferentes interacciones existentes entre estos indicadores y el IPC, la evolución de los primeros tiende a reflejarse, eventualmente, en la trayectoria de la inflación. Los indicadores que se utilizan son el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM), el Índice de Costos de la Construcción (ICC) y el Índice de Actividades Remuneradas (IPC-REM).

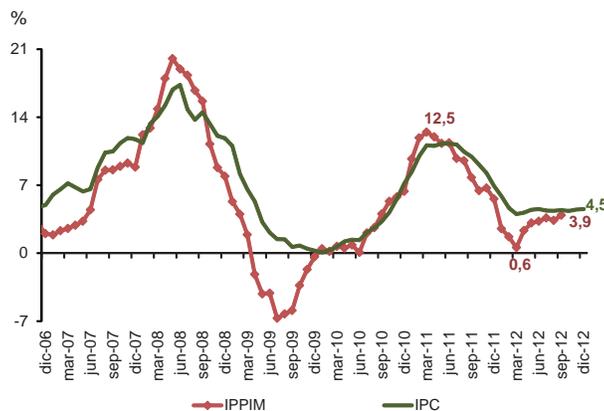
**1.2.1 ÍNDICE DE PRECIOS
AL PRODUCTOR
INDUSTRIAL
MANUFACTURERO**

La variación interanual del IPPIM tendió a moderarse desde mediados de año, siguiendo una trayectoria similar a la del IPC.

El IPPIM mide la evolución de los precios de insumos que se emplean en diversas actividades productivas y de comercialización de la industria manufacturera. Los cambios en las cotizaciones de los insumos tienen efectos generalmente rezagados sobre los precios finales de un subconjunto de productos incluidos en el IPC. Cabe mencionar que estos ajustes varían dependiendo de la naturaleza específica de la industria y los productos.⁴² Desde el segundo trimestre de 2011 hasta marzo de 2012, el IPPIM presentó una tendencia hacia la baja, más pronunciada que la del IPC, a partir de entonces, el comportamiento de este indicador mostró un repunte, alcanzando en el tercer trimestre alrededor de 3,9% (Gráfico 2.5). Esta tasa, aunque se situó por debajo de la variación interanual del IPC, podría estar anticipando una tendencia similar dado el carácter de indicador adelantado del IPPIM.

Analizando el IPPIM por actividades económicas, se advirtió que los productos relacionados con bebidas malteadas y la fabricación de muebles y accesorios presentaron las mayores variaciones. Considerando el destino económico, los bienes de consumo no duradero fueron los que tuvieron el mayor incremento de costos (5,6%). Finalmente, cuando se desagrega el IPPIM por sector, se evidencia un mayor aumento de precios en los productos destinados a la agroindustria (5,9%).

GRÁFICO 2.5: VARIACIÓN INTERANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO E IPC 2006-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

⁴² 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 molienda, entre otros. La última información disponible corresponde a septiembre de 2012.

1.2.2. ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN

El ICC refleja el comportamiento de los precios de los insumos utilizados en la actividad de la construcción, contempla tanto los costos de materiales como de mano de obra. Se miden los costos de construcciones de residencias urbanas, edificios no residenciales y otras obras de infraestructura. Este indicador incluye un subconjunto de bienes y servicios que se encuentran contenidos en el IPC (cemento, ladrillos, pintura y servicios de albañilería), por lo que existe una relación entre ambos.⁴³

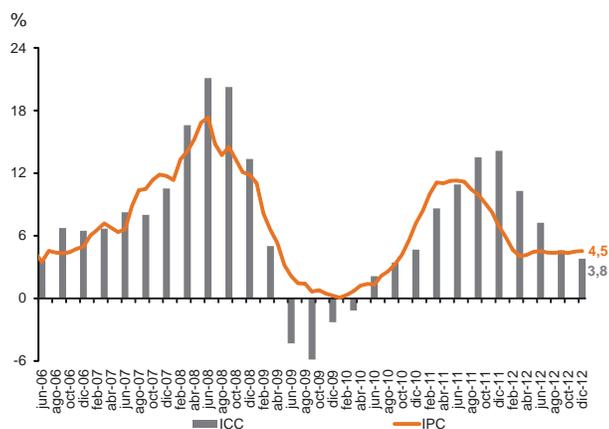
El ICC tuvo un comportamiento con tendencia a la baja desde finales de 2011, alcanzado una tasa inferior a la del IPC al cierre de 2012.

La variación interanual del ICC presentó una tendencia hacia la baja desde finales de 2011 que se mantuvo hasta el cierre de 2012 alcanzado, a diciembre a 3,8%, cifra menor a la registrada en el IPC (Gráfico 2.6).

Las diferentes categorías al interior del ICC tuvieron un comportamiento similar. La variación tanto de los costos de edificios residenciales urbanos (5,1%) como de los no residenciales (3,1%) y de otras obras de infraestructura (2,9%) fue descendente.

Sin embargo, los distintos tipos de insumos que se utilizan para la construcción, tuvieron un comportamiento disímil en 2012. Por un lado, el grupo de otros tipos de insumos, reflejó un leve incremento desde mediados de 2012 cerrando el año con una variación de 4%. Mientras que, los costos de materiales y remuneraciones de los trabajadores presentaron durante toda la gestión 2012 una tendencia a la baja alcanzando en diciembre 1,6% y 6,7%, respectivamente.

GRÁFICO 2.6: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC E ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN 2006-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

1.2.3. ÍNDICE DE PRECIOS DE ACTIVIDADES REMUNERADAS

Los tres índices registraron tasas menores a las de la gestión pasada, aunque las mismas fueron superiores a las del IPC.

El Índice de Precios de Actividades Remuneradas (IPC-REM), es calculado sobre la base de información de servicios personales del IPC y se compone de dos subíndices: i) el Índice de Precios de Mano de Obra Calificada (IPC-MC) y ii) el Índice de Precios de Mano de Obra no Calificada (IPC-MNC).

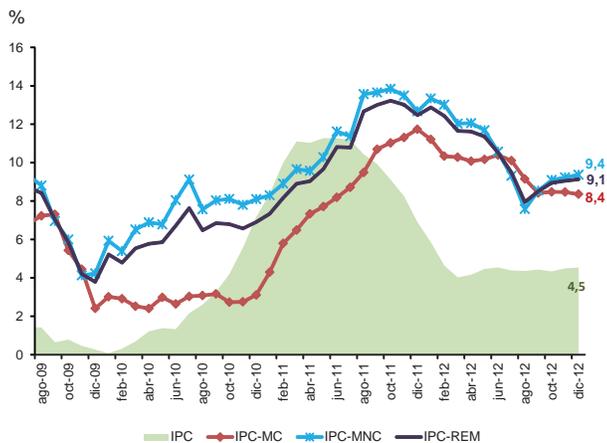
Durante la mayor parte de 2012, los tres índices reflejaron variaciones interanuales con un comportamiento descendente, aunque manteniendo tasas mayores a las

⁴³ El ICC tiene una periodicidad trimestral y su cobertura geográfica abarca las ciudades de La Paz, El Alto, Santa Cruz y Cochabamba.

Capítulo 2

del IPC general. Tanto el IPC-REM como el IPC-MNC tuvieron un repunte a partir del tercer trimestre, cerrando la gestión con una tasa cercana al 9% (Gráfico 2.7). El comportamiento de este último indicador estuvo explicado por un incremento en la remuneración del servicio de empleada doméstica durante varios meses. Mientras que el IPC-MC evidenció un comportamiento a la baja de forma sostenida cerrando la gestión en 8,4%.

GRÁFICO 2.7: VARIACIÓN INTERANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE ACTIVIDADES REMUNERADAS E IPC 2009-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

1.3. FACTORES QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

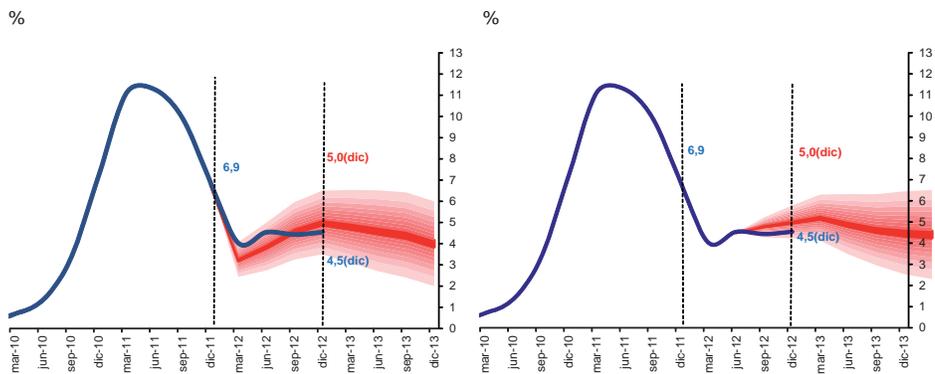
A diciembre de 2012, la tasa de inflación anual fue de 4,5%, situándose dentro del rango de variación anunciado en los IPM de enero (3,5% – 6,5%) y de julio (4,3% – 5,8%) y ligeramente por debajo de la proyección central de ambos documentos (5%).

Durante 2012 la tasa de variación interanual del IPC siguió una trayectoria acorde con la prevista en los IPM de enero y de julio de 2012 (Gráfico 2.8). El comportamiento de la inflación estuvo determinado por la interacción de los siguientes cuatro elementos: ajustes en los precios de servicios, estabilidad de los precios de alimentos, presiones externas moderadas y expectativas inflacionarias ancladas.

GRÁFICO 2.8: VARIACIÓN A DOCE MESES DEL IPC OBSERVADO Y PROYECTADO 2010-2013

a) IPM de enero de 2012

b) IPM de julio de 2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia

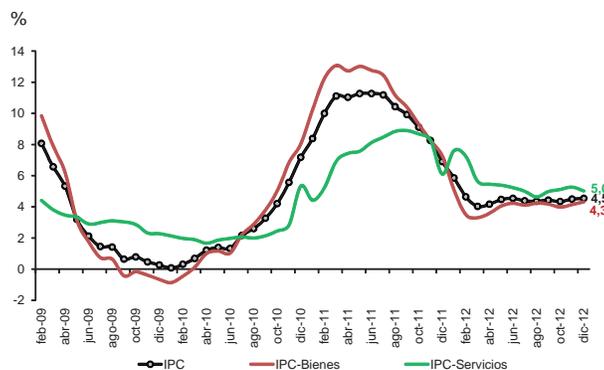
La línea azul denota la trayectoria observada de la inflación. El área en tono rojo refleja la proyección efectuada en los IPM de enero y de julio de 2012

1.3.1. AJUSTES EN LOS PRECIOS DE SERVICIOS

Los servicios tuvieron una importante incidencia en la inflación de 2012 alcanzando tasas superiores a las del IPC-Total aunque menores a las registradas en 2011.

A lo largo de 2012, una parte importante del comportamiento de la inflación estuvo explicada por incrementos en los precios de diferentes servicios, adquiriendo este grupo mayor notoriedad, a pesar de haber registrado tasas menores a las alcanzadas en 2011. La variación interanual del IPC-Servicios tuvo un comportamiento descendente desde comienzos de 2012 hasta el tercer trimestre, luego tuvo un leve repunte que se revirtió en los dos últimos meses del año, cerrando la gestión con una tasa de 5% (Gráfico 2.9). Cabe destacar que este subíndice registró tasas mayores a las del IPC-Total e IPC-Bienes durante toda la gestión 2012.

GRÁFICO 2.9: INFLACIÓN A DOCE MESES DE BIENES, SERVICIOS E IPC 2009-2012

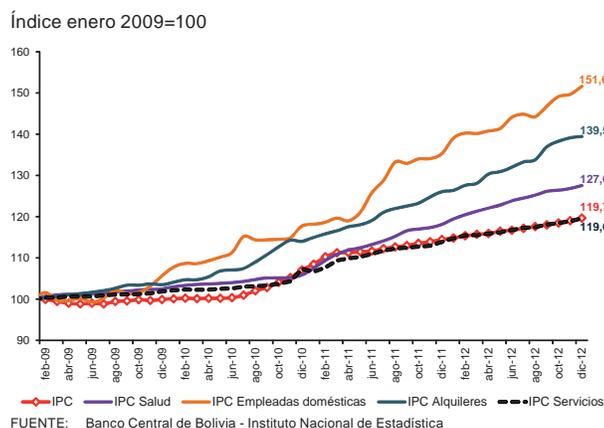


FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística

Al normalizar el IPC-Servicios y el IPC-Total se pudo observar un comportamiento similar, no obstante, las cotizaciones de algunos ítems como empleadas domésticas, alquileres y los relacionados con salud tuvieron un mayor crecimiento.

Al normalizar⁴⁴ los índices del IPC-Servicios e IPC-Total, se observa que ambos tuvieron una evolución similar desde mediados de 2011 (Gráfico 2.10). El ítem que mostró el mayor incremento desde finales de 2009 fue el de empleada doméstica, respondiendo a un proceso de ajuste salarial impulsado por el Gobierno Nacional que busca igualar los derechos laborales de este sector al del resto de los trabajadores. Durante 2012, registró una tasa interanual de variación promedio de 15,8%. Otros servicios que tuvieron un importante incremento fueron los alquileres, que entre 2009 y 2012 aumentaron en 39,5%, este comportamiento se debió principalmente a la mayor dinámica adquirida por el mercado inmobiliario en los últimos años. Finalmente, los servicios relacionados con la salud también reflejaron un marcado aumento desde mediados de 2011 debido a una demanda creciente que podría estar asociada a mayores ingresos de la población.

GRÁFICO 2.10: IPC, IPC-SERVICIOS E IPC DE SERVICIOS SELECCIONADOS 2009-2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística

⁴⁴ La normalización consiste en convertir las series de datos a una base común, en este caso enero 2009=100, y así poder facilitar la comparación del comportamiento de estas variables.

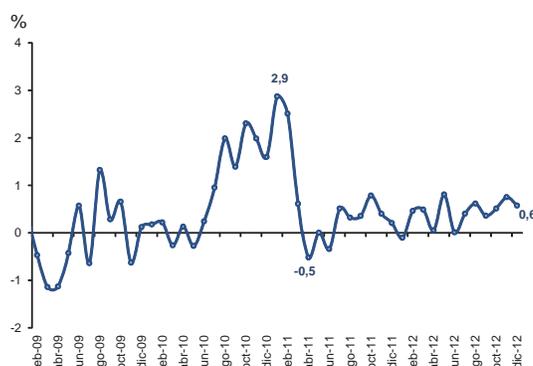
1.3.2. ESTABILIDAD DE LOS PRECIOS DE ALIMENTOS

A partir de 2011 las variaciones de los precios de alimentos que componen la canasta del IPC fueron menos volátiles, tendencia que se consolidó en 2012 cuando la tasa promedio de inflación mensual en este rubro fue de 0,4%.

La tendencia decreciente de las variaciones de precios de alimentos iniciada en 2011 terminó por consolidarse durante la gestión 2012, año en el que se evidenciaron variaciones mensuales más bajas y menos volátiles (Gráfico 2.11). El indicador de inflación de alimentos registró una variación promedio mensual de 0,4% durante 2012, cifra inferior a las registradas en 2010 y 2011, 0,9% y 0,6%, respectivamente.

En términos de variaciones interanuales, el indicador de precios de alimentos mostró en el segundo semestre del año un comportamiento ligeramente ascendente y similar al de la inflación total, ubicándose alrededor de 5% a finales de diciembre. Este resultado contrasta de sobremanera con lo observado en años anteriores, cuando la variación de los precios de alimentos se encontraba significativamente por encima de la variación total del IPC (Gráfico 2.12). Es importante precisar que la desaceleración en la inflación de alimentos derivó en una reducción importante de su incidencia sobre la inflación total, dada su alta ponderación en la canasta de artículos del IPC.

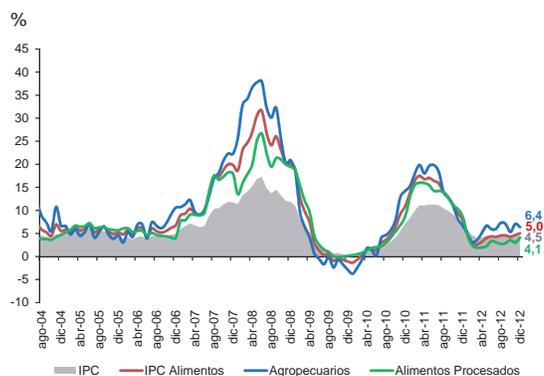
GRÁFICO 2.11: INFLACIÓN MENSUAL DE ALIMENTOS 2009-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Al efectuar un análisis desagregado de los alimentos por rubro, se observó que la variación de precios de alimentos agropecuarios se mantuvo por encima de la de otros indicadores y de la inflación total durante la mayor parte de 2012, registrando un incremento interanual a diciembre de 6,4%.⁴⁵ El indicador de alimentos procesados fue el que presentó la menor variación entre los distintos indicadores (incluido el IPC) durante 2012, terminando en torno a 4,1% en diciembre.

GRÁFICO 2.12: VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC, IPC-ALIMENTOS, IPC-AGROPECUARIO E IPC-ALIMENTOS PROCESADOS 2009-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

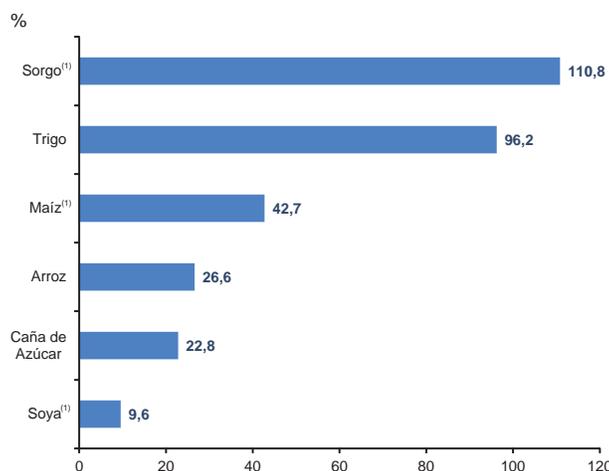
⁴⁵ Estos productos se caracterizan por presentar mayor volatilidad en sus precios, fenómeno asociado a su condición de perecederos y vulnerables ante efectos climatológicos adversos.

Capítulo 2

El desempeño agrícola fue el mejor desde el año 2000, alcanzando cifras históricas, tanto en extensión de tierra cultivada como en volumen de producción, contribuyendo a mantener estable el comportamiento del IPC-Total y del IPC-Alimentos.

Una de las razones que explica el comportamiento estable del IPC-Total y del IPC-Alimentos, fue el buen desempeño del sector agropecuario, que alcanzó cifras históricas, tanto en extensión de tierra cultivada como en volumen de producción. En el primer caso, la superficie cultivada consolidada llegó a 2,2 millones de hectáreas (Has.), lo que representó un incremento de 15,7% respecto a 2011. Asimismo, la producción alcanzó a 11,5 millones de toneladas (considerando las campañas de verano y de invierno), registrando un crecimiento de 25% con respecto a la gestión anterior. El principal incremento en la producción se registró en el sorgo (110,8%), seguido por el trigo (96,2%) y el maíz (42,7%; Gráfico 2.13).

GRÁFICO 2.13: VARIACIÓN DEL VOLUMEN DE PRODUCCIÓN AÑO AGRÍCOLA 2011-2012 RESPECTO AL AÑO AGRÍCOLA ANTERIOR



FUENTE: Cámara Agropecuaria del Oriente (CAO)
(1) Incluye las producciones de las campañas de verano e invierno

1.3.3. PRESIONES EXTERNAS MODERADAS

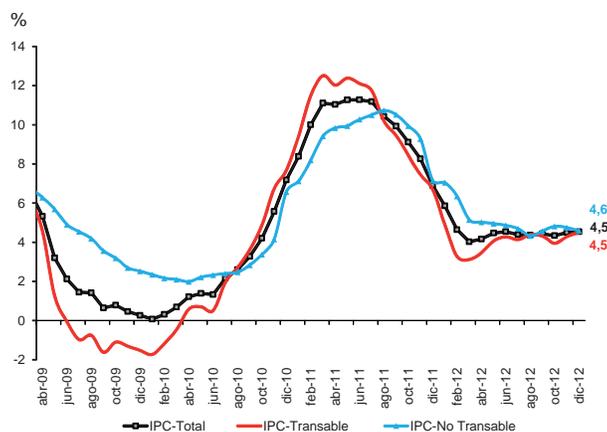
En 2012 el contexto internacional no representó un riesgo significativo de presiones inflacionarias para la economía boliviana, en contraste con lo que generalmente ocurría en años anteriores, cuando los precios elevados de las materias primas constituían una de las principales causas para el alza de la inflación a nivel doméstico.

Una nueva desaceleración de la actividad económica global durante 2012 como consecuencia de la crisis financiera y de deuda que afecta a las principales economías del mundo (EE.UU., países de la Zona Euro, y China de manera indirecta), contribuyó a crear un entorno con menores presiones inflacionarias externas. Cuando se analiza la inflación utilizando criterios de transabilidad⁴⁶ se puede observar que, durante la gestión 2012, los indicadores de precios de artículos transables se mantuvieron por debajo de la tasa de inflación total, convergiendo a esta última al finalizar el año; lo que muestra que no existieron presiones inflacionarias significativas de origen importado (Gráfico 2.14).

⁴⁶ Un bien transable es aquel que puede ser comercializado internacionalmente, lo que no implica que dicha transacción sea efectivamente concretada. Por otra parte, los bienes no transables son aquellos que no pueden comercializarse fuera de la economía donde son producidos. Por ejemplo, algunos servicios como el corte de cabello o el recojo de basura corresponden a esta categoría.

Capítulo 2

GRÁFICO 2.14: INFLACIÓN A DOCE MESES SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD 2009-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

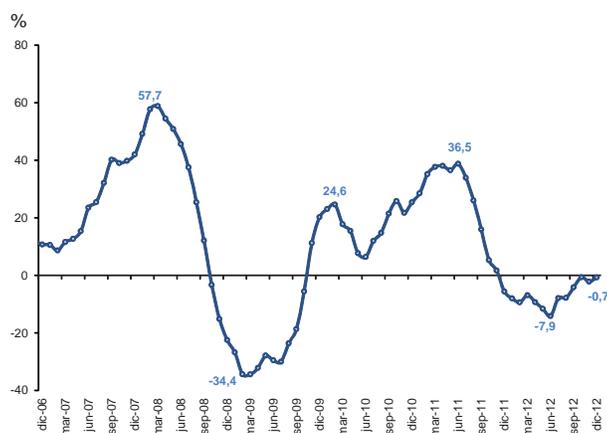
El precio internacional del petróleo registró un leve incremento en el segundo semestre de 2012 principalmente por condiciones de oferta.

Sin embargo, en este contexto de reducidas presiones para el incremento de precios, llama la atención el ligero ascenso del precio internacional del petróleo observado durante el segundo semestre de 2012, debido principalmente a disminuciones en la oferta del combustible por parte de la OPEP⁴⁷ y problemas de índole socio-políticos. Los precios del petróleo son relevantes ya que sus fluctuaciones afectan de modo significativo los precios de otros bienes finales, los cuales podrían transmitirse a la economía boliviana por medio de las importaciones.

Los precios internacionales de alimentos cayeron en 2012, como resultado de mejores condiciones climatológicas e incrementos en la productividad a nivel mundial.

Las variaciones anuales del Índice de Precios Internacionales de Alimentos de la FAO, registraron tasas promedio inferiores a las observadas en 2011 (Gráfico 2.15);⁴⁸ con variaciones negativas durante toda la gestión. Este comportamiento de los precios internacionales de alimentos contribuyó de manera fundamental a la disminución y moderación de las cotizaciones de diferentes productos alimenticios en los mercados del país.

GRÁFICO 2.15: VARIACIÓN A DOCE MESES DEL ÍNDICE DE PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS DE LA FAO 2006-2012



FUENTE: Food and Agriculture Organization

Las reducidas presiones inflacionarias de origen internacional, permitieron que

⁴⁷ Los países que forman parte de la OPEP son: Arabia Saudita, Irak, Irán, Kuwait, Venezuela, Argelia, Angola, Ecuador, Nigeria, Emiratos Árabes Unidos, Libia y Catar.

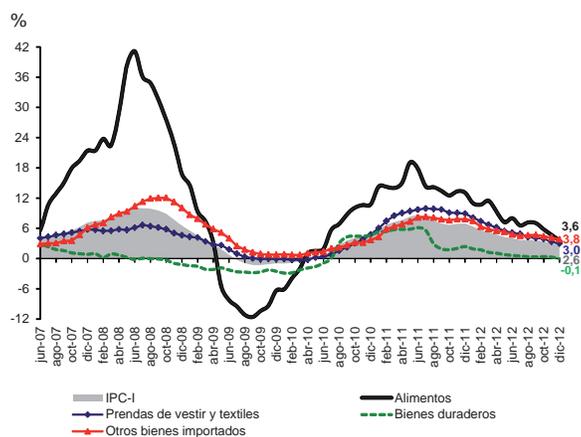
⁴⁸ El índice de Precios de Alimentos de la FAO es una medida mensual del cambio en los precios internacionales de una canasta de productos alimenticios. Consiste en el promedio de 5 índices de precios de grupos de alimentos (cereales, aceites, lácteos, carne y azúcar), ponderados por las participaciones promedio en el total de exportaciones mundiales de cada grupo en 2002-2004.

Capítulo 2

El IPC-Importado que refleja la variación de precios de bienes provenientes del exterior fue descendiendo sistemáticamente a lo largo de 2012.

el indicador de inflación importada alcanzara a diciembre una tasa de 2,6%, considerablemente inferior a la variación del IPC-Total. Los diferentes componentes importados también presentaron un comportamiento descendente. Por ejemplo, el segmento de alimentos mostró una evolución volátil y con tasas superiores a las del IPC-Importado. No obstante, a finales de año, las mismas convergieron a cifras similares a las de otros segmentos con una tasa de 3,6%. Por su parte, el componente prendas de vestir y textiles también mostró una trayectoria a la baja, aunque menos volátil que la de los alimentos, registrando una tasa de 3% en diciembre. Finalmente, los precios de bienes duraderos importados mostraron reducciones durante la gestión, presentando en diciembre una tasa de variación negativa de 0,1% (Gráfico 2.16).

GRÁFICO 2.16: VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS⁽¹⁾ 2007-2012



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

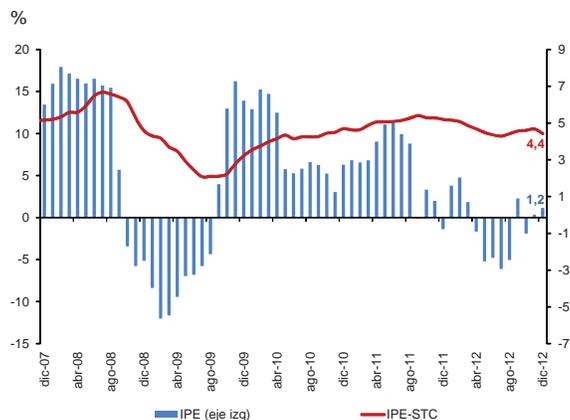
El comportamiento del Índice de Precios Externos (IPE) también reflejó una caída de las presiones inflacionarias provenientes del extranjero.

El BCB cuenta con un indicador adicional, el IPE, que mide las presiones de origen externo. El mismo se construye a partir de un promedio ponderado de la inflación de los principales socios comerciales de Bolivia y considera las variaciones de precios de estos países, así como el efecto de las modificaciones de los tipos de cambio de sus respectivas monedas sobre los precios de los productos de importación nacional.

Este indicador en 2012 reflejó menores presiones inflacionarias del entorno internacional. Las tasas de variación interanual en la presente gestión fueron menores a las registradas en 2011, llegando a ser incluso negativas a mediados de año, alcanzando una tasa de 1,2% en diciembre (Gráfico 2.17). Mientras tanto, el indicador que excluye los efectos de las variaciones cambiarias (IPE-STC), tuvo una evolución más estable, manteniéndose en promedio cerca de 4,6%. Si bien desde mediados de año se observó un leve incremento, éste se revirtió en los últimos meses terminando la gestión con una tasa de 4,4%.

Capítulo 2

GRÁFICO 2.17: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE A DOCE MESES PARA BOLIVIA 2007-2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística – Bloomberg

1.3.4. EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS ANCLADAS

La evolución de las expectativas estuvo acorde al comportamiento de la inflación observada, lo cual refleja que las políticas empleadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB influyeron de manera positiva en la confianza de los bolivianos.

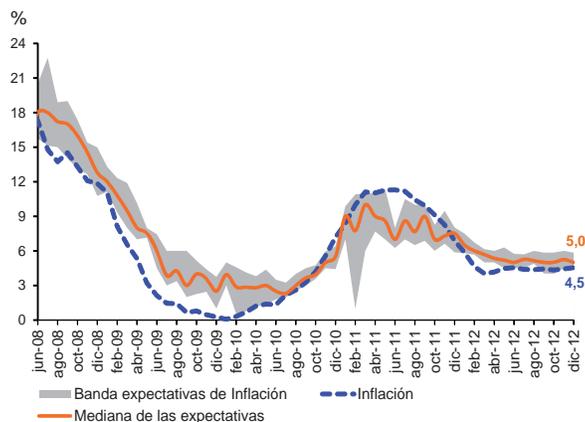
La confianza del público en el control de la estabilidad de precios contribuye de manera importante a moderar la trayectoria futura de la inflación.

Las expectativas sobre la dirección de la inflación se obtienen de los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) llevada adelante por el Ente Emisor.⁴⁹

Durante la gestión 2012, las expectativas del público comenzaron descendiendo y posteriormente se mantuvieron estables, de manera similar a lo ocurrido con el comportamiento de la inflación observada. Asimismo, las expectativas de inflación registraron cifras más bajas y menos volátiles que en la pasada gestión. Es así que se evidencia que las políticas empleadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB en los dos últimos años influyeron de manera positiva en la confianza de los bolivianos acerca del control de la inflación.

En 2011, la mediana de las expectativas se caracterizó por un comportamiento volátil y en torno a valores elevados (en promedio 8,2%). Por el contrario, su evolución en 2012 fue mucho más regular estabilizándose desde mediados de año en torno a 5% (Gráfico 2.18). Cabe señalar que la confianza del público en la estabilidad de precios contribuye de manera importante a moderar la trayectoria futura de la inflación, evitando que surjan escenarios de especulación, inercia inflacionaria, y otro tipo de perturbaciones en el normal funcionamiento del mercado interno.

GRÁFICO 2.18: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN INTERANUAL A UN AÑO⁽¹⁾ 2008-2012



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

⁴⁹ Encuesta llevada a cabo de forma mensual que considera una muestra de ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

2. POLÍTICA MONETARIA

Las políticas ejecutadas por el Ente Emisor en los últimos años se caracterizaron por su prudencia y orientación contracíclica.

En los últimos años, las políticas ejecutadas por el Ente Emisor se caracterizaron por su prudencia y orientación contracíclica, acordes al mandato de la Constitución Política del Estado que establece como función del BCB “*mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social*”.⁵⁰

Las medidas, llevadas a cabo en coordinación con el Órgano Ejecutivo, apuntaron a mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos.

En situaciones de posibles deterioros de la actividad económica interna, la política monetaria tuvo una orientación más expansiva. Por otra parte, frente al surgimiento de presiones inflacionarias redujo los estímulos monetarios.

Además la política monetaria tuvo una orientación expansiva a partir de la crisis global iniciada en el último trimestre de 2008 con el propósito de sostener la actividad económica nacional frente a los efectos negativos que la coyuntura internacional desfavorable podría haber ocasionado. Desde 2010, y hasta el primer trimestre de 2011, estuvo orientada a la reducción de los estímulos monetarios como respuesta a un contexto de mayores presiones inflacionarias externas e internas, fruto, en el primer caso, de la recuperación económica global traducida en el incremento de precios de productos básicos de exportación y mayores ingresos de origen externo; y en el segundo caso, debido principalmente a la alta liquidez existente en el sistema financiero y a la nivelación transitoria del precio de los combustibles ocurrida en diciembre de 2010. La orientación de la política fue revisada a partir del segundo trimestre de 2011, a causa de la reducción de la inflación y sus expectativas, al superávit del sector público registrado y al nuevo deterioro de la situación económica global. Hasta fines del tercer trimestre de 2012 no se llevaron a cabo incrementos en la oferta de títulos de regulación monetaria. En el cuarto, por la mayor liquidez estacional se incrementó la oferta posibilitando mayores vencimientos futuros; no obstante, no se registraron alzas significativas en las tasas de interés monetarias.

En 2012, se mantuvieron altos niveles de liquidez tanto en el sector público como en el sector privado. En el primer semestre se realizaron colocaciones netas y en el segundo, redenciones netas.

En 2012, debido al superávit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y al dinamismo de la actividad económica interna, se mantuvieron altos niveles de liquidez tanto en el sector público como en el sector privado. Durante los tres primeros trimestres del año los recursos del sector público se depositaron en el BCB; mientras que, en el cuarto, los depósitos fueron utilizados para hacer frente al mayor gasto estacional de diciembre. Por su parte, en el sector privado, la mayor liquidez observada se reflejó en el crecimiento excepcional de los depósitos del público en el sistema financiero. En el primer semestre se realizaron colocaciones netas a fin de regular la liquidez, considerando el buen desempeño de la actividad económica, la presencia de incrementos moderados de la inflación mensual y la oportunidad de generar vencimientos que puedan ser utilizados más adelante ante un eventual debilitamiento de la economía. En el primer trimestre la colocación neta fue de Bs1.296 MM y en el segundo Bs706 MM (a fines de mayo de 2012 se alcanzó el saldo de títulos más alto de la gestión: Bs11.887 MM). En el tercer trimestre, debido al comportamiento estable de la inflación, signos de debilitamiento de la actividad económica, acumulación de depósitos del sector público en el banco central mayor a trimestres anteriores y crecimiento menor de los depósitos en el sistema financiero, se realizaron redenciones netas (Bs955 MM). En el cuarto trimestre, dado el patrón estacional de alta liquidez se incrementó la oferta de títulos. Sin embargo, la demanda fue baja, produciéndose redenciones netas (Bs1.729 MM), en un contexto de acumulación de depósitos del sector público y en el que una parte de la liquidez del sistema financiero fue utilizada para incrementar sus activos externos.

⁵⁰ Artículo 327 de la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia.

Capítulo 2

En 2012, las tasas de interés de los títulos públicos disminuyeron contribuyendo a reducir las tasas activas del Sistema Financiero.

2.1. PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO

El Programa Monetario forma parte del Programa Macroeconómico elaborado de manera conjunta con el MEFP. Se orienta al cumplimiento del mandato constitucional de mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social del país.

La intervención del BCB en el mercado monetario estuvo orientada a lograr un balance cuidadoso entre el objetivo de controlar la inflación y el de apuntalar el crecimiento de la actividad económica.

Las metas del Programa Fiscal-Financiero 2012 fueron cumplidas con márgenes importantes.

Las tasas de interés de los títulos públicos, en términos generales, tendieron a disminuir en 2012 alcanzando niveles muy bajos. Esta disminución contribuyó a la reducción de las tasas de interés activas del Sistema Financiero, permitiendo mejores condiciones financieras a las empresas y familias que contraen créditos de dichas entidades.

El Programa Monetario refleja las políticas específicas del BCB orientadas al cumplimiento del objetivo establecido en la Constitución Política del Estado 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.

Este programa forma parte del Programa Macroeconómico anual elaborado de manera conjunta entre el MEFP y el BCB. En 2012, se fijaron límites máximos para cinco variables⁵¹: un déficit fiscal anual de hasta Bs7.058 MM, un Financiamiento Interno al SPNF no mayor a Bs2.104 MM, expansiones del Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN al SPNF) y del Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN) de hasta Bs2.329 MM y Bs5.565 MM, respectivamente, y una pérdida máxima de RIN de \$us210 MM. Estas metas fueron incorporadas en el acuerdo suscrito entre las principales autoridades del MEFP y del BCB el 7 de febrero de 2012 (Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2012).⁵² Este acuerdo señala que las políticas fiscal, monetaria y cambiaria, deben enfocarse a preservar la estabilidad macroeconómica y fomentar el crecimiento económico sostenido. La contribución de las políticas monetaria y cambiaria a dicho objetivo se efectiviza mediante el control de la inflación, la promoción de la Bolivianización, el resguardo de la estabilidad del sistema financiero y la mitigación de *shocks* externos. Mientras que, en el caso de la política fiscal, a través del impulso a los sectores productivos estratégicos mediante la inversión pública.

Frente a las metas establecidas y considerando estimaciones realizadas sobre el comportamiento de otras variables, la intervención del BCB en el mercado monetario se tradujo en directrices de OMA tendientes a alcanzar un balance cuidadoso entre los objetivos de controlar la inflación y de apuntalar el crecimiento de la actividad económica. En este sentido, frente a la incertidumbre externa que podría desacelerar la actividad económica y en un contexto de fuerte acumulación de depósitos del SPNF en el BCB, junto a la aplicación de mayores requerimientos de Encaje Legal a depósitos en ME, se programaron a lo largo del año reducciones graduales de la oferta de títulos de regulación monetaria.

Las metas del Programa Fiscal-Financiero 2012 fueron cumplidas con márgenes importantes (Cuadro 2.4). El superávit del SPNF alcanzó a Bs3.288 MM, equivalente al 1,8% del PIB anual estimado, se redujo tanto el financiamiento interno al SPNF (Bs7.631 MM) como el CIN del BCB al SPNF (Bs6.030 MM) frente a las metas de expansión programadas. Este último fue el factor principal que determinó la disminución observada del CIN total (Bs7.662 MM).

⁵¹ Las metas se miden trimestralmente en flujos acumulados del año.

⁵² Desde 2006 el MEFP y el BCB suscriben acuerdos que incluyen metas macroeconómicas cuantitativas para cada gestión.

Capítulo 2

CUADRO 2.4: PROGRAMA FINANCIERO 2012⁽¹⁾

MM de Bs

	2012			
	Unidad	Meta Acordada ⁽²⁾	Ejecución ^p	Margen (+) Desvío (-)
Variables Fiscales				
Déficit del Sector Público (=superávit)	Bs	7.058	-3.288	10.346
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	2.104	-7.631	9.735
Variables Monetarias				
Crédito Interno Neto Total	Bs	5.565	-7.662	13.227
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs	2.329	-6.030	8.359
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	-210	1.712	1.922

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 Yuan, 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 2012

^p Cifras preliminares.

El superávit del SPNF en 2012 fue mayor al registrado en 2011, en términos del PIB fue el tercero más alto después de los obtenidos en 2006 y 2008.

El superávit del SPNF, en términos del PIB (1,8%), fue el tercero más alto después de los obtenidos en 2006 (4,5%) y 2008 (3,2%); y se explica fundamentalmente por mayores recaudaciones tributarias y por el aumento de ingresos provenientes de la venta de hidrocarburos, superiores a la expansión moderada de los gastos fiscales. En este marco, los depósitos del SPNF en el BCB se incrementaron (Bs10.706 MM) en mayor proporción que los créditos efectuados a las EPNE (Bs4.750 MM). En términos del PIB, mantuvieron la tendencia creciente observada en los últimos años. De esta manera, el SPNF continúa conservando una capacidad importante para efectuar políticas expansivas ante un eventual deterioro de la actividad económica.

Las RIN aumentaron principalmente por el incremento del valor de las exportaciones de hidrocarburos, las remesas familiares y la continuidad del proceso de Bolivianización.

Las RIN se incrementaron en \$us1.712 MM frente a la pérdida programada de \$us210 MM. Ésta contemplaba la transferencia de recursos y la otorgación de un crédito al FINPRO por un monto total de \$us1.200 MM, operaciones que finalmente no se concretaron en la gestión, siendo prevista su ejecución para 2013. La ganancia de reservas se explica principalmente por el incremento del valor de las exportaciones de hidrocarburos, tanto por mayores volúmenes como por precios superiores a los estimados; otros factores relevantes que contribuyeron al aumento de las RIN fueron las remesas familiares y la continuidad del proceso de Bolivianización.

La emisión monetaria se situó en torno a su valor programado. Las redenciones de títulos de regulación monetaria contribuyeron al aumento del crédito al sector privado no financiero.

Un aspecto a destacar en las cuentas monetarias es que en 2012 la emisión monetaria se situó en torno a su valor programado (estimado sobre la base de sus determinantes). No obstante de haberse registrado una emisión similar a la de 2011, se realizaron redenciones netas de OMA, a diferencia del año anterior cuando se alcanzaron colocaciones netas (Cuadro 2.5). Este fenómeno vino a compensar: i) el incremento de las reservas internacionales menor al de 2011; ii) la mayor acumulación de depósitos del SPNF en el BCB; iii) la aplicación del nuevo Reglamento de Encaje Legal que restringió la liquidez al determinar un incremento gradual del encaje requerido para depósitos en ME; y iv) la profundización de la Bolivianización. Las redenciones netas en OMA contribuyeron al aumento del crédito al sector privado no financiero.

Capítulo 2

CUADRO 2.5: BALANCE MONETARIO 2011-2012⁽¹⁾

MM de Bs

	2011	2012
Banco Central de Bolivia		
1. Emisión	3.999	4.080
Caja de Bancos	584	518
Caja de No Bancos	86	71
2. Crédito Interno Neto	-11.041	-7.564
2.1. Sector Público	-4.416	-6.260
Crédito Neto del BCB	-4.010	-6.030
Cuasifiscal	-406	-230
2.2. Resto Sistema Bancario y No Bancario	-5.976	-3.912
Encaje Legal	-5.198	-2.820
OMA (LT's D y BT's)	-626	-1.076
Otros	-152	-16
del cual Préstamos de Liquidez		3
2.3. Banco de Desarrollo Productivo	-63	154
2.4. Otros	-586	2.453
d/c: OMA (Títulos "D" a particulares, AFPs y otro	-646	1.643
OMA - colocación directa títulos "D" a particular	-211	116
3. Obligaciones de Mediano y Largo Plazo (OMLP)	179	-97
4. Reservas Internacionales Netas	14.861	11.742
(en millones de \$us.)	2.160	1.712
Crédito Interno Neto (Incluye OMLP)	-10.861	-7.662
Pro memoria: OMA total	-1.482	682
OMA total + Encaje Legal + Préstamos de Liquidez	-6.680	-2.134

FUENTE: Banco Central de Bolivia

(1) Las cifras se calculan utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el Yuan, el euro, la UFV y el DEG, así como un precio fijo para el oro

La esterilización monetaria a través de la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB y de mayores requerimientos de encaje contribuyó a alcanzar utilidades cuasifiscales.

El Directorio del BCB definió los lineamientos trimestrales de las OMA sobre la base de las perspectivas de la inflación y de la actividad económica.

Otro aspecto que destaca es que la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB y el incremento de los requerimientos de Encaje Legal, coadyuvaron a esterilizar el efecto monetario del aumento de las RIN sin costo para el BCB. Las colocaciones de títulos públicos con tasas decrecientes también tuvieron un efecto favorable en los resultados del BCB; el Ente Emisor cerró con una utilidad neta de Bs529 MM.

La redención de títulos observada en el año no se refleja en redenciones netas en cada uno de los trimestres, por el contrario, frente a las condiciones de liquidez observadas y al comportamiento de la inflación y la actividad económica, las OMA se fueron adecuando. En el primer semestre, en un contexto de alta liquidez, crecimiento de la actividad económica e incrementos moderados de los registros de inflación mensual, se alcanzaron las colocaciones netas con tasas decrecientes en virtud a las reducciones en la oferta semanal de títulos de Bs626 MM a Bs501 MM en el primer trimestre y de Bs501 MM a Bs350 MM en el segundo trimestre (Cuadro 2.6). En el tercer trimestre se redujo la oferta ligeramente a Bs340 MM, propiciando redenciones netas debido a que se había observado cierto debilitamiento de la actividad económica, estabilidad en la inflación y una acumulación de depósitos del SPNF en el BCB. Finalmente, en el cuarto trimestre, la oferta de títulos se incrementó levemente a Bs350 MM respondiendo principalmente a la mayor liquidez estacional; empero, no implicó un cambio de orientación ya que las redenciones netas continuaron y en mayor magnitud.

Capítulo 2

CUADRO 2.6: OFERTA SEMANAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA 2011-2012

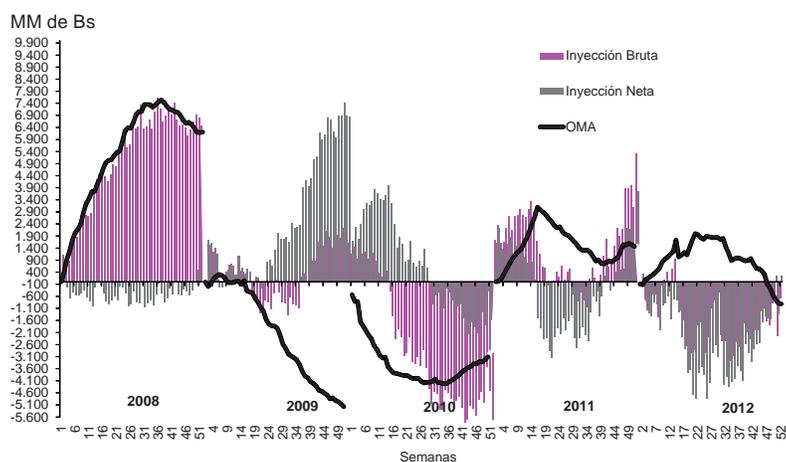
MM de Bs		I TRIM/11	II TRIM/11	III TRIM/11	IV TRIM/11	I TRIM/12	II TRIM/12	III TRIM/12	IV TRIM/12
BCB									
91 días	ME	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1 año	UFV	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
91 días	MN	65,0	65,0	30,0	25,0	100,0	70,0	60,0	10,0
182 días	MN	90,0	90,0	60,0	130,0	100,0	90,0	90,0	150,0
273 días	MN				130,0	70,0	90,0	90,0	150,0
1 año	MN	230,0	230,0	230,0	250,0	150,0	100,0	100,0	40,0
2 años	MN	80,0	80,0	145,0	90,0	80,0	0,0	0,0	0,0
Oferta ME		0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oferta MN		465,0	465,0	465,0	625,0	500,0	350,0	340,0	350,0
Oferta UFV		1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
Oferta total BCB (Bs)		467,3	467,3	466,6	625,8	500,9	350,0	340,0	350,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia

La orientación contracíclica de la política monetaria se observa en el resultado de la liquidez.

En términos más amplios, la orientación contracíclica de la política monetaria se observa en el comportamiento de la liquidez medida por el excedente de encaje del sistema financiero⁵³ (Gráfico 2.19).

GRÁFICO 2.19: OMA, INYECCIÓN BRUTA E INYECCIÓN NETA DE RECURSOS 2008-2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia

En situaciones de presiones inflacionarias las OMA se orientaron a retirar liquidez. Por el contrario, frente a la necesidad de apuntalar la actividad económica éstas inyectaron liquidez.

En 2008, frente a presiones inflacionarias e inyecciones brutas de liquidez considerables, las colocaciones crecientes de títulos efectuadas mediante OMA permitieron que la inyección neta acumulada sea negativa la mayor parte del año. Al tornarse negativa la inyección bruta desde el último trimestre de 2008, la Autoridad Monetaria dispuso mayores redenciones de títulos que permitieron cerrar 2008 con una inyección neta de liquidez. La situación se prolongó hasta fines de 2009, gestión en la que la redención neta alcanzada fue importante. En 2010, la inyección neta acumulada de liquidez pasó de ser positiva a negativa en un entorno de presiones inflacionarias; de manera gradual y sin que las tasas de los títulos sufrieran incrementos de importancia, se redujeron los impulsos monetarios con el incremento de la oferta de títulos. En la gestión 2011, la continuidad de las presiones inflacionarias determinó la dinamización de las colocaciones de títulos. De esta manera, y junto a la acumulación de depósitos del SPNF, se pudo disminuir la inyección neta de liquidez. Luego, y hasta el tercer trimestre, debido a la disminución de la inflación y las expectativas sobre esta variable, así como por preocupaciones sobre un escenario de desaceleración mundial, el crecimiento de la emisión y la acumulación de depósitos del SPNF, se generaron redenciones de títulos contribuyendo a contener la contracción de la liquidez neta. En el cuarto trimestre, debido al incremento de RIN y la reducción estacional de los depósitos del SPNF, se efectuaron colocaciones netas.

⁵³ Diferencia entre el encaje constituido y el requerido.

Capítulo 2

En 2012, la inyección bruta negativa fue compensada por el BCB mediante redenciones netas de títulos en las OMA.

La gestión 2011 concluyó con un nivel de liquidez importante (Bs8.777 MM) debido a la transferencia de sueldos y rentas realizada por el sector público a fines de diciembre. Ajustada por esta operación la liquidez habría sido menor y la inyección bruta al iniciar 2012 habría sido positiva. Las colocaciones netas de títulos realizadas en el primer trimestre de 2012 respondieron a este contexto. En el segundo trimestre, el ritmo de colocaciones netas disminuyó junto a la caída de la inyección bruta. En el tercer y cuarto trimestre, las redenciones netas complementaron la inyección bruta positiva en un contexto de menores presiones inflacionarias y temores por una desaceleración de la actividad. En el año, la inyección bruta negativa fue compensada por el BCB, en términos acumulados, el año cerró con una ligera redención neta de OMA e inyección neta de liquidez. Las reducciones de la oferta de títulos dieron señales de que el Ente Emisor no estaba dispuesto a validar alzas en las tasas, lo que permitió, bajo un mecanismo de subasta, mantener bajas las tasas de política aún con colocaciones netas.

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 de 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 de 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 estas operaciones. Sobre la base de éstos y el 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.

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 financiamiento fiscal. Estas operaciones tienen en 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 estas emisiones es que 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 disminuyó 9% respecto a la gestión anterior producto de la orientación de la política monetaria.

Durante la primera mitad del año, la Autoridad Monetaria realizó colocaciones netas de títulos para regular la liquidez existente en el sistema financiero. El saldo de colocaciones al cierre del primer semestre fue de Bs11.760 MM, 19% superior al registrado en diciembre de 2011. En el segundo semestre, el saldo se redujo, cerrando 2012 en Bs8.992 MM, 9% menor al registrado al cierre de 2011 (Cuadro 2.7; Gráfico 2.20).

El saldo de colocaciones de valores con fines de política fiscal disminuyó 12% respecto a la gestión anterior, en un contexto de ingresos fiscales superiores a los gastos.

El saldo de las emisiones que realiza el TGN finalizó la gestión en Bs7.561 MM, lo que equivale a una reducción del 12% respecto a diciembre de 2011, reflejando la continuación de la sólida posición fiscal observada en los últimos años. En este contexto, el Consejo de Administración de Valores del Tesoro (CAVT) tuvo el margen de maniobra suficiente para administrar sus colocaciones.

Capítulo 2

El BCB y el TGN priorizaron las colocaciones en bolivianos.

Tanto el BCB como el TGN continuaron priorizando sus colocaciones en MN. Mantuvieron su decisión de no ofertar valores en ME. La última colocación del BCB en ME fue en septiembre del 2011 y la del TGN en octubre de 2007. De la misma manera, la oferta de valores en UFV del BCB se eliminó en abril de 2012, en un contexto de convergencia de la inflación a su objetivo de mediano plazo (4%) y el desvanecimiento de las expectativas de inflación.

CUADRO 2.7: SALDOS NETOS DE VALORES PÚBLICOS⁽¹⁾ 2011-2012

MM de Bs

MES	Valores del BCB (OMA) ^{(2) (3)}	Valores del TGN ^{(2) (3)}	GENERAL
Dic-11	9.861,9	8.560,4	18.422,4
Ene-12	9.999,1	8.468,3	18.467,4
Febrero	10.404,1	8.347,3	18.751,4
Marzo	11.123,9	8.241,3	19.365,2
Abril	11.093,8	8.095,8	19.189,6
Mayo	11.887,0	7.991,0	19.878,0
Junio	11.760,5	7.776,9	19.537,3
Julio	11.646,4	7.640,5	19.286,9
Agosto	10.839,5	7.585,9	18.425,4
Septiembre	10.763,3	7.560,2	18.323,5
Octubre	10.464,7	7.561,1	18.025,8
Noviembre	9.660,6	7.560,2	17.220,8
Dic-12	8.992,1	7.561,1	16.553,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia

(1) Corresponden a Letras del Tesoro (LT) emitidos con fines de regulación monetaria y Bonos del Tesoro (BT) emitidos para fines de política fiscal.

(2) Incluye colocaciones de valores en MN indexados a la UFV.

(3) Para la conversión de UFV a MN se utilizó el índice de la UFV. Las cifras difieren del programa monetario por la utilización en éste de un tipo de cambio fijo para la UFV, así como por la aplicación a los saldos de valor descontado

GRÁFICO 2.20: SALDO NETO DE VALORES PÚBLICOS DE REGULACIÓN MONETARIA 2011-2012

MM de Bs



FUENTE: Banco Central de Bolivia

La oferta semanal de valores se redujo a lo largo del año; la disminución fue acompañada de un cambio en la composición.

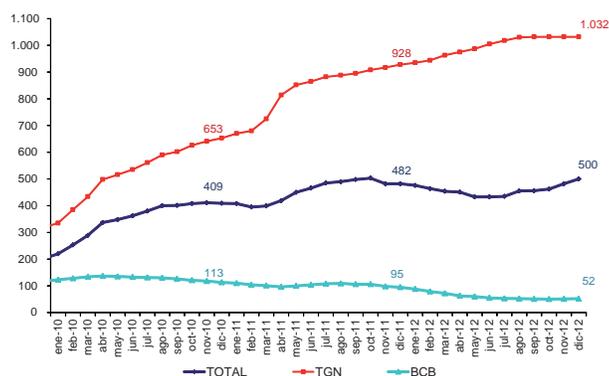
La oferta semanal de valores de regulación monetaria se redujo desde Bs626 MM semanales hasta Bs350 MM al finalizar la gestión. Adicionalmente, el BCB decidió recomponer los montos ofertados por plazo. Durante el primer semestre, la Autoridad Monetaria disminuyó la oferta total en Bs276 MM y recompuso la misma aumentando la oferta de valores a 91 días plazo y disminuyendo la del resto de los plazos (182, 273 y 364; estos últimos en mayor proporción). El BCB dejó de ofertar valores a 728 días plazo a partir de junio. Estas decisiones favorecieron la colocación de títulos de corto plazo y coadyuvaron la construcción de un perfil uniforme de vencimientos para el segundo semestre. En la segunda parte del año, si bien la oferta se mantuvo casi constante en Bs350 MM, el COMA ajustó nuevamente la composición de la oferta disminuyendo la de 91 y 364 días plazo e incrementando la de 182 y 273 días plazo. Como consecuencia, el plazo medio de colocaciones disminuyó de 95 a 52 semanas (Gráfico 2.21).

Capítulo 2

De la misma forma, la oferta semanal de valores con fines de política fiscal se redujo desde Bs249 MM hasta Bs229 MM. A partir de septiembre, el CAVT introdujo un nuevo instrumento a un plazo de 50 años a una tasa cupón de 4,5%. Si bien el instrumento fue demandado en 4 ocasiones, el CAVT decidió no adjudicar este valor al precio solicitado. Como resultado de las operaciones con estos títulos, el plazo promedio de colocación se incrementó en 104 semanas.

GRÁFICO 2.21: PLAZO PROMEDIO DE COLOCACIONES DE VALORES PÚBLICOS 2010-2012

En semanas



FUENTE: Banco Central de Bolivia

No fue necesario el empleo del SED en ME ni del SRD.

Al igual que en la gestión anterior y debido a la elevada liquidez del BCB en ME y a que el uso de esta denominación en el sistema financiero se ha hecho cada vez más reducido, no fue necesario el empleo ni del Servicio Extendido de Depósitos (SED) en ME ni del Servicio Restringido de Depósitos (SRD) en ME. Tampoco fue preciso apuntalar las tasas de interés en el mercado local en esta denominación debido a que la posibilidad de salida de capitales al exterior permaneció acotada por la presencia de tasas de interés en países desarrollados en niveles cercanos a cero y por las restricciones impuestas al ingreso de capitales en los países de la región.

2.2.1.1. VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS A PERSONAS NATURALES

El mecanismo de venta directa ofrecida por el BCB es una alternativa atractiva creada con el objetivo de democratizar el acceso de la población a las OMA e incentivar el ahorro.

El mecanismo de venta directa constituye una alternativa que el BCB ofrece con el objetivo de llegar directamente a la población e incentivar el ahorro. Un objetivo adicional es fortalecer la transmisión de las tasas de interés de política monetaria a las del sistema financiero. Los Bonos “BCB Directo” y “BCB Navideño” estuvieron disponibles a nivel nacional, tanto en ciudades capitales como en provincias, en las agencias y sucursales del Banco Unión S.A., entidad subcontratada por Valores Unión S.A., como Agente Colocador de valores de venta directa del BCB.

Las condiciones financieras favorables de los Bonos “BCB Directo” y “BCB Navideño” permitieron una colocación de Bs215 MM.

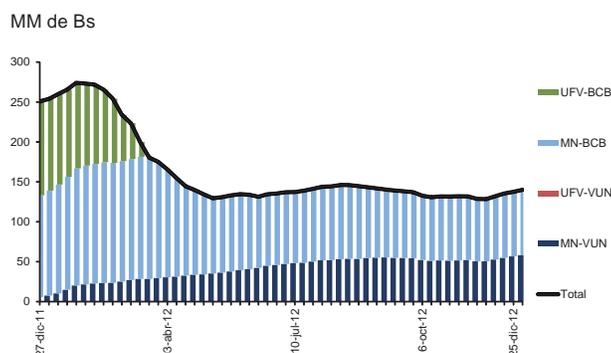
Durante la gestión 2012, el Ente Emisor ofertó Bonos “BCB Directo” y por un periodo limitado, Bonos “BCB Navideño”. Estos son valores públicos desmaterializados de renta fija, vendidos a rendimiento a personas naturales. Los plazos referenciales ofertados para el Bono “BCB Directo” son 91, 182 y 364 días, a tasas de interés de 3,2%, 3,6% y 4%, respectivamente. Durante 2012 y con el fin de beneficiar a la población con tasas más rentables dado un contexto de bajas tasas pasivas del sistema financiero, la Autoridad Monetaria incrementó el límite máximo de compra por persona de este instrumento de 70 títulos a 100 títulos, equivalente a Bs100.000.

Capítulo 2

Los plazos referenciales para el Bono “BCB Navideño” ofertados entre diciembre de 2011 y enero de 2012 fueron de 63 y 273 días plazo, a una tasa de rendimiento de 6% en ambos casos. Para el caso de los Bonos ofertados entre diciembre de 2012 y enero de 2013, los plazos se redujeron a 56 y 112 días, a una tasa de rendimiento de 4%. En ambos períodos de oferta, el COMA determinó un límite de compra por persona de 15 títulos, equivalente a Bs15.000.

En la gestión 2012, el total de colocación bruta mediante el mecanismo de venta directa y agente colocador fue de Bs215 MM. El saldo neto alcanzó a Bs134 MM al finalizar la gestión (Gráfico 2.22).

GRÁFICO 2.22: SALDO DE COLOCACIONES NETAS – VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS 2011-2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia

En línea con la política de Bolivianización a finales de 2012 el saldo de colocaciones netas en venta directa estuvo totalmente compuesto por valores denominados en MN.

Las medidas de políticas tomadas por el Ente Emisor, como la suspensión de la oferta de Letras de Tesorería a particulares denominadas en UFV, lograron que la totalidad del saldo de colocaciones directas a fines de 2012 esté compuesto por instrumentos en bolivianos. Esto representó un avance en el proceso de Bolivianización dado que en la gestión anterior el 46% del saldo de valores estaba en títulos en UFV (Cuadro 2.8).

CUADRO 2.8: SALDO DE COLOCACIONES NETAS DE LA VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS 2011-2012

MM en moneda de origen

MES	56-MN ⁽¹⁾	63-MN	91-MN	112-MN ⁽¹⁾	182-MN	273-MN	364-MN	364-UFV	Total en Bs
diciembre-2011		1,57	4,52		9,82	10,62	108,02	66,84	249,40
enero-2012			6,38		12,43	25,76	119,24		176,94
febrero			7,27		13,67	25,62	124,89		178,58
marzo			8,06		14,80	25,39	110,89		159,13
abril			8,42		16,98	25,19	77,93		128,53
mayo			9,06		20,31	24,92	62,18		116,46
junio			9,18		22,31	24,75	71,63		127,87
julio			9,79		24,92	24,55	74,86		134,12
agosto			10,26		23,97	22,83	74,83		131,90
septiembre			11,71		24,84	12,12	78,19		126,86
octubre			14,15		25,81		82,50		122,46
noviembre			14,15		23,15		83,43		120,73
diciembre-2012	1,47	13,63	9,23	23,76			85,53		133,59

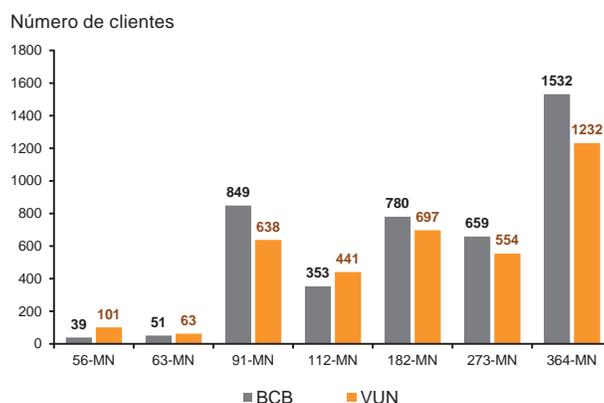
FUENTE: Banco Central de Bolivia

(1) Corresponde a las colocaciones del Bono BCB Navideño 2012-2013 efectuadas a partir del 1ro de diciembre 2012

Durante la gestión un total de 7.989 personas adquirieron valores mediante el mecanismo de venta directa (Gráfico 2.23). Un 53% de estas personas lo hicieron directamente en Mesa de Dinero del Ente Emisor y el restante 47% a través del Agente Colocador, Valores Unión (VUN). El título con mayor preferencia fue el de 364 días.

Capítulo 2

GRÁFICO 2.23: NÚMERO DE PARTICIPANTES VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS 2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Las mayores colocaciones del Agente Colocador se efectuaron en los departamentos de La Paz, Cochabamba y Potosí.

Las colocaciones del Agente Colocador llegaron a todos los departamentos del país, permitiendo el acceso de la población a valores que tradicionalmente sólo tenían acceso las entidades de intermediación financiera. El departamento de mayor colocación fue La Paz (63%), seguido de Cochabamba (12%) y Potosí (9%). El Agente Colocador atendió a 3.726 clientes, 47% de los atendidos en 2012 (Cuadro 2.9).

CUADRO 2.9: COLOCACIONES BRUTAS Y CANTIDAD DE CLIENTES DE BONOS BCB A NIVEL NACIONAL 2012

Miles de Bs y número de clientes

Departamento	Monto	Monto %	Clientes	Clientes %
La Paz	56.881	63%	2.370	64%
Cochabamba	10.715	12%	421	11%
Potosí	8.014	9%	303	8%
Santa Cruz	4.375	5%	190	5%
Chuquisaca	4.233	5%	213	6%
Oruro	3.868	4%	155	4%
Tarja	1.669	2%	59	2%
Beni	312	0%	14	0%
Pando	35	0%	1	0%
Total	90.102	100%	3.726	100%

FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.1.2 OPERACIONES DE REPORTO Y CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL

Debido al elevado nivel de liquidez prevaleciente en el sistema financiero, no se realizaron operaciones de reporto en MN ni en ME.

Los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL en MN respondieron principalmente a solicitudes de entidades no bancarias.

Las operaciones de reporto son un instrumento utilizado por el BCB 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 las condiciones de las operaciones de reporto (oferta diaria, oferta semanal y tasa premio base en cada moneda).

Durante la gestión 2012 no se realizaron operaciones de reporto en MN ni en ME, debido al elevado nivel de liquidez prevaleciente en el sistema financiero. La liquidez promedio tanto en MN como en ME fue mayor a la registrada en la gestión anterior. En MN la liquidez se incrementó de un promedio de Bs3.311 MM a Bs4.776 MM; en ME de Bs1.475 MM a Bs1.595 MM.

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 el primer semestre, los créditos de este tipo en MN ascendieron a Bs1,1 MM. En el segundo semestre, el monto de estas operaciones fue menor (Bs74.000), correspondiendo también a solicitudes de entidades no bancarias.

Capítulo 2

Los créditos de liquidez con garantía al Fondo RAL en ME se debieron principalmente a la necesidad eventual de liquidez de entidades financieras para cubrir el requerimiento de encaje adicional.

2.2.2. TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS

En los primeros meses del año, el elevado nivel de liquidez permitió importantes reducciones en las tasas de adjudicación; durante el segundo semestre se caracterizaron por mantenerse bajas y estables.

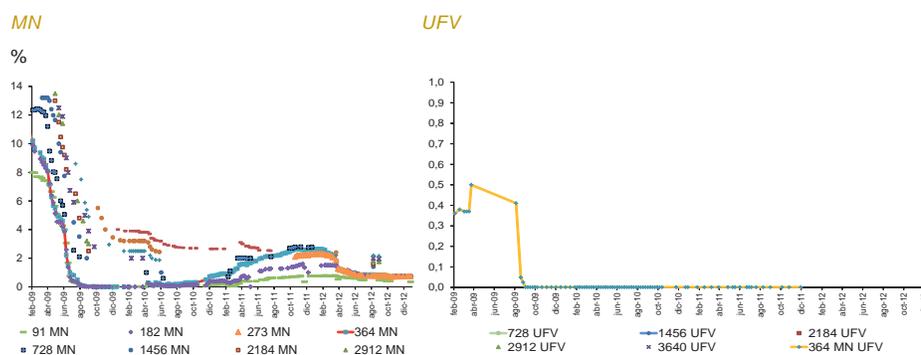
Las tasas de rendimiento de los valores de financiamiento fiscal mostraron un leve descenso.

Los créditos con garantía al Fondo RAL en ME son la fuente más importante de recursos de corto plazo que provee el BCB en esta moneda. El monto operado ascendió a \$us10,4 MM y respondió a la necesidad eventual de liquidez de entidades financieras para cubrir el descalce originado en los nuevos requerimientos de encaje adicional para depósitos en ME vigente a partir del 2 de abril de 2012.

En los primeros meses del año, el elevado nivel de liquidez permitió importantes reducciones en las tasas de adjudicación de títulos públicos. En el segundo semestre éstas se mantuvieron bajas y estables. Al finalizar el año las TEA de valores a 91, 182, 273 y 364 días se situaron en 0,35%, 0,74% y 0,75%, respectivamente. La reducción respecto al último dato de diciembre de 2011 fue de 187pb en el plazo de 364 días y de 41pb, 27pb y 155pb para valores a 91, 182 y 273 días plazo, respectivamente. Las tasas de adjudicación de valores indexados a la UFV se mantuvieron en 0,001% hasta la eliminación de su oferta en el mes de abril (Gráfico 2.24).

En el caso de los valores de financiamiento fiscal, el costo efectivo del refinanciamiento disminuyó debido a la reducción de 5pb en las tasas de rendimiento de valores a 8, 10 y 15 años.

GRÁFICO 2.24: TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS 2009-2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTAS: 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. TASA DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

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

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.

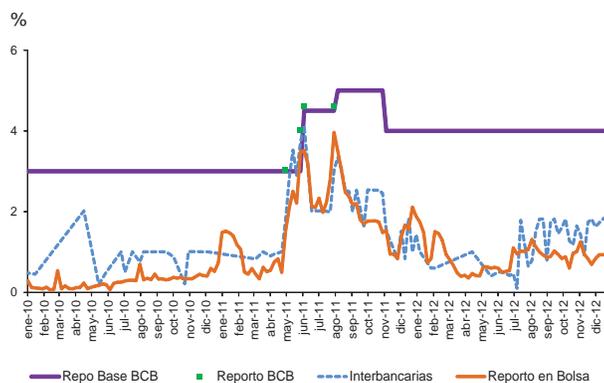
El BCB incluye en su definición de operaciones del mercado monetario las operaciones interbancarias y de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) con plazos hasta 30 días y 45 días, respectivamente. Incorpora también las operaciones de reporto en el BCB.

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%, manteniéndose inalterada en comparación con diciembre de 2011. Dado el comportamiento de la liquidez en el mercado monetario, no hubieron presiones para modificarla (Gráfico 2.25).

La TEA del mercado interbancario cerró la gestión en 2,02%, cifra que representa un incremento de 59pb, respecto a la de cierre de 2011. Por otro lado, la tasa de reporto de la BBV terminó el año en 1,02%, que implica una variación interanual negativa de 86pb. Cabe destacar que los movimientos en las tasas respondieron a las necesidades estacionales de liquidez para el pago de impuestos.

Capítulo 2

GRÁFICO 2.25: PROMEDIO PONDERADO DE LA TASA EFECTIVA ANUALIZADA EN OPERACIONES MENORES A 30 DIAS EN MN 2010-2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia

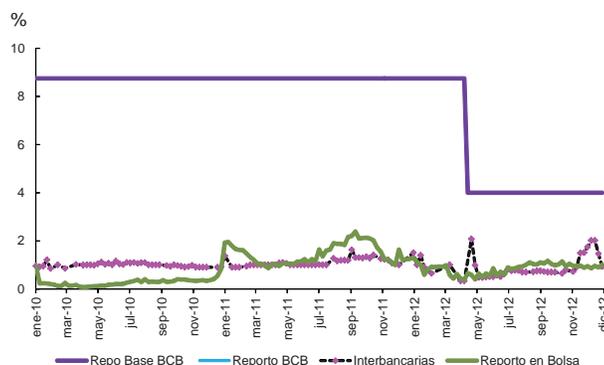
El BCB modificó la tasa de reporto en ME para permitir a las entidades financieras obtener liquidez a un costo razonable.

En ME, las tasas de interés en el mercado interbancario y de reporto en la BBV mostraron leves descensos durante el año.

A partir de abril, el BCB redujo su tasa base de reporto en ME a 4% (475pb) a fin de que las entidades de intermediación financiera pudieran conseguir liquidez de corto plazo en ME de forma ágil y a un costo razonable. No obstante esta reducción, se mantuvo como techo de las operaciones debido al elevado nivel de liquidez existente en esta denominación.

En ME, la tasa de interés en el mercado interbancario concluyó el año en 0,93%, registrando una reducción de 58pb respecto a diciembre de 2011. La evolución de la tasa interbancaria se caracterizó por un incremento en la volatilidad como consecuencia de la ampliación de la Base de Encaje Adicional en ME en abril y diciembre. Adicionalmente, operaciones puntuales determinaron incrementos temporales de las tasas en diciembre. La tasa de reporto de la BBV en ME terminó el año en 1,02%, 29pb más baja que la del cierre de 2011 (Gráfico 2.26). Es necesario destacar que los montos operados en el mercado monetario en esta denominación han ido disminuyendo en los últimos años, en línea con la política de Bolivianización. Respecto a 2011, el volumen operado en el mercado fue menor en \$us186 MM.

GRÁFICO 2.26: PROMEDIO PONDERADO DE LA TASA EFECTIVA ANUALIZADA EN OPERACIONES MENORES A 30 DIAS EN ME 2010-2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.4. ENCAJE LEGAL

Se aprobaron modificaciones al Reglamento de Encaje Legal para regular la liquidez de la economía, precautelar la solvencia del sistema financiero, fomentar el crédito productivo y estimular el proceso de Bolivianización.

El encaje legal, que consiste en la retención por parte del Ente Emisor de un porcentaje de los depósitos que mantiene el público en las entidades financieras, es un instrumento utilizado por el BCB con fines prudenciales en materia financiera, pero también ha sido empleado para la regulación de la liquidez. Además, coadyuva a la consolidación del proceso de Bolivianización y al crecimiento del crédito, especialmente productivo.

Capítulo 2

En 2012, se acentuó la diferenciación del encaje legal por monedas ampliando la base del encaje adicional hasta 2016.

En 2012, el reglamento de Encaje Legal fue modificado en dos oportunidades con el objetivo de incentivar y profundizar el proceso de Bolivianización. El Encaje Legal en efectivo y títulos se mantuvo en 2% y 10% para MN y en 13,5% y 8% para ME. La modificación realizada el 10 de enero de 2012 (R.D. N° 07/2012) acentuó la diferenciación del Encaje Legal por monedas ampliando la base de los depósitos en ME y MVDOL sujeta a encaje adicional. Dicha base continuará siendo incrementada cada cuatro meses, de acuerdo al cronograma establecido hasta agosto de 2016. En esta fecha el encaje adicional se aplicará a la totalidad de depósitos en ME y MVDOL (Cuadro 2.10). De esta manera, los agentes internalizarán los costos de la dolarización y se generarán incentivos para que la población opte cada vez más por el ahorro en MN. La norma mantiene la compensación de una parte del encaje en MN en función a incrementos registrados en la cartera en MN al sector productivo, para el caso de Bancos y Fondos Financieros Privados (FFP); entretanto, las Mutuales y Cooperativas pueden realizar dicha compensación a partir de los incrementos observados en la cartera bruta total en MN. En ambos casos la deducción tiene lugar considerando los incrementos de cartera respecto al saldo registrado al 30 de septiembre de 2010. Con la introducción de esta modificación al encaje, en 2012 la Base del Encaje Adicional (BEA), que corresponde a la diferencia entre las obligaciones en ME y MVDOL sujetas a encaje adicional (OSEA-ME) y un porcentaje de las OSEA-ME de la fecha base, se incrementó en tres oportunidades: abril, agosto y diciembre. Además, esta modificación determina que los DPF en ME y MVDOL mayores a dos años, antes exentos, queden sujetos a este requerimiento. Por tanto, la base de depósitos sujetos a encaje adicional se amplió también por este concepto (Cuadro 2.11).

CUADRO 2.10: CRONOGRAMA DE AMPLIACIÓN DE LA BASE SUJETA A ENCAJE ADICIONAL 2012-2016

Periodo de Requerimiento		Porcentaje de las OSEA-ME de la Fecha Base
Fecha Inicio	Fecha Finalización	
05/03/2012	18/03/2012	100,0%
02/04/2012	15/04/2012	92,5%
06/08/2012	19/08/2012	85,0%
10/12/2012	23/12/2012	77,5%
04/03/2013	17/03/2013	70,0%
05/08/2013	18/08/2013	62,5%
09/12/2013	22/12/2013	55,0%
03/03/2014	16/03/2014	47,5%
04/08/2014	17/08/2014	40,0%
08/12/2014	21/12/2014	32,5%
13/04/2015	26/04/2015	25,0%
03/08/2015	16/08/2015	17,5%
07/12/2015	20/12/2015	10,0%
11/04/2016	24/04/2016	2,5%
01/08/2016	14/08/2016	0,0%

FUENTE: Banco Central de Bolivia

CUADRO 2.11: ENCAJE EN MN-UFV Y ME-MVDOL 2012

Depósitos	MONEDA NACIONAL Y UFV		MONEDA EXTRANJERA Y MVDOL			
	Encaje en Títulos	Encaje en Efectivo	Encaje en Títulos	Encaje en Efectivo	Encaje Adicional	
					Antes	Ahora
Vista	10	2	8	13,5	45	45
Caja de ahorros	10	2	8	13,5	45	45
DPF de 30 hasta 360 días	10	2	8	13,5	45	45
DPF > a 60 días hasta 360 días	10	2	8	13,5	45	45
DPF > a 360 días hasta 720 días	-	-	8	-	45	45
DPF > a 720 días	-	-	-	-	-	45

FUENTE: Banco Central de Bolivia

Capítulo 2

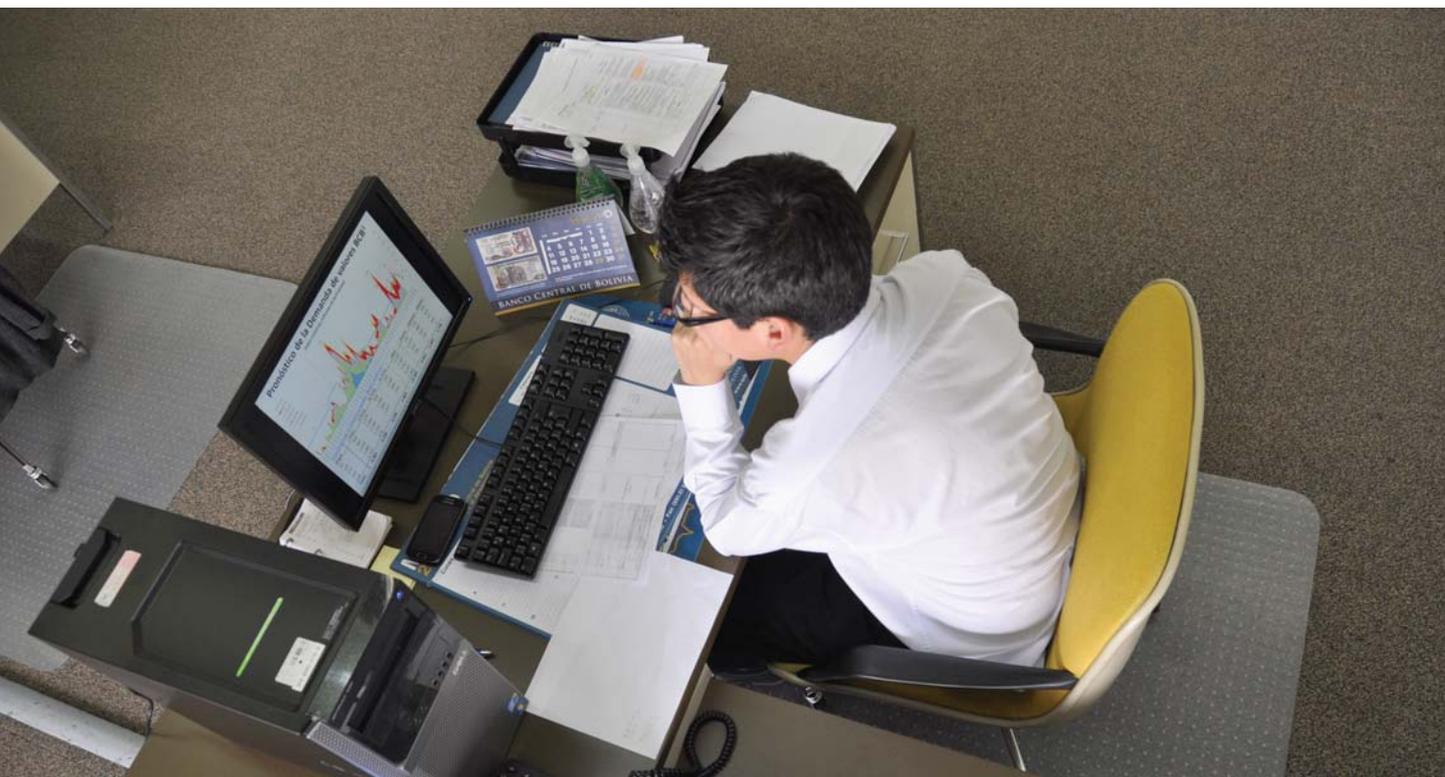
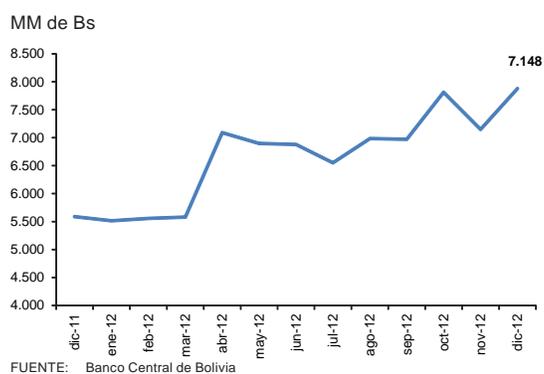
La segunda modificación realizada mediante R.D .Nº 042/2012 del 10 de abril de 2012, exceptúa de la prohibición de redención anticipada a los DPF en ME que sean convertidos a depósitos en MN.

En función a las disposiciones asumidas, en agosto de 2016 los depósitos en cuenta corriente, cajas de ahorro y DPF menores a 360 días denominados en ME y MVDOL estarán sujetos a una tasa de Encaje Legal de 66,5% (desglosados en 53% en títulos +13,5% en efectivo). Por su parte, los DPF entre 360 y 720 días constituirían 53% en títulos, mientras los DPF mayores a 720 días constituirían 45%.

En términos generales, producto de las medidas asumidas, el encaje legal requerido en títulos en ME tendió a incrementarse en la gestión 2012. Fue así que en el mes de abril se aumentó en Bs1.261 MM, en agosto en Bs579 MM y en diciembre en Bs680 MM (Gráfico 2.27). El incremento registrado a fines de octubre se explicó por una mayor compra de dólares estadounidenses por parte de Compañías de Seguro y Administradoras de Fondos de Pensiones para realizar inversiones en el exterior.

Producto de las medidas, el encaje requerido en ME se fue incrementando en 2012.

GRÁFICO 2.27: ENCAJE LEGAL REQUERIDO EN TÍTULOS PARA ME 2011-2012



3. POLÍTICA CAMBIARIA

3.1. ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN 2012

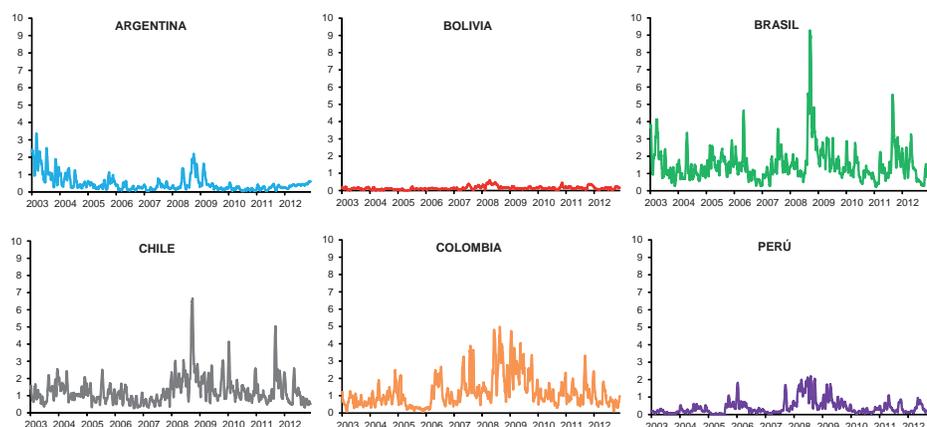
Durante 2012 el tipo de cambio no registró variaciones.

En línea con el régimen cambiario vigente, Bolivia registró menor volatilidad en comparación con las economías de la región.

El régimen cambiario vigente en Bolivia (*crawling-peg*), se caracteriza por movimientos graduales y no preanunciados del tipo de cambio. Sin embargo, durante 2012 la paridad frente al dólar estadounidense se mantuvo estable. La orientación de la política cambiaria respondió a un contexto externo caracterizado por reducidas presiones inflacionarias externas y cambios de tendencia en las paridades de nuestros principales socios comerciales. En ese sentido, la estabilidad cambiaria permitió anclar las expectativas del público y sostener el proceso de Bolivianización de la economía sin generar desalineamientos persistentes del tipo de cambio real con respecto a su tendencia de largo plazo, conforme con sus fundamentos.

En línea con la orientación de la política cambiaria, asociada con una baja integración del mercado de capitales de corto plazo con el resto del mundo y otras medidas preventivas (comisiones a la entrada y salida de divisas y los límites a las inversiones en el exterior); a diferencia de lo acontecido en varias economías de la región, en el caso boliviano no se advirtieron movimientos cambiarios abruptos. En efecto, el coeficiente de variabilidad del tipo de cambio⁵⁴ en Bolivia fue en promedio 0,1 en 2012, siendo el más bajo, seguido del de Perú y Argentina, (0,3 y 0,4 respectivamente); en tanto, Brasil (1,3), Chile (1,0) y Colombia (0,8) registraron mayores volatilidades en el año (Gráfico 2.28).

GRÁFICO 2.28: COEFICIENTE DE VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL 2003-2012



FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia
 NOTA: Para Bolivia se considera el tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero

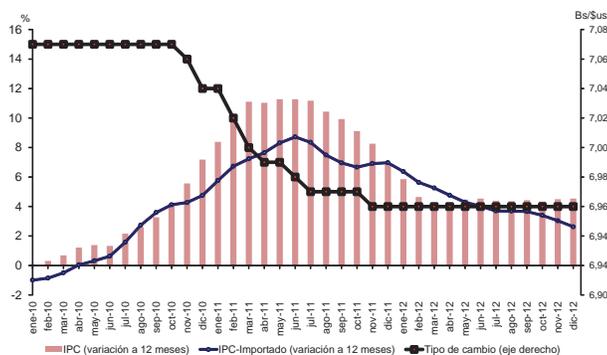
En línea con las menores presiones inflacionarias externas, la política cambiaria se mantuvo estable.

En virtud al descenso de los precios internacionales de *commodities* (incluidos alimentos), durante 2012 la inflación importada registró continuas disminuciones. En línea con los menores efectos de los precios externos sobre los internos, el tipo de cambio durante 2012 se mantuvo inalterado situándose en Bs6,96 por dólar estadounidense (Gráfico 2.29).

⁵⁴ Corresponde al tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero.

Capítulo 2

GRÁFICO 2.29: VARIACIÓN CAMBIARIA E INFLACIÓN 2010-2012



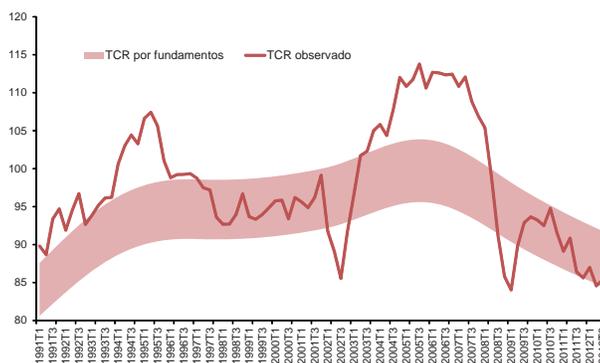
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística

El tipo de cambio real no registró desalineamientos persistentes con respecto a sus fundamentos.

Por otra parte, la orientación de la política permitió mantener un tipo de cambio real consistente con su tendencia de largo plazo. Las estimaciones muestran que, su dirección es concordante con la establecida por sus fundamentos (Gráfico 2.30).

GRÁFICO 2.30: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO Y DE EQUILIBRIO 1991-2012

Índice 2003=100



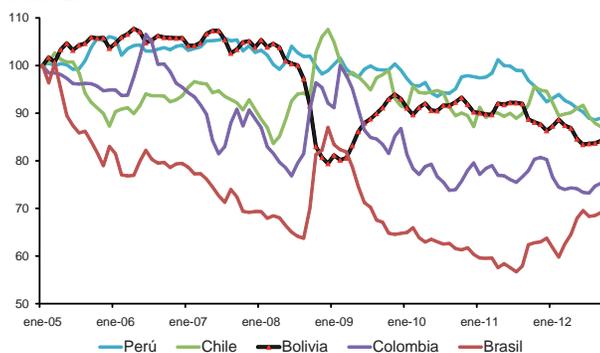
FUENTE: Banco Central de Bolivia

Datos de la CEPAL muestran que Bolivia se sitúa en un punto intermedio de apreciación real.

En línea con lo anterior, resultados del Índice de Tipo de Cambio Real calculado por la CEPAL para varios países de la región, muestran que Bolivia se sitúa en un punto intermedio, presentando el conjunto de países cierta tendencia a la apreciación real (Gráfico 2.31).

GRÁFICO 2.31: TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL 2005-2012

Índice 2005=100



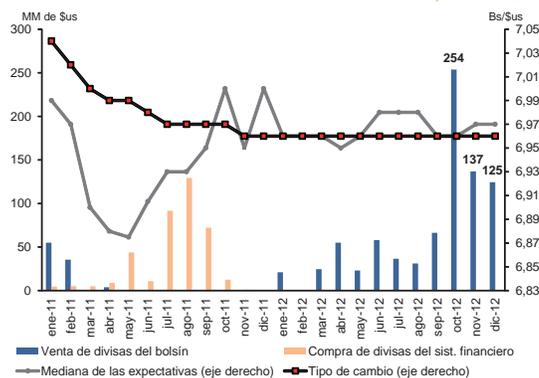
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe
NOTA: Cifras a octubre de 2012, preliminares desde enero de 2011

3.2. MERCADO CAMBIARIO, TRANSFERENCIAS Y EXPECTATIVAS

En 2012 el BCB fue vendedor neto de divisas al sistema financiero.

Durante la gestión 2012 el BCB fue vendedor neto de divisas al sistema financiero. Hasta septiembre los montos no fueron importantes; sin embargo, a partir de octubre las ventas se incrementaron significativamente. El incremento registrado en el mes de octubre obedece a la demanda de divisas por parte de algunas entidades nacionales para adquirir los bonos soberanos del gobierno boliviano emitidos en los mercados internacionales. Por su parte, en línea con la orientación de la política cambiaria y no obstante la mayor demanda mencionada, las expectativas de los agentes sobre el tipo de cambio se mantuvieron (Gráfico 2.32).

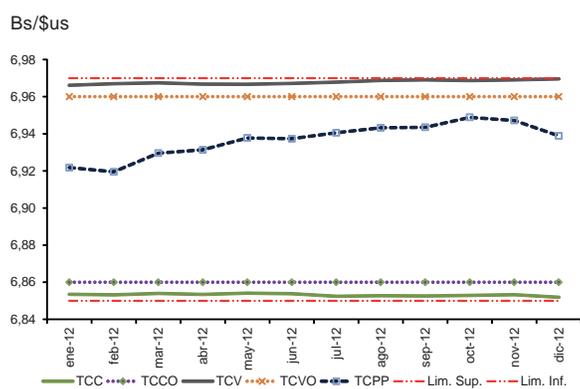
GRÁFICO 2.32: COMPRA Y VENTA DE DIVISAS, TIPO DE CAMBIO Y EXPECTATIVAS⁽¹⁾ 2011-2012



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

Durante 2012 las operaciones cambiarias del sistema financiero se realizaron dentro de los límites establecidos por la normativa (en lo concerniente a tipos de cambio máximos y mínimos), aunque muy cerca de los límites, particularmente en el caso de las operaciones estándar.⁵⁵ Desde agosto la brecha entre el tipo de cambio de compra (TCC) y el de venta (TCV) se amplió, probablemente como resultado del anuncio de la introducción del Impuesto a la Venta de Moneda Extranjera (IVME; Gráfico 2.33).

GRÁFICO 2.33: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y DE OPERACIONES ESTÁNDAR 2012



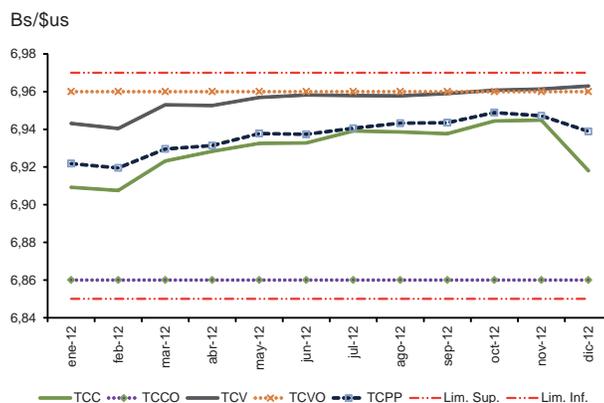
FUENTE: Banco Central de Bolivia

⁵⁵ Las operaciones cambiarias estándar son aquellas que realizan las entidades financieras en ventanillas y a través de cajeros automáticos. En tanto, las operaciones cambiarias preferenciales son las realizadas a precios diferenciados con clientes que tienen capacidad de negociación.

Capítulo 2

En las operaciones preferenciales el TCC también se apreció en el último trimestre; mientras que, al igual que en las operaciones estándar, el TCV se situó muy cerca del límite superior, superando incluso al Tipo de Cambio de Venta Oficial (TCVO). Es importante notar que frente a la introducción del IVME el diferencial entre ambos al final de 2012 fue mayor que el de principios de año, esto se dio principalmente a través de la caída del TCC, puesto que el TCV ya se encontraba muy cerca del límite superior. En este sentido, el tipo de cambio promedio ponderado (TCPP) del sistema presentó una tendencia hacia la baja desde octubre producto de la apreciación del TCC en ambas operaciones (Gráfico 2.34).

GRÁFICO 2.34: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y DE OPERACIONES PREFERENCIALES 2012



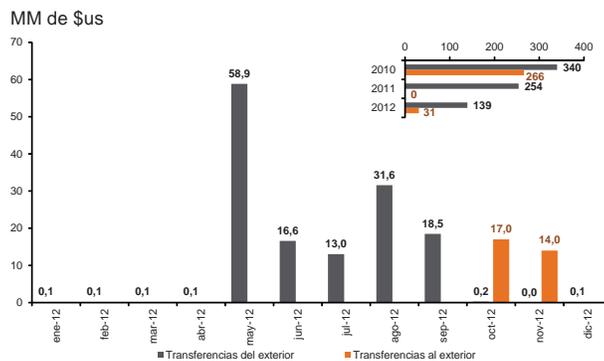
FUENTE: Banco Central de Bolivia

Además, debido a que la mayoría de Bancos, Mutuales y FFP mantienen una posición corta en ME, el BCB inició la venta de dólares al público al tipo de cambio oficial a través de sus ventanillas y mediante subasta, permitiéndoles el acceso al Bolsín. Próximamente, este mecanismo de venta en efectivo se realizará en todo el país a través del Banco Unión.

Durante gran parte del año se registraron transferencias del exterior, siendo mínimas las transferencias al exterior.

Por otro lado, las transferencias del sistema financiero provenientes del exterior se redujeron considerablemente con relación a la gestión anterior. Durante 2012 alcanzaron a \$us139 MM, situándose \$us115 MM por debajo de las de 2011 y \$us201 MM por debajo de las de 2010. Por su parte, las transferencias del sistema financiero al exterior alcanzaron a \$us31 MM, después de que en 2011 fueron nulas. El leve incremento de las transferencias al exterior registrado específicamente en los meses de octubre y noviembre respondería a la intención de las entidades nacionales de incrementar sus inversiones externas. (Gráfico 2.35)

GRÁFICO 2.35: TRANSFERENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO AL Y DEL EXTERIOR 2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Capítulo 2

4. MEDIDAS COMPLEMENTARIAS PARA CONTROLAR LA INFLACIÓN

Las políticas y medidas aplicadas por el Órgano Ejecutivo durante la gestión contribuyeron a lograr un nivel bajo y estable de la inflación.

Una contribución importante para alcanzar una inflación baja y estable durante la gestión 2012 fue la aplicación continua por parte del Órgano Ejecutivo de políticas y medidas orientadas al control de precios domésticos y al abastecimiento normal de los mercados nacionales (Cuadro 2.12).

CUADRO 2.12: NORMAS PARA EL CONTROL DE LA INFLACIÓN Y ABASTECIMIENTO DE BIENES

Normativa	Objeto	Fecha
DS N° 1120	Se aprueba la subvención a la producción y comercialización de productos agropecuarios y sus derivados a precio justo, política implementada a través de EMAPA.	11 de enero de 2012
DS N° 1142	Se autoriza a INSUMOS Bolivia la provisión de azúcar al sector panificador a nivel nacional, con el objetivo de mantener estable el precio del pan de batalla.	15 de febrero de 2012
DS N° 1163	Se autoriza la exportación de arroz, carne de res y maíz amarillo duro.	14 de marzo de 2012
Ley N° 232	Se aprueba la Ley FINPRO con el objetivo de financiar emprendimientos productivos del Estado, regulación que contempla la implementación de plantas de industrialización de alimentos.	9 de abril de 2012
DS N° 1223	Se suspende temporalmente la tramitación del certificado de exportación a precio justo para el girasol y sus derivados, y se amplía el cupo de exportación de maíz amarillo duro.	9 de mayo de 2012
Ley N° 300	Se aprueba la Ley Marco de la Madre Tierra y Desarrollo Integral para Vivir Bien que promueve la priorización del mercado interno con producción nacional, fomentando el comercio justo y solidario.	15 de octubre de 2012
DS N° 1385	Se amplía el capital del Servicio de Desarrollo de Empresas Públicas Productivas (SEDEM) para la empresa LACTEOSBOL con el objetivo de asegurar el aprovisionamiento interno.	17 de octubre de 2012
Ley N° 305	Se declara prioridad nacional la implementación de planes, programas y proyectos que busquen optimizar el uso racional y eficiente de la energía. La medida está destinada a disminuir o preservar los costos de las tarifas para la población en general.	6 de noviembre de 2012
Ley N° 307	Ley del Complejo Productivo de Caña de Azúcar busca regular las actividades del sector agrícola cañero industrial y agroindustrial, y la comercialización de productos derivados de caña de azúcar con el objetivo de precautelar la seguridad alimentaria nacional.	10 de noviembre de 2012
DS N° 1409	Establece que EASBA puede ofrecer servicios agrícolas a productores de caña de azúcar de la región de San Buenaventura. Por otra parte, se autoriza la siembra y producción de caña de azúcar para el abastecimiento de materia prima a esta empresa en en el Departamento de La Paz.	20 de noviembre de 2012
DS N° 1444	Se aprueba la subvención a la producción y comercialización de productos agropecuarios y sus derivados a precio justo, implementada a través de EMAPA para la gestión 2013.	19 de diciembre de 2012

FUENTE: Gaceta Oficial del E.P. de Bolivia

Algunas medidas buscaron regular los precios y la producción de diferentes artículos alimenticios en el mercado interno.

Entre las medidas más importantes que se emplearon en 2012 se pueden mencionar el D.S. N° 1120 que aprobó la subvención a la producción y comercialización de productos agropecuarios y sus derivados a precio justo, implementada a través de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), la Ley N° 232 del FINPRO, que si bien tiene el objetivo de financiar emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes, también contempla la implementación de plantas de industrialización de alimentos. Asimismo, la Ley N° 300 (Ley Marco de la Madre Tierra y Desarrollo Integral para Vivir Bien) prioriza el abastecimiento del mercado interno con productos nacionales.

Capítulo 2

Otras medidas buscaron apoyar a rubros específicos de la economía, principalmente, en los casos del azúcar y la leche, para mejorar la productividad de estos sectores.

La poca volatilidad en los precios de diferentes alimentos y el buen desempeño del sector productor agropecuario determinaron que el Gobierno de su visto bueno a la exportación de ciertos productos.

El Órgano Ejecutivo continuará aplicando políticas que busquen preservar la seguridad alimentaria en el país durante la gestión 2013.

Adicionalmente, se emplearon políticas enfocadas a mercados específicos, por ejemplo, la promulgación del D.S. N° 1142, que autorizó a INSUMOS Bolivia la provisión de azúcar al sector panificador con el objetivo de mantener estable el precio del pan de batalla. Posteriormente, se aprobó la Ley N° 307 del Complejo Productivo de Caña de Azúcar, que busca regular las actividades de este sector. También se aprobó el D.S. N° 1409 que permite a EASBA ofrecer servicios agrícolas a productores azucareros de esa región. En esta línea, se autorizó la siembra y producción de caña de azúcar para abastecer de materia prima a EASBA en una superficie de 48 mil hectáreas ubicadas en La Paz. Finalmente, con el D.S. N° 1385 se amplió el capital del Servicio de Desarrollo de Empresas Públicas Productivas (SEDEM) para la empresa LACTEOSBOL, con el objetivo que pueda asegurarse el aprovisionamiento de insumos.

El buen desempeño del sector agropecuario y el comportamiento moderado de los precios de alimentos, permitieron que parte de la producción se destine a mercados externos. Una vez que el Gobierno verificó que la oferta de algunos productos superaba la demanda interna y que se comercializaban a un precio justo en los mercados nacionales, aprobó la exportación de los excedentes de los mismos. A través de la promulgación de los D.S. N° 1163 (14 de marzo de 2012), D.S. N° 1223 (9 de mayo de 2012) y D.S. N° 1383 (17 de octubre de 2012) se permitió la venta al exterior de productos como carne de res, maíz amarillo, y arroz, entre otros.

Si bien, en la gestión 2012, la comercialización de diferentes productos alimenticios fue regular y a precios accesibles, es necesario continuar con políticas que busquen preservar e impulsar la seguridad alimentaria a nivel nacional. Es así que, el 19 de diciembre de 2012, con la aprobación del D.S. N° 1444, se dio continuidad para 2013 a la subvención y comercialización de productos agropecuarios y sus derivados a un precio justo a través de EMAPA; asimismo, se determinó la implementación y ejecución de mecanismos y acciones para incrementar la producción de alimentos a nivel nacional.



5. OTRAS MEDIDAS DEL BCB

5.1. POLÍTICAS DE INVERSIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Para atender la demanda de dólares en efectivo del sistema financiero y del público en general, el BCB mantuvo adecuados niveles en bóveda y continuó con la política de diversificación de las reservas internacionales, invirtiendo en monedas distintas al dólar estadounidense y en activos de mediano y largo plazo.

La estrategia de los portafolios del BCB fue la de incrementar ligeramente las inversiones en el sector bancario, en un contexto internacional de crisis que determinó bajas tasas de interés y disminución del riesgo crediticio bancario por los niveles excesivos de liquidez.

Seguidamente, se fusionaron los portafolios de liquidez y de depósitos.

En la gestión 2012, el BCB mantuvo niveles adecuados de dólares en efectivo en bóveda para atender la demanda del sistema financiero y del público en general. Además, continuó con la política de diversificación de las reservas internacionales y de alargamiento de plazos, efectuando inversiones en TIPS y en Renminbis.

La gestión de los portafolios del BCB se efectuó en un contexto internacional de crisis en la Zona Euro y problemas fiscales y de elecciones presidenciales en Estados Unidos que impulsaron la continuidad de las políticas monetarias expansivas generando un escenario de bajas tasas de interés y disminución del riesgo crediticio bancario por los niveles excesivos de liquidez; de esta manera, la estrategia de los portafolios del BCB fue la de incrementar ligeramente las inversiones en el sector bancario.

Durante la gestión, el portafolio de liquidez se incrementó en \$us1.168 MM pasando de \$us6.834 MM a \$us8.002 MM por la fusión de los portafolios de liquidez y de depósitos, principalmente.

La estrategia de inversión en el portafolio de liquidez, que representó al final de 2012 el 57,4% del total de las reservas, fue incrementar gradualmente la exposición al sector bancario con tasas de interés atractivas en un entorno de reducción de riesgo crediticio, habiéndose adicionalmente ampliado el plazo de vencimiento de las inversiones de 6 a 9 meses (Gráfico 2.36).

GRÁFICO 2.36: PORTAFOLIO DE LIQUIDEZ – ESTRUCTURA POR SECTOR 2011-2012



FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) Incluye el Portafolio de Depósitos

La inversión del portafolio global se basó con principios de diversificación. A partir de mayo, se incluyó en el portafolio global al Renminbi chino. Este portafolio disminuyó su exposición a títulos supranacionales del Banco Internacional de Pagos (BIS) e incrementó las inversiones en agencias del gobierno francés.

El portafolio global constituido en septiembre de 2011, inicialmente se encontraba compuesto por inversiones en dólares australianos (AUD, 37% del total en 2012) y dólares canadienses (CAD, 36% del total en 2012). En mayo de 2012, se incluyó el Renminbi chino (CNH, 27% del total en 2012).

El incremento en el valor del portafolio global en su conjunto fue resultado de los intereses obtenidos y de la apreciación cambiaria en relación al dólar estadounidense del dólar australiano, dólar canadiense y de la moneda china. En el portafolio global

Capítulo 2

se incrementaron las inversiones en agencias del gobierno francés⁵⁶ y la extensión de plazos.

En ese mismo portafolio, en la gestión, se iniciaron las inversiones en la moneda china Renmimbi, efectuando la primera compra el 23 de mayo por un valor de CNH316,3 MM equivalente a \$us50 MM y la segunda el 6 de julio por un valor de CNH1.269 MM equivalentes a \$us200 MM. Fueron realizadas en depósitos a plazo fijo en el sector bancario a plazos de 6 y 9 meses respectivamente.

Se mantuvieron inversiones en instrumentos de spread y emisiones de gobierno en el portafolio Euro.

Al cierre de 2012, el valor de mercado del portafolio euro fue de €UR1.146 MM equivalente a \$us1.511 MM (Cuadro 2.13). En este portafolio se mantuvieron inversiones en instrumentos de spread y emisiones de gobierno con tasas mayores a las del comparador referencial; a partir del tercer trimestre se efectuaron inversiones en instituciones bancarias por la importante reducción en las tasas de interés ofrecidas por gobiernos, agencias y supranacionales.

**CUADRO 2.13: RESERVAS INTERNACIONALES DISPONIBLES PARA INVERSIÓN
A VALOR DE MERCADO 2011-2012**

MM de \$us, %

	2011	2012	Estructura		Variación	
			2011	2012	Absoluta	Porcentual %
RESERVAS MONETARIAS	9.906	11.643	82,3	83,5	1.736,6	17,5
Capital de Trabajo	658	390	5,5	2,8	-267,5	-40,7
Billetes	454	345	3,8	2,5	-109,0	-24,0
Depósitos Vista y Overnight	204	45	1,7	0,3	-158,5	-77,8
Capital de Inversión	9.249	11.253	76,8	80,7	2.004,1	21,7
Portafolio de Depósitos ⁽¹⁾	1.861	0	15,5	0,0	-1.861,3	-100,0
Portafolio de Liquidez ⁽²⁾	4.972	8.002	41,3	57,4	3.029,5	60,9
Portafolio Global ⁽³⁾	683	974	5,7	7,0	290,7	42,5
Portafolio Euro	1.478	1.511	12,3	10,8	32,4	2,2
Portafolio TIPS	0	511	0,0	3,7	511,0	100,0
DEG's	253	255	2,1	1,8	1,8	0,7
RESERVAS EN ORO	2.129	2.295	17,7	16,5	166,5	7,8
Oro ⁽⁴⁾	2.129	2.295	17,7	16,5	166,5	7,8
TOTAL GENERAL ⁽⁵⁾	12.035	13.938	100	100	1.903,0	15,8

FUENTE: Banco Central de Bolivia

(1) Incluye certificados de depósitos, depósitos a plazo fijo y papeles comerciales

(2) A partir de enero de 2012 los portafolios de Liquidez y Depósitos se fusionaron

(3) Considera la inversión en dólares australianos, canadienses y renminbis

(4) No incluye monedas de oro

(5) La diferencia entre el total de reservas internacionales disponibles para inversión (\$us13.938 MM) con el total de Reservas Netas (\$us13.927 MM) se origina en el Tramo de Reserva con el FMI, variación de precios y Crédito Recíproco ALADI

En el proceso de diversificación de las reservas internacionales, se efectuaron inversiones en bonos del Tesoro de Estados Unidos protegidos contra la inflación.

La apertura del portafolio *TIPS* (bonos del tesoro de EE.UU indexados a la inflación) se inició el 2 de mayo de 2012 con un capital de \$us500 MM en el marco de profundización de la diversificación de las reservas internacionales. Hasta el cierre de la gestión, el valor de mercado del portafolio se incrementó en \$us11 MM principalmente por la disminución de las tasas de rendimiento de las notas del Tesoro de Estados Unidos en los tramos largos de la curva.

El Portafolio de Oro aumentó en valoración por las mejores cotizaciones en el mercado internacional.

Durante la gestión 2012 el *stock* físico del Portafolio de Oro se mantuvo sin variación (42,3 toneladas de oro). El valor de mercado del portafolio del oro se incrementó en \$us167 MM, pasando de \$us2.129 MM a \$us2.295 MM por el incremento en el precio del oro y los intereses generados. Las reservas de oro se invirtieron en el sector bancario, en 4 bancos y 2 países, 68% en Francia y el restante 32% en el Reino Unido.

Debido a que las tasas ofrecidas por bancos para depósitos de oro disminuyeron por el exceso de liquidez en el mercado y la menor percepción de riesgo de este sector, se efectuaron inversiones en el tramo entre 9 a 12 meses plazo. Las tasas promedio de oro para depósitos de 6 y 12 meses disminuyeron de 0,27% y 0,41% a 0,09% y 0,13%, respectivamente.

⁵⁶ En el caso de las inversiones en dólares australianos, las mismas ampliaron el plazo a 12 meses, de igual manera que las inversiones de dólares canadienses para beneficiarse del empujamiento de la curva.

5.1.1. INGRESOS Y RENDIMIENTOS OBTENIDOS EN LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS

El BCB obtuvo un rendimiento anual de 1,04% por la inversión de las reservas internacionales

Como resultado de las estrategias aplicadas a los Portafolios del BCB, en la gestión 2012 se obtuvieron ingresos de \$us134 MM por la inversión de las reservas internacionales, de los cuales \$us120 MM correspondieron a los ingresos generados por las reservas monetarias y \$us14 MM por las reservas de oro (Cuadro 2.14). Estos ingresos representan un rendimiento anual de 1,04% sobre el total de las reservas internacionales.

CUADRO 2.14: RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2012⁽¹⁾

MM de \$us

	Rendimiento (%)	Ingresos Obtenidos
I) Total Reservas Monetarias	1,1	120,3
i) Total Capital de Trabajo	0,2	0,5
ii) Total Capital de Inversión	1,2	119,8
Portafolio de Liquidez	1,0	75,4
Portafolio de Euro	0,6	9,1
Portafolio Global	2,8	24,3
Portafolio <i>TIPS</i>	2,2	11,0
II) Total Reservas en Oro	0,6	13,8
TOTAL GENERAL (I + II)	1,0	134,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) Los retornos no son anualizados y al igual que los ingresos no incluyen las variaciones cambiarias del oro, dólar canadiense, dólar australiano y yuan renminbi

Parte de estos rendimientos (Bs94,5 MM), fueron transferidos por el BCB al TGN para el Bono Juana Azurduy en atención al D.S. N° 1134.⁵⁷

El BCB obtuvo rendimientos en el capital de inversión, superiores a los de sus benchmarks.

Una práctica común en los mercados financieros internacionales, así como en los bancos centrales, y que el BCB adoptó desde 1996, es la evaluación de los resultados obtenidos en la inversión de las reservas mediante su contrastación con comparadores referenciales de mercado (*benchmarks*) para cada uno de los portafolios. Los resultados muestran que en el año 2012, los rendimientos obtenidos por el BCB en el Capital de Inversión fueron superiores a los de sus benchmarks en 46 puntos básicos, evidenciándose de esta manera una adecuada gestión en la inversión de las reservas internacionales. Los portafolios de liquidez, euro y global obtuvieron retornos mayores a los de sus benchmarks en 45, 48 y 77 puntos básicos respectivamente, mientras que el Portafolio *TIPS* generó un retorno menor a su *benchmark* en 10 puntos básicos (Cuadro 2.15).

CUADRO 2.15: RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES Y COMPARACIÓN CON LOS BENCHMARKS PERIODO ENERO - DICIEMBRE 2012

CUENTA	RENDIMIENTO BCB	RENDIMIENTO BENCHMARK ⁽¹⁾	DIFERENCIA EN PUNTOS BÁSICOS
CAPITAL DE INVERSIÓN	1,16%	0,70%	46
Portafolio de Liquidez	1,04%	0,59%	45
Portafolio de Euro	0,62%	0,14%	48
Portafolio Global ⁽²⁾	2,78%	2,00%	77
Portafolio <i>TIPS</i> ⁽³⁾	2,20%	2,30%	-10

FUENTE: Banco Central de Bolivia
(1) Los Comparadores Referenciales son: Para el portafolio de liquidez la tasa LIBID a 6 meses promedio en dólares estadounidenses, para el portafolio euro el índice *Merrill Lynch* Letras del Tesoro Francés hasta 1 año (G0FB), para el portafolio global 50% Fixbis a 6 meses en AUD y 50% Fixbis a 6 meses en CAD y para el portafolio *TIPS* el índice *Barclays Capital US Government Inflation-Linked Bond Index* de 1-10 años
(2) Los retornos no son anualizados y al igual que los ingresos no incluyen las variaciones cambiarias del dólar canadiense, dólar australiano y yuan renminbi
(3) El portafolio *TIPS* se inició el 2 de mayo de 2012

⁵⁷ D.S. N° 1134 de 8 de febrero de 2012 que reglamenta la aplicación de la Ley N°211 (PGE 2012) de 23 de diciembre de 2011.

5.2. CRÉDITOS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

5.2.1. CRÉDITO AL TESORO GENERAL DE LA NACIÓN

En 2012 no se hicieron desembolsos del crédito de emergencia. A fines de gestión el saldo neto adeudado por el crédito de emergencia fue de Bs2.268 MM.

El TGN no requirió créditos de liquidez durante 2012.

El BCB aprobó el reglamento específico para la concesión de un crédito al TGN para la construcción, implementación y administración del Teleférico La Paz - El Alto.

La Ley N° 317 aprobó la concesión por parte del BCB de un crédito al MEFP a través del TGN para la construcción del Sistema de Transporte Férreo en el tramo Montero – Bulu Bulu.

5.2.2. CRÉDITOS A YPFB Y A LAS EPNE

5.2.2.1. CRÉDITO A YPFB

El BCB desembolsó a YPFB durante 2012 un total de Bs2.691 MM.

En el marco de la Ley N° 1670 de 31 de octubre de 1995, el D.S. N° 29438 de 12 de febrero de 2008 y el D.S. N° 29453 de 22 de febrero de 2008, el Directorio del BCB mediante R.D. N° 024/2008 de 17 de marzo de 2008 aprobó un crédito de emergencia nacional al TGN para atender necesidades derivadas de los efectos hidrometeorológicos y climáticos adversos provocados por el “Fenómeno de La Niña”. Posteriormente, de acuerdo al D.S. N° 162 de 10 de junio de 2009 aprobó el cambio de denominación a bolivianos de este crédito mediante R.D. N° 064/2009 de 10 de junio de 2009. Durante 2012 no se realizaron desembolsos, el saldo del crédito disminuyó a Bs2.268 MM debido a una amortización por Bs87 MM.

Por otra parte, en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2012, se estableció créditos de liquidez para el TGN por un monto acumulado de hasta Bs2.800 MM. No obstante, debido a la buena situación fiscal no se hizo uso de este financiamiento en 2012.

La Asamblea Legislativa Plurinacional autorizó al MEFP, mediante Ley N° 261 del 15 de julio de 2012, contraer un crédito con el BCB por un monto de hasta Bs1.633 MM para la construcción, implementación y administración del sistema de transporte por cable (Teleférico) en las ciudades de La Paz y El Alto. Mediante R.D. N° 159/2012 del 28 de agosto de 2012 el Directorio del BCB aprobó el reglamento específico para la concesión de este crédito, modificado mediante R.D. N° 194/2012 de 20 de noviembre de 2012.

Mediante Ley N° 317 (PGE-2013), aprobada el 11 de diciembre de 2012, se autorizó al MEFP a través del TGN contraer un crédito con el BCB por un monto de hasta Bs1.044 MM para financiar la construcción del Sistema de Transporte Férreo en el tramo Montero -Bulu Bulu.

De acuerdo con lo dispuesto en el PGE-2009, el Directorio del BCB aprobó, mediante R.D. N° 104/2009 del 8 de septiembre de 2009, la concesión de un crédito extraordinario concesional en favor de YPFB por un monto de \$us1.000 MM, con el objeto exclusivo de financiar proyectos de inversión en el sector de hidrocarburos en el marco de la política de seguridad energética. Para este efecto, se exceptuó al BCB de la aplicación de los artículos 22 y 23 de la Ley N° 1670 del 31 de octubre de 1995. La denominación de este crédito fue convertida a bolivianos mediante Adenda SANO N° 236/2010 del 19 de agosto de 2010, en atención a la solicitud efectuada por YPFB en el marco de la CPE (Art. 326), convirtiéndose el monto contratado a Bs6.970 MM.

De estos recursos, mediante Ley N° 50 del 9 de octubre de 2010, se autorizó el destino de Bs2.091 MM en favor de la Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos (EBIH), quedando así, mediante Adenda SANO N° 393/2010, el crédito extraordinario otorgado a YPFB reducido a Bs4.879 MM. Sin embargo, la concesión del crédito

Capítulo 2

extraordinario a la EBIH quedó sin efecto según disposición derogatoria única de la Ley N° 169 del 9 de septiembre de 2011.

Del crédito firmado con YPFB por Bs4.879 MM, en 2012 se realizaron 16 desembolsos, sumando un total de Bs1.570 MM. Considerando los desembolsos efectuados en 2010 (Bs260 MM) y 2011 (Bs1.521 MM), el saldo por desembolsar al cierre de 2012 fue de Bs1.528 MM. El saldo de la deuda alcanzó a fines de 2012 a Bs3.351 MM no habiéndose registrado amortizaciones debido al periodo de gracia a capital de 5 años.

El PGE-2012 aprobó créditos del BCB a YPFB para apoyar la industrialización del gas.

En el PGE-2012 se comprometieron recursos adicionales en favor de YPFB por un total de Bs9.100 MM. En el marco de esta medida se aprobó, mediante R.D. N° 165/2012 y R.D. N° 166/2012 del 7 de septiembre de 2012, la otorgación de dos nuevos créditos extraordinarios para esta entidad, dirigidos a la ejecución de los proyectos: “Construcción Planta de Urea-Amoniaco Carrasco - Cochabamba” (Bs6.013 MM) y “Planta de Separación de Líquidos Gran Chaco - Tarija” (Bs1.160 MM). Durante el año, se realizó un único desembolso por Bs1.121 MM para el primero de estos proyectos, quedando un saldo por desembolsar de Bs4.892 MM. En lo que se refiere al segundo, quedó establecido que los desembolsos se inicien en 2013.

5.2.2.2. CRÉDITOS A LAS EPNE

En el presente año se firmaron con ENDE tres nuevos contratos por un valor de Bs2.182 MM.

La Ley N° 050 del 9 de octubre de 2010 dispuso un crédito extraordinario del BCB a favor de ENDE en condiciones concesionales de hasta Bs5.715 MM, con el objetivo de financiar proyectos de inversión productiva y/o realizar aportes de capital a sus empresas subsidiarias. No obstante, en el PGE-2011 se modificó este monto y se lo redujo a Bs4.879 MM. En el marco de estos recursos autorizados según leyes, el BCB aprobó durante el 2011 la firma de contratos por un total de Bs2.421 MM para cinco proyectos específicos: “Plan de Emergencia de Abastecimiento de Electricidad al SIN” por Bs157 MM (R.D. N° 041/2011 del 15 de abril de 2011, importe contratado modificado mediante R.D. N° 144/2011 del 8 de noviembre de 2011);⁵⁸ “Suministro de Energía Eléctrica al Centro Minero Huanuni” por Bs37 MM (R.D. N° 063/2011 del 20 de mayo de 2011); “Plan Inmediato de Adición de Potencia - Modalidad Aportes de Capital a la Empresa Subsidiaria Valle Hermoso S.A.” por Bs1.233 MM (R.D. N° 099/2011 del 16 de agosto de 2011); “Planta Termoeléctrica del Sur” por Bs764 MM (R.D. N° 103/2011 del 22 de agosto de 2011) y “Línea de Transmisión 230kV Chaco Tarija” por Bs230 MM (R.D. N° 165/2011 del 28 de diciembre de 2011).

En 2012, se desembolsaron para estos proyectos un total de Bs568 MM: Bs29 MM para el proyecto “Suministro de Energía Eléctrica al Centro Minero Huanuni”, Bs173 MM para el proyecto “Plan Inmediato de Adición de Potencia - Modalidad Aportes de Capital a la Empresa Subsidiaria Valle Hermoso S.A.”, Bs320 MM para el proyecto “Planta Termoeléctrica del Sur” y Bs46 MM para el proyecto “Línea de Transmisión 230kV Chaco Tarija”. Considerando los desembolsos realizados para estos cinco proyectos en la gestión anterior (Bs1.292 MM), del total contratado por Bs2.421 MM, se registró a fines de 2012 un saldo por desembolsar de Bs561 MM y un saldo de deuda de Bs1.860 MM en estos proyectos (Cuadro 2.16). Es importante señalar que el 14 de diciembre de 2012 se realizó el séptimo y último desembolso para el proyecto “Plan Inmediato de Adición de Potencia - Modalidad Aportes de Capital a la Empresa Subsidiaria Valle Hermoso S.A.” y el 21 de diciembre de 2012 el tercer y último desembolso para el proyecto “Suministro de Energía Eléctrica al Centro Minero Huanuni”.

⁵⁸ El monto original contratado por Bs1.227 MM fue modificado por Bs157 MM.

Capítulo 2

De acuerdo a la Ley N° 291 (Ley Modificatoria al PGE 2012) del 22 de septiembre de 2012 se comprometieron recursos adicionales en favor de ENDE por un total de Bs2.088 MM. Es así que, en el marco de esta medida y de lo dispuesto en el PGE-2012, que amplía la vigencia de los recursos por Bs4.879 MM, que no hubieran sido comprometidos hasta el 31 de diciembre de 2011; el BCB aprobó mediante R.D. N° 200/2012, R.D. N° 201/2012 y R.D. N° 202/2012 del 27 de noviembre de 2012, la solicitud de tres nuevos créditos extraordinarios para ENDE, destinados a los siguientes proyectos específicos: “Generación Termoeléctrica Warnes” (Bs1.044 MM), “Hidroeléctrico San José, Líneas de Transmisión y Subestaciones Asociadas” (Bs1.044 MM) y “Adición Cuarta Unidad Termoeléctrica del Sur” (Bs94 MM). Está previsto que los recursos para estos proyectos se empiecen a desembolsar durante 2013.

Hasta diciembre de 2012 se completaron los desembolsos para el proyecto “Implementación Planta Piloto de Baterías de Litio en Bolivia Fase III”, crédito firmado por un valor de Bs35 MM.

En el caso de COMIBOL, el PGE-2011 autorizó la otorgación de un crédito extraordinario concesional en favor de esta empresa por un total de Bs836 MM, con el objeto exclusivo de invertir en la producción e industrialización del litio. De acuerdo a esta disposición, el Directorio del BCB, aprobó mediante R.D. N° 052/2011 y R.D. N° 053/2011 del 13 de mayo de 2011 la solicitud de dos créditos para COMIBOL, uno destinado al proyecto “Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar de Uyuni FASE II” por Bs801 MM, y otro destinado al proyecto “Implementación Planta Piloto de Baterías de Litio en Bolivia Fase III” por Bs35 MM.

Para el proyecto “Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar de Uyuni FASE II” se desembolsaron en 2012 Bs428 MM. Sumando los desembolsos realizados en 2011 (Bs137 MM), el saldo de la deuda de este crédito a fines de 2012 fue de Bs566 MM y el monto por desembolsar fue de Bs236 MM. Para el proyecto “Implementación Planta Piloto de Baterías de Litio en Bolivia Fase III”, se desembolsaron en la presente gestión Bs11 MM. Considerando los desembolsos de la gestión 2011 (Bs25 MM), el saldo de la deuda de este crédito alcanzó a fines de 2012 a Bs35 MM; el 6 de diciembre de 2012 se realizó el tercer y último desembolso para este proyecto.

Es importante indicar que de acuerdo al PGE-2012 se comprometieron recursos adicionales en favor de COMIBOL, autorizando al BCB otorgar créditos extraordinarios de hasta Bs5.332 MM, con el objeto de que su Gerencia Nacional de Recursos Evaporíticos invierta en la producción e industrialización de carbonato de litio, cloruro de potasio, y otros productos de la cadena evaporítica. Hasta fines de 2012 no se recibieron solicitudes de nuevos créditos bajo los recursos ya comprometidos.

En este año se iniciaron los desembolsos a EASBA para financiar proyectos de inversión productiva.

En el caso de EASBA, la Ley N° 050 del 9 de octubre de 2010 autorizó al BCB otorgar a esta empresa un crédito extraordinario de hasta Bs1.255 MM en condiciones concesionales, con el objetivo de financiar proyectos de inversión productiva. En el marco de esta disposición, el BCB aprobó mediante R.D. N° 055/2011 del 17 de mayo de 2011 la solicitud de crédito de la empresa azucarera por el monto indicado. De este crédito firmado con EASBA, se desembolsaron en 2012 Bs1.052 MM, siendo el saldo por desembolsar a fines de 2012 de Bs203 MM.

Finalmente, en el marco de los recursos adicionales comprometidos a favor de EASBA en el PGE-2012, el Directorio del BCB aprobó mediante R.D. N° 218/2012 del 18 de diciembre de 2012 la firma de un nuevo contrato por Bs245 MM, quedando establecido que los desembolsos para este crédito se inicien en 2013.

Capítulo 2

CUADRO 2.16: CRÉDITOS DEL BCB A LAS EPNE – A DICIEMBRE 2012

MM de Bs

	Autorizado según Leyes ⁽¹⁾	Firmado con el BCB	Saldo de la Deuda 2011	Desembolsos 2012	Amortización 2012	Saldo de la Deuda 2012	Saldo por desembolsar
YPFB	13.979	12.052	1.781	2.691	0	4.473	7.580
ENDE	6.967	4.604	1.292	568	0	1.860	2.743
COMIBOL	6.168	836	162	439	0	601	236
EASBA	1.500	1.500	0	1.052	0	1.052	448
TOTAL	28.614	18.992	3.236	4.750	0	7.985	11.007

FUENTE: Banco Central de Bolivia

(1) Incluye los créditos comprometidos en la Ley del PGE-2012 y la Ley de Modificaciones al PGE-2012.

5.3. APOYO A POLÍTICAS FINANCIERAS

Reglamento de instrumentos electrónicos de pago.

Mediante R.D. N° 025/2012 de 23 de febrero de 2012 se modificó el plazo para que el BCB establezca los requerimientos de seguridad operativa para cada instrumento electrónico de pago autorizado hasta el 30 de abril de 2012.

Posteriormente, mediante R.D. N° 060/2012 de 22 de mayo de 2012, se especificó la atribución del BCB para determinar tarifas, comisiones y otros cargos máximos aplicables al uso de servicios e instrumentos de pago con el propósito de beneficiar al usuario de servicios financieros.

Reglamento para la transferencia de remesas internacionales.

Mediante R.D. N° 071/2012 de 19 de junio de 2012 se aprobó el reglamento para la Transferencia de Remesas Internacionales (TRI) tanto de ingreso como de salida del territorio nacional.

Posteriormente, mediante R.D. N° 154/2012 de 28 de agosto de 2012 se estableció que las empresas proveedoras de servicios de pago y las entidades de intermediación financiera que brinden el servicio de TRI deberán adecuarse a lo dispuesto en el Reglamento y obtener licencia de funcionamiento o autorización cumpliendo la reglamentación específica que emita la ASFI en el plazo que defina y comunique esta autoridad.

Reglamento de disposición de bienes recibidos por el apoyo financiero a procedimientos de venta forzosa, solución o liquidación de entidades de intermediación financiera, así como aquellos activos que se adjudique judicialmente o reciba en dación en pago de obligaciones emergentes de cartera de créditos cedida.

Mediante R.D. N° 183/2012 de 16 de octubre de 2012 se hicieron explícitas las condiciones para la disposición de la cartera de créditos y la forma de definir su precio base de remate. Este precio será definido por el Directorio del BCB, considerando un avalúo independiente, cuya antigüedad no sea mayor a 24 meses de la fecha de remate y sobre la base de un informe técnico emitido por la Gerencia de Entidades Financieras y aprobado por el Comité de Recuperación y Realización de Activos de Administración Directa.

Reglamento del cheque.

Mediante R.D. N° 188/2012 de 6 de noviembre de 2012 se normaron las condiciones de uso y aceptación del cheque como instrumento de pago, además se regularon los cheques especiales y los requisitos para su procesamiento por las Cámaras Electrónicas de Compensación (CEC) con el propósito de otorgar mayor seguridad operativa al instrumento de pago y puntualizar aspectos relacionados con las tareas del BCB como vigilante del sistema de pagos nacional.

Reglamento para operaciones de crédito agropecuario y crédito agropecuario debidamente garantizado.

Mediante Circular ASFI/119/2012 de 11 de abril de 2012 la ASFI aprobó la Resolución N° 117/2012 que incluye el reglamento para operaciones de crédito agropecuario y crédito agropecuario debidamente garantizado.

Posteriormente, mediante Circular ASFI/148/2012 de 26 de octubre de 2012, se aprobó la Resolución N° 558/2012 que amplía las siguientes garantías reales: hipotecaria y

Capítulo 2

prendería sujetas a registro o emitidas por Fondo de Garantía o Fondo de Inversión Cerrado. Igualmente, se modificó a un año el tiempo para acreditar la relación comercial entre el agente de retención de pagos y el productor agropecuario. Finalmente, también se modificó a un año el tiempo de experiencia en el almacenamiento de producto agropecuario y el tiempo para acreditar la relación comercial entre la empresa compradora y el productor agropecuario.

Reglamento para la constitución, funcionamiento, disolución y clausura de las proveedoras de servicio de pago móvil.

Mediante Circular ASFI/127/2012 de 26 de junio de 2012 se aprobó la Resolución N° 253/2012 que realiza algunas aclaraciones y modificaciones en plazos y operativa para la constitución, funcionamiento, disolución y clausura de las proveedoras de servicio de pago móvil, además precisa el monto máximo para operaciones de carga y efectivización de dinero electrónico y establece los mecanismos de control para garantizar la distribución y disponibilidad de dinero.

Reglamento para la intervención, disolución, liquidación, clausura y cierre de cooperativas de ahorro y crédito societarias sin licencia de funcionamiento.

Mediante Circular ASFI/141/2012 de 29 de agosto de 2012 se aprobó la Resolución N° 426/2012 que regula el proceso de intervención, disolución, liquidación, clausura y cierre de las Cooperativas de Ahorro y Crédito Societarias que no cuenten con licencia de funcionamiento emitida por la ASFI conforme lo dispuesto por el Artículo 4° de la Ley de Bancos y Entidades Financieras, la Ley N° 3892 y demás disposiciones reglamentarias. El Reglamento señala las formas de liquidación, establece el procedimiento para la disolución y liquidación voluntaria, dispone la intervención para iniciar el proceso de quiebra y regula la declaratoria de quiebra y cierre de las Cooperativas de Ahorro y Crédito Societarias sin licencia de funcionamiento.

Reglamento para la constitución, adecuación, funcionamiento, disolución y clausura de las Empresas Remesadoras.

Mediante Circular ASFI/150/2012 de 13 de noviembre de 2012 se aprobó la Resolución N° 597/2012 en la cual se establece un Reglamento que tiene por objeto normar el proceso de adecuación al ámbito de aplicación de la Ley de Bancos y Entidades Financieras, de las Empresas Remesadoras como Empresas de Servicios Auxiliares Financieros que se encuentran en marcha y la constitución de nuevas empresas, así como el funcionamiento, disolución y clausura de empresas que cuentan con licencia de funcionamiento. Asimismo, tiene por objeto establecer los requisitos que deben cumplir los bancos y fondos financieros privados para prestar los servicios de remesas.

Reglamento para la constitución, incorporación, funcionamiento, disolución y clausura de casas de cambio.

Mediante Circular ASFI/152/2012 de 23 de noviembre de 2012 se aprobó la Resolución N° 637/2012 que precisa que las casas de cambio con personalidad jurídica y unipersonales son Empresas Proveedoras de Servicios de Pago e incluye las definiciones de Empresa Remesadora, Empresa constituida en el extranjero y Proveedor de servicio de Remesas. También incorpora como operación permitida para la casa de cambio con personalidad jurídica el servicio de remesas familiares y establece que la compra venta de moneda constituye un servicio de pago.

5.4. POLÍTICAS 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 a través de los cuales las señales de la política monetaria son enviadas para incidir sobre el nivel de los precios y la actividad económica. Su infraestructura facilita transferencias de fondos oportunas, eficientes e irrevocables. En el marco de sus atribuciones constitucionales, el BCB regula el sistema de pagos y realiza la vigilancia del sistema, que incluye la emisión de normativa dirigida a promover una mayor utilización de instrumentos de pago y mayor acceso a servicios de pago, la inducción de cambios y la difusión.

Capítulo 2

En la gestión se amplió el alcance del Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV).

Los pagos de alto valor son aquellos que procesan un volumen menor de transacciones, pero cuyo valor individual o agregado es significativo y con carácter urgente. En este campo el BCB administra el SIPAV, sistema en el que participan entidades financieras, CEC y entidades de servicios de compensación y liquidación para llevar a cabo el procesamiento de órdenes de pago y otros mensajes de comunicación electrónica. El BCB promueve continuamente la incorporación de entidades financieras no bancarias a este sistema electrónico de pagos para facilitar las transferencias de fondos y la disponibilidad de dinero a los diferentes sectores de la economía. De esta manera, en la gestión 2012, el BCB realizó talleres en varias ciudades del país para incentivar la participación en el SIPAV de entidades financieras no bancarias y aprobó la incorporación de dos de ellas.

Promoción de servicios e instrumentos de pago.

En cuanto a los sistemas de pago de bajo valor, que son aquellos que procesan un gran número de transacciones de montos individualmente pequeños, el BCB propicia la expansión de servicios de pago de bajo valor a una mayor parte de la población y el uso de instrumentos de pago alternativos al efectivo a través de la emisión de normativa que brinde seguridad y eficiencia a los usuarios, actuando como un agente catalizador frente a nuevas tecnologías e iniciativas en este ámbito. En este sentido se emitieron el Reglamento para la Transferencia de Remesas Internacionales⁵⁹ y el nuevo Reglamento del Cheque, que complementan el marco regulatorio vigente para la provisión segura de servicios de pago.

Mediante circular externa de Gerencia General SGDB N° 016/2012 y de acuerdo con lo señalado en el artículo 15 del Reglamento de Instrumentos Electrónicos de Pago, se emitieron los requerimientos operativos mínimos de seguridad para órdenes electrónicas de transferencia de fondos, billetera móvil y tarjetas de pago, los que se constituyen en el marco de referencia normativo para la aplicación de estándares y buenas prácticas en los sistemas de pago que operan con estos instrumentos.

Por otro lado, con el propósito de precisar las atribuciones del BCB en materia de regulación se modificaron los Reglamentos de Servicios e Instrumentos Electrónicos de Pago, incluyendo el establecimiento de tarifas, comisiones y otros cargos máximos aplicables al uso de servicios e instrumentos de pago alternativos al efectivo para mejorar las condiciones de provisión de servicios para el usuario final.

Catalización de cambios.

Con el objetivo de incorporar al mercado el uso de la billetera móvil como instrumento de pago, se propició la coordinación interinstitucional para la socialización de la normativa aplicable. Se realizó un taller dirigido a representantes de la Cámara de Telecomunicaciones de Bolivia (CATELBO) con el propósito de informar e intercambiar criterios sobre la normativa emitida por el BCB y ASFI referida a servicios e instrumentos electrónicos de pago. Este espacio permitió realizar una descripción detallada de la normativa emitida y de los requerimientos para la constitución de Empresas Proveedoras de Servicios de Pago interesadas en la prestación del servicio de billetera móvil.

De igual manera, se realizaron talleres con empresas relacionadas al desarrollo de soluciones para la provisión de servicios e instrumentos electrónicos de pago con el propósito de generar un conocimiento cabal de la operativa, tecnología y otros detalles referidos a los productos y propiciar un espacio de discusión de estos temas que permita continuar con las tareas de apoyo en la expansión de nuevos servicios e instrumentos.

⁵⁹ Este Reglamento tiene por objeto regular las operaciones de transferencia internacional de remesas que ingresan o salen del territorio boliviano.

Capítulo 2

En el campo de la investigación se profundizó el estudio acerca del riesgo sistémico en el sistema de pagos.

Con la elaboración del documento “Analizando el riesgo sistémico en Bolivia – Una aplicación conjunta de modelos de simulación y de topología de redes en el funcionamiento del sistema de pagos de alto valor” se realizó un estudio de la red transaccional que se conformó como resultado de las operaciones entre entidades financieras procesadas por el SIPAV, el cual permitió ampliar las opciones para medir contagios financieros y el grado de exposición al riesgo sistémico para el caso boliviano. Esta metodología fue incorporada a la evaluación de riesgos y al conjunto de indicadores de alerta temprana que se utilizan para instrumentar las funciones de análisis y vigilancia del sistema de pagos.

5.5. POLÍTICAS COMPLEMENTARIAS

El límite máximo de las Inversiones en el extranjero de las Compañías de Seguros se redujo de 12% a 10%.

En el marco de la política monetaria y las perspectivas para 2012, se redujo el límite máximo de las inversiones en el extranjero para las Compañías de Seguro de 12% a 10% con relación al total de la inversión (R.D. N° 16/2012 de 7 de febrero de 2012), apoyando la orientación contracíclica de la política monetaria.

La distribución del material monetario apoyó el proceso de Bolivianización.

En la gestión 2012 se avanzó en una mejor distribución de billetes en MN acorde con el mayor uso del boliviano (R.D. N° 141/2012 de 17 de julio de 2012). La normativa determinó que los cajeros automáticos de las EIF que cuenten con dos o tres bandejas distribuyan billetes de cortes menores y hasta de cien bolivianos (dependiendo del número de bandejas). En tanto que las EIF que cuenten con cajeros de cuatro o más bandejas están obligadas a distribuir, en al menos 70% de éstas, billetes de diez, veinte, cincuenta y cien bolivianos. En el resto de cajeros, las EIF deben distribuir billetes en MN de los dos primeros cortes, y billetes de cincuenta o de cien bolivianos. Se debe considerar que esta medida no prohibió la distribución de ME mediante cajeros automáticos.

6. PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN Y LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2013

Al cierre de 2013 la inflación alcanzará una tasa en torno a 4,8%, convergiendo hacia su meta de mediano plazo a fines de 2014.

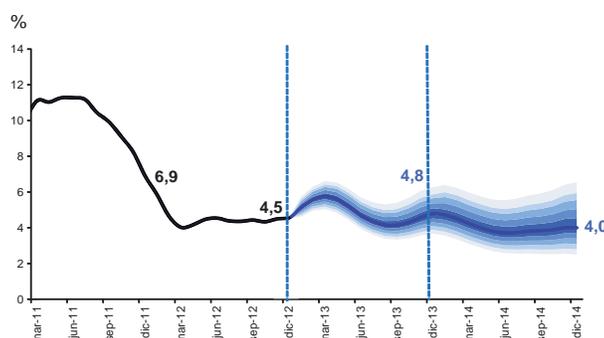
La proyección de inflación para 2013-2014 considera un contexto interno caracterizado por un buen desempeño de la economía y un contexto internacional favorable, en el que las principales economías iniciarían una nueva etapa de recuperación.

Las evaluaciones cuantitativas y cualitativas realizadas indican que, como escenario más probable, la inflación a finales de 2013 se posicionaría alrededor del 4,8%, en un rango entre 3,8% y 6,3%; mientras que en 2014 la inflación se situaría en torno a 4%, al interior de un intervalo entre 2,5% y 6,5% (Gráfico 2.37).

El IPM de enero de 2013 proyecta que la inflación interanual tenderá a incrementarse en el primer trimestre del año para luego descender gradualmente durante los próximos seis meses, esto seguido de un entorno de alzas moderadas en el último trimestre.

La proyección de inflación es consistente con un escenario de actividad económica interna en crecimiento, apuntalado en forma significativa por la inversión pública en rubros estratégicos. Destacan las perspectivas de crecimiento en el sector agropecuario que permitirá un adecuado abastecimiento de los mercados de alimentos. La proyección considera además un panorama económico mundial caracterizado por la recuperación gradual del crecimiento económico y bajas presiones inflacionarias.

GRÁFICO 2.37: INFLACIÓN A DOCE MESES OBSERVADA Y PROYECTADA⁽¹⁾ 2011-2014



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 (1) La línea negra denota la trayectoria observada de la inflación
 El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central
 La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%

Las políticas del BCB mantendrán su carácter contracíclico en línea con la coyuntura económica interna y externa.

Las políticas del BCB mantendrán su carácter contracíclico, en línea con la coyuntura económica interna y externa. Las políticas monetaria y cambiaria se orientarán a regular la liquidez de la economía y mitigar eventuales 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, constituyen el programa macroeconómico que es plasmado en el Programa Fiscal - Financiero anual elaborado en forma coordinada entre el MEFP y el BCB. Éste es un mecanismo formal de coordinación de las políticas económicas que se orienta a la promoción del crecimiento y desarrollo económico, preservando la estabilidad macroeconómica.

Para 2013, las metas trimestrales de este programa fueron incorporadas en la "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2013" de fecha 28 de enero de 2013, suscrito públicamente entre ambas entidades. Fueron establecidas metas máximas de déficit fiscal, de expansión del CIN total del BCB y de pérdida de RIN así como metas mínimas de contracción del financiamiento interno y del CIN al SPNF (Cuadro 2.17). Estas metas fueron determinadas a partir de las proyecciones económicas acordadas

Capítulo 2

entre el MEFP y el BCB. Junto a la proyección de 4,8% para la inflación, se estimó que el crecimiento alcanzaría a 5,5% y el déficit fiscal estaría alrededor de 3% del PIB.

CUADRO 2.17: METAS CUANTITATIVAS TRIMESTRALES DEL PROGRAMA FINANCIERO 2013⁽¹⁾

MM de Bs

	Metas Acordadas			
	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM
Variables Fiscales				
Superávit del Sector Público ⁽²⁾	-5.214	-5.011	-4.226	5.660
Financiamiento Interno al Sector Público	-5.710	-6.107	-6.708	-2.371
Variables Monetarias				
Crédito Interno Neto Total	2.301	2.233	3.626	8.710
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	-5.176	-4.633	-4.591	-498
Reservas Internacionales Netas del BCB (MM de \$us)	-521	-323	-429	-650

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 que contribuyan a Vivir Bien.

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 cumplir con el objetivo señalado en la CPE de mantener una inflación baja y estable. En este sentido, en 2013 será fundamental la coordinación de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria para que las metas trazadas 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.

Recuadro 2 INDICADORES DE INFLACIÓN EN LA ECONOMÍA BOLIVIANA

El IPC es uno de los indicadores más importantes al que realizan seguimiento los Bancos Centrales, obteniéndose a partir de su variación la tasa de inflación de las economías. En la medida que la inflación debe representar la variación promedio de precios de un país, los bienes y servicios que se incluyen en el IPC deben reflejar del modo más cercano posible el patrón de consumo de los hogares. Por tanto, una adecuada construcción del IPC demanda la realización de encuestas a una muestra representativa de familias, identificándose a partir de éstas una cesta de bienes y servicios consumidos por una familia “promedio”.

La importancia de actualizar periódicamente la cesta de bienes del IPC para minimizar los errores en la medición de la inflación resulta evidente ya que existen cambios frecuentes en el patrón de consumo a lo largo del tiempo, que se originan en la introducción de nuevos productos o la evolución de las condiciones socioeconómicas de los hogares, por ejemplo. En efecto, la teoría económica ha identificado diferentes sesgos que podrían reducir la precisión del cálculo de la inflación cuando el IPC no es oportunamente actualizado (sesgo de sustitución, sesgo de cambio de calidad y sesgo de nuevos productos, entre otros).

La última actualización del IPC en Bolivia se realizó en 2007, siendo actualmente la cesta empleada para el cálculo de la variación de precios. El anterior IPC tuvo como año base a 1991 y la actualización efectuada resultó relevante pues incorporó los diversos cambios producidos en el patrón de consumo de la población boliviana durante los 16 años precedentes.⁶⁰

Los cambios al IPC contemplaron la introducción de nuevos productos, y la eliminación de otros que tendieron a registrar un menor consumo por parte de los hogares bolivianos en los últimos años. Por un lado, como parte de estas modificaciones se incrementó el número de divisiones del IPC, al pasar de 9 capítulos en 1991 a 12 divisiones en 2007, ello con el objeto de estandarizar las estadísticas de precios y facilitar de esa manera las comparaciones a nivel internacional. Este ajuste también implicó en algunos casos la separación de un capítulo en dos o más divisiones,⁶¹ así como el cambio de las ponderaciones de las divisiones resultantes. Estas modificaciones se representan de modo esquemático (Cuadro 2.18).

CUADRO 2.18: DIVISIONES DEL IPC SEGÚN AÑO BASE 1991 Y 2007

Capítulos 1991	Ponderación (%)		Divisiones 2007
	1991	2007	
Alimentos y bebidas	49,1%	39,3%	Alimentos y bebidas no alcohólicas (27,4%) Bebidas alcohólicas y tabaco (0,9%) Restaurantes y hoteles (11,1%)
Vestidos y calzados	8,2%	6,3%	
Viviendas, servicios básicos y combustibles	9,8%	11,1%	
Equipamiento del hogar	6,7%	6,7%	Muebles, artículos y servicios domésticos
Salud	3,8%	2,5%	Salud
Transporte y comunicación	10,8%	16,0%	Transporte (12,5%) Comunicaciones (3,5%)
Educación	4,6%	4,7%	
Esparcimiento y cultura	3,3%	6,3%	Recreación y cultura
Bienes y servicios diversos	3,8%	7,1%	Bienes y servicios diversos
Total	100%	100%	Total

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

⁶⁰ La actualización es el resultado de un largo proceso iniciado en 2003 con la implementación de la Encuesta Continua de Hogares que proporcionó la información necesaria para la nueva canasta del IPC.

⁶¹ Como en el caso del Capítulo de Alimentos y Bebidas del IPC de 1991, que fue desagregado en tres divisiones en el IPC de 2007 (Alimentos y bebidas no alcohólicas, Bebidas alcohólicas y tabaco y Restaurantes y hoteles).

Capítulo 2

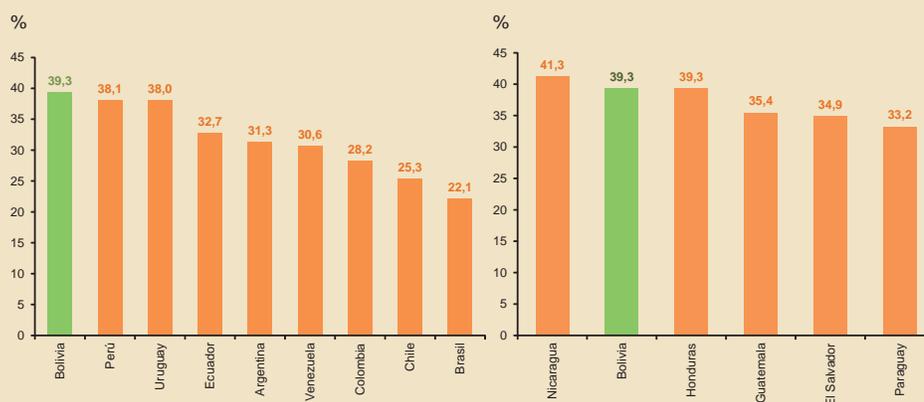
Uno de los principales cambios, fue la reducción de la ponderación del rubro de alimentos, que pasó de 49,1% en el IPC de 1991 a 39,3% en el IPC de 2007, consistente con el incremento de los ingresos por habitante en la economía boliviana, que se aceleró notablemente a partir de 2005.⁶² Esta modificación responde a un hecho estilizado, en el que ingresos crecientes en las economías suelen verse acompañados por una reducción de la participación de los alimentos en la estructura de gastos de las familias ante una diversificación de la variedad de bienes y servicios que éstas consumen.

En ocasiones, algunos analistas expresaron su preocupación en sentido de que la nueva ponderación podría resultar demasiado baja y no sería acorde a los niveles propios de países de ingresos bajos, donde la población destina entre 60% a 70% de sus recursos a la compra de alimentos y vestimenta. No obstante, al examinar con detenimiento evidencia estadística disponible, se advierte claramente que las ponderaciones de los alimentos del IPC en Bolivia, lejos de estar subvaloradas, son plenamente consistentes con el contexto regional. En efecto, si se consideran las ponderaciones de los alimentos en los IPC de los países de Sudamérica, se advierte que Bolivia tiene la ponderación más alta (Gráfico 2.38a). Además, dada la variabilidad de ingresos de los países más próximos y con el fin de obtener mayor precisión, puede compararse a Bolivia con aquellos países de América Latina con nivel de ingresos similares.⁶³ Al realizar esta comparación, nuevamente se observa que Bolivia cuenta con una de las ponderaciones más elevadas (Gráfico 2.38b).

GRÁFICO 2.38: PONDERACIONES DE LOS ALIMENTOS EN EL IPC 2012

a) Economías sudamericanas seleccionadas

b) Economías de América Latina con niveles de ingreso bajo-medio



FUENTE: Banco Mundial, Institutos de Estadística y Bancos Centrales de los países

Es así que la ponderación del rubro de alimentos en el IPC de Bolivia se encuentra en niveles acordes a los de países de la región y de similar ingreso promedio, señalando que la disminución de la ponderación de alimentos no es un fenómeno registrado únicamente en Bolivia, sino que fue observado en gran parte de los países que actualizaron sus IPC (hecho ligado a la reducción de pobreza extrema y el aumento del ingreso per cápita en la región).⁶⁴

Fuera de los aspectos mencionados, es oportuno puntualizar que el proceso de actualización del IPC trajo consigo importantes mejoras metodológicas y se llevó a cabo siguiendo estándares internacionales, conforme a las recomendaciones de la

⁶² A manera de ejemplo, entre 2005 y 2012 el PIB por habitante pasó de \$us1.010 a \$us2.374.

⁶³ Desde 2010, Bolivia está catalogado dentro del grupo de países con ingresos medio-bajos; es decir, aquellos que tienen un ingreso nacional bruto por habitante entre \$us976 y \$us3.855.

⁶⁴ Como ejemplo, la ponderación de los alimentos en Chile pasó de 27% en 1998 a 25% en 2008, Colombia de 49% en 1998 a 28% en 2008, Paraguay de 35% en 1998 a 25% en 2008, Perú de 47,5% en 2001 a 38,1% en 2009.

Capítulo 2

Organización Internacional del Trabajo, el Fondo Monetario Internacional, Institutos estadísticos de prestigio (Canadá y EE.UU.) y la CEPAL, entre otros.

Finalmente, al comparar el IPC de 2007 con los de anteriores años base, se advierte que el IPC actual consideró a un número mayor de hogares encuestados para su conformación, su cobertura geográfica se extendió a todas las ciudades capitales del país (incluido El Alto), tomó en cuenta a un mayor número de artículos (364) y tuvo una muestra más numerosa de establecimientos comerciales para la recopilación de precios (Cuadro 2.19). Estos aspectos, en su conjunto, permitieron obtener mayor representatividad en los datos recolectados y mayor confiabilidad en las cifras de inflación generadas, cualidad fundamental para una correcta gestión de política por parte de la Autoridad Monetaria.

CUADRO 2.19: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL IPC SEGÚN AÑO BASE 1991 Y 2007

	Fuente de Información	Cobertura Geográfica	Población de referencia	Número de artículos incluidos	Muestra de establecimientos
IPC Base 1991	Encuesta de Presupuestos Familiares	La Paz, Cochabamba, Santa Cruz y El Alto	6.093 hogares	332	8.458
IPC Base 2007	Encuesta Continua de Hogares (2003-2004)	Sucre, La Paz, Cochabamba, Oruro, Potosí, Tarija, Sta. Cruz, Trinidad, Cobija y El Alto	9.770 hogares	364	22.453

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Recuadro 3

INDICADOR SINTÉTICO DE LA POLÍTICA MONETARIA

La postura de la política monetaria puede ser definida por una serie de indicadores, uno de ellos es el Índice de Condiciones Monetarias (ICM). Este indicador resulta usualmente de la combinación lineal de las tasas de interés y del tipo de cambio;⁶⁵ sirviendo en algunos casos, incluso como meta operativa (Bancos Centrales de Canadá y Nueva Zelanda) o como regla de política monetaria. De esta forma, el ICM permite analizar la orientación de la política monetaria (pro-cíclica o contra-cíclica).

Un ICM es el resultado de un promedio ponderado entre los cambios porcentuales en la tasa de interés doméstica real y el tipo de cambio real, con relación a sus valores en un periodo base. En términos reales, un ICM para el periodo t puede especificarse de la siguiente manera:

$$ICM_t = A_R(r_t - r_b) + A_S(q_t - q_b)$$

Donde r_t es la tasa de interés real de corto plazo, q_t es el logaritmo del tipo de cambio real (de tal forma que un incremento en q_t representa una depreciación de la moneda), mientras que r_b y q_b representan los valores de dichas variables en el periodo base. A_R y A_S son los ponderadores del ICM, que resultan, por lo general, de estudios empíricos que estiman las contribuciones de estas dos variables al objetivo de la política monetaria. Usualmente, un ICM con las características de la ecuación funcionará como un “indicador líder” de posición y dirección de la política monetaria, ya que los cambios actuales en la tasa de interés y tipo de cambio no tendrían un efecto inmediato sobre la producción y la inflación (Batini y Turnbull, 2000).

En el caso boliviano, las políticas monetaria y cambiaria afectan a la actividad económica y a la inflación a través de canales distintos a los de otras economías. Es por esto que la instrumentación de la política monetaria evolucionó hacia el uso de instrumentos indirectos como las OMA, créditos de liquidez, operaciones de repo y reformas de encaje legal, entre otros. Con relación a los mecanismos de transmisión hacia los precios, las principales variables identificadas son la emisión monetaria y la depreciación de la moneda nacional (Orellana et al, 2000; y Cernadas y Fernández, 2010).

Antes de 2005, una importante restricción al espacio de la política monetaria en Bolivia eran los elevados niveles de dolarización y deuda pública interna y externa, lo que generaba dominancias exógenas a la política económica, por ejemplo, vulnerabilidad del Sistema Financiero y bajos niveles de RIN. Gracias a las acciones de política ejecutadas por las autoridades económicas nacionales, se consolidó el proceso de recuperación de la soberanía monetaria y se afianzó la Bolivianización de la economía, permitiendo que los mecanismos de transmisión de política económica, en general, mejoren.

La elaboración de un ICM para la economía boliviana permite mostrar la orientación monetaria con relación al ciclo inflacionario y brecha del producto. Este índice combina la relación del saldo de OMA como proporción del agregado monetario M'3,⁶⁶ los desequilibrios de la emisión monetaria respecto a sus fundamentos y la depreciación

⁶⁵ La política monetaria, en países con tales características, tiende a funcionar a través de dos canales: tasas de interés y tipo de cambio.

⁶⁶ M'3 es uno de los agregados monetarios más amplios que incluye: circulante; depósitos vista en MN, ME, mantenimiento de valor (MVDOL) y unidad de fomento de vivienda (UFV); caja de ahorros en MN, ME, MVDOL y UFV; depósitos a plazo fijo en MN, ME, MVDOL y UFV; y otras obligaciones en MN, ME, MVDOL y UFV.

Capítulo 2

cambiaría, es decir, tipo de cambio y agregados monetarios (emisión y OMA), ambos ponderados por el grado de Bolivianización de la economía. Cabe destacar que Δ *Agregados monetarios*, es un promedio ponderado de las desviaciones de la emisión monetaria y la proporción OMA/M³ con respecto a sus fundamentos.

$$ICM_t = (1 - bol)(\Delta \text{ Tipo de cambio}) + (bol)(\Delta \text{ Agregados monetarios})$$

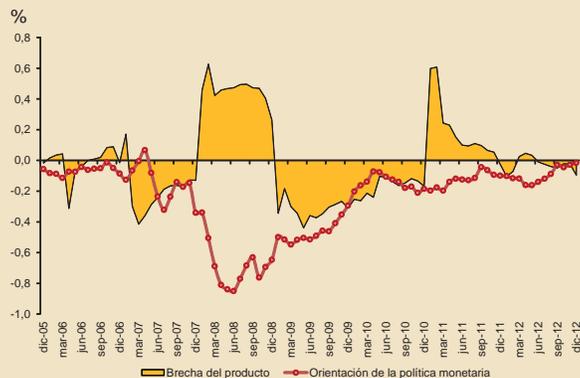
El cálculo del ICM para la economía boliviana muestra que la política monetaria respondió adecuadamente en el control de presiones inflacionarias y estuvo acorde con las oscilaciones de la brecha del producto. De acuerdo al ICM, las políticas aplicadas fueron contracíclicas: i) entre octubre de 2007 y mayo de 2008, la orientación fue más contractiva debido a fuertes presiones inflacionarias externas; ii) entre fines de 2008 y 2009 la política monetaria relajó su postura privilegiando el dinamismo de la actividad económica y iii) ante la presencia de nuevas presiones inflacionarias en 2010, el ICM muestra que la política monetaria cambió su postura hacia una más contractiva, volviendo a relajar su orientación en 2011 y 2012 ante las menores presiones inflacionarias (Gráfico 2.39). Asimismo, se puede apreciar que la postura de la política fue contracíclica a la brecha del producto. Ante brechas positivas del producto la política fue contractiva (fines de 2007 y 2008), tornándose expansiva ante brechas negativas (fines de 2008 y 2009; Gráfico 2.40).

GRÁFICO 2.39: ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS Y CICLO DE LA INFLACIÓN EN BOLIVIA 2005-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
El ciclo de inflación corresponde a la inflación menos su promedio

GRÁFICO 2.40: ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS Y BRECHA DEL PRODUCTO EN BOLIVIA 2005-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
La brecha del producto es la desviación de la producción nacional con relación a su nivel potencial. Éste a su vez, se calcula utilizando el filtro de Hodrick-Prescott a la serie desestacionalizada de la variación del Índice Global de la Actividad Económica (IGAE) que es una proxy del PIB

Capítulo 2

Es así que el ICM permite señalar que las políticas aplicadas por el BCB tuvieron una orientación contracíclica, actuando oportunamente para contener presiones inflacionarias y apuntalar la actividad económica.

El ICM muestra la orientación de la política monetaria sin analizar su efecto sobre las variables objetivo (inflación y producto). Para que las políticas tengan un efecto e impacto, se debe contar con un espacio monetario amplio.⁶⁷ Cabe señalar que a partir de 2006, gracias a los cambios estructurales experimentados por la economía boliviana, el espacio monetario se amplió de manera importante, lo que permitió al Órgano Ejecutivo y al BCB aumentar la efectividad de sus políticas para el control de la inflación y promoción del crecimiento económico a través de la oportuna inyección o contracción de recursos cuando estos fueron necesarios. Este escenario contrasta con el observado antes de 2006, donde la efectividad de las políticas era casi nula debido al restringido espacio monetario existente hasta ese entonces.

Referencias:

Batini Nicoletta and Turnbull Kenny. Monetary conditions indices for the UK: A survey. Discussion Papers 01, Monetary Policy Committee Unit, Bank of England, 2000.

Cernadas Luis F. y Fernández Vladimir. Asimetrías en los efectos de la política monetaria en Bolivia. Documento de Trabajo del Banco Central de Bolivia, 2010.

Céspedes Álvaro y Rodríguez Hugo. Construcción y aplicación del índice de condiciones Monetarias y el índice de condiciones financieras para Bolivia. Documento de Trabajo del Banco Central de Bolivia, 2011.

Corso Eduardo Ariel. Espacios Monetarios en América Latina: Un criterio para la selección de régimen. Centro de Estudios de Estado y Sociedad, 2007.

Gómez M. Wilman, González H. Jennifer y Mesa Callejas Ramón Javier. El índice de condiciones monetarias en Colombia y el perfil de la política monetaria reciente. Perfil de coyuntura económica, 2007.

Orellana Rocha Walter, Lora Rocha Oscar, Mendoza Patiño Raúl y Boyán Tellez Rafael. La política monetaria en Bolivia y sus mecanismos de transmisión. Revista de Análisis del BCB, 3(1):81-123, Junio 2000.

Perea Hugo y Chirinos Raymundo. El índice de condiciones monetarias y su estimación para el Perú. Banco Central de Reserva del Perú, 1998.

⁶⁷ Corso (2007) define al espacio monetario como la capacidad de la autoridad monetaria para realizar programas monetarios y cambios sin alterar la sustentabilidad de la política y/o condiciones de la estabilidad macroeconómica.

Recuadro 4

COMPETITIVIDAD GLOBAL DE LA ECONOMÍA BOLIVIANA

Durante mucho tiempo se vinculó estrechamente el comportamiento del tipo de cambio real con la competitividad de un país respecto al resto del mundo. Básicamente este enfoque se fundamentaba en que depreciaciones reales del tipo de cambio permitían a una economía ganar competitividad, en virtud a sus efectos positivos sobre las exportaciones y la balanza comercial. Sin embargo, a partir de la década de los noventa, la competitividad, como una condición para que un país tenga éxito en el comercio internacional (aumentando simultáneamente su nivel de vida), ha sido objeto de severas críticas. Una de las más conocidas es la de Krugman,⁶⁸ quien afirma que la obsesión por la competitividad no sólo es equivocada sino peligrosa, porque el crecimiento de un país depende de su productividad interna, la cual no depende exclusivamente de la competitividad o productividad relativas a otros países.

En ese sentido, la competitividad puede ser medida de distintas maneras, existiendo para ello varias metodologías. Una de las más conocidas es la desarrollada por el Foro Económico Mundial (FEM), entidad que presenta anualmente su Reporte de Competitividad Global (en septiembre de 2011 se presentó el correspondiente a 2012-2013). El último Reporte analiza la competitividad de 144 países, tomando en cuenta 110 indicadores agrupados en 12 categorías (pilares).

Cabe mencionar que entre los indicadores considerados en el cálculo del FEM no se considera al tipo de cambio real. Según Sala-i-Martin y Rogoff esto se debe a varios factores, siendo uno de ellos la difícil medición de ganancias o pérdidas de competitividad asociadas a los movimientos de esta variable.⁶⁹ Según una de las concepciones existentes, la competitividad del tipo de cambio real se asociaría con un tipo de cambio subvaluado que hace a los exportadores más “competitivos”, pues sus productos se abaratan en los mercados internacionales. Sin embargo, este enfoque no contempla el hecho que la depreciación de una moneda también implica un incremento en el costo de los bienes de capital e insumos importados y, por tanto, una pérdida de competitividad para los agentes productivos que los emplean. Según esta lógica, fácilmente podría argumentarse que una economía con un tipo de cambio subvaluado es menos y no más competitiva. En tal sentido, al existir efectos contrapuestos no es posible vincular claramente la ganancia o pérdida de competitividad externa con la apreciación o depreciación reales de una moneda.

En Bolivia, hasta 2005 la política cambiaria estaba enfocada en mantener el tipo de cambio real constante, objetivo que derivó en la continua depreciación de la moneda nacional. A partir de 2006 la política cambiaria se orientó a la revalorización de la moneda, orientación que contribuyó a mantener la inflación controlada en periodos en los que *shocks* externos (aumento de precios de *commodities*) afectaron a la economía, siendo importante también para impulsar el proceso de remonetización. Fue así que desde 2006 la moneda nacional se caracterizó por leves apreciaciones (de septiembre de 2005 a octubre de 2008 y de noviembre de 2010 a noviembre de 2011) y por periodos de estabilidad (de octubre de 2008 a octubre de 2010 y de noviembre de 2011 a la fecha).

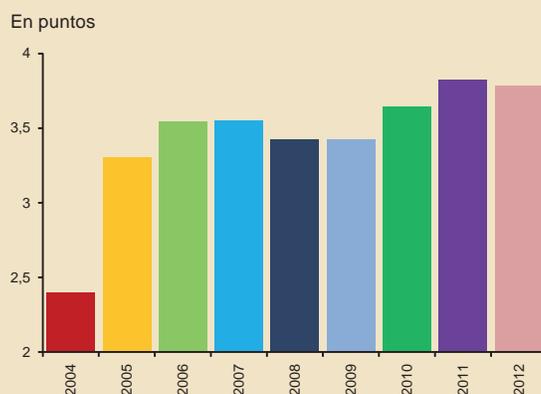
Contrariamente a la pérdida de competitividad que podría resultar de una continua apreciación de la moneda (según lo previsto en el marco de enfoques ortodoxos), Bolivia ascendió paulatinamente de posición en el ranking del FEM. En efecto, en el Reporte 2010-2011 ocupó el puesto 108 de 139; en el de 2011-2012 el 103 de 142; y en la edición de 2012-2013 alcanzó el puesto 104 de 144 países (Gráfico 2.41).

⁶⁸ Krugman, Paul (1994), *Competitiveness: A Dangerous Obsession*, *Foreign Affairs*, marzo/abril.

⁶⁹ *The Global Competitiveness Report 2007-2008, Box2: Why the real exchange rate has been removed from the GCI.*

Capítulo 2

GRÁFICO 2.41: BOLIVIA, ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL 2004-2012



FUENTE: Foro Económico Mundial, "Reporte de Competitividad Global".

Según lo señalado en el último Reporte, Bolivia se constituyó en una de las 17 economías que se encuentran en transición de la etapa 1 a la 2 (de 3 etapas). Es decir, de ser una economía conducida por factores, se encuentra en una fase de transición hacia una economía conducida por la eficiencia, de acuerdo a las categorizaciones elaboradas por el FEM. Uno de los factores que impulsó esta transición fue la mejora en el crecimiento del ingreso per cápita del país, un indicador de bienestar de toda la población y no así un precio como lo es el tipo de cambio real.

El Reporte, además de mostrar los resultados globales por país, permite conocer resultados de los 12 pilares que lo conforman. En tal sentido, el pilar en el que Bolivia muestra uno de los resultados más destacados es el de Ambiente Macroeconómico (puesto 49 de 144, con un puntaje de 5,02 sobre 7), situándose por encima de otros países de la región como Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

Más aún, considerando los nuevos desafíos en cuanto a la competitividad se refiere, en los dos últimos años y con apoyo de consultores internacionales, el FEM ha estado trabajando en un nuevo concepto: la competitividad sostenible, a fin de integrar las variables de sustentabilidad ambiental y social con el fin de obtener una mejor medición de la competitividad de un país. Lo anterior refleja una clara inclinación a considerar un espectro integral de variables que hacen a la competitividad, dejando de lado aquellos enfoques en los que el determinante se concentraba en un precio (como el tipo de cambio).

Referencias:

Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2004: panorama general y segunda parte: Informe de la Secretaría de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. Naciones Unidas, Nueva York, Ginebra, 2004.

Foro Económico Mundial. "Reporte de Competitividad Global" 2012-2013; 2011-2012; 2010-2011; 2009-2010; 2008-2009; 2007-2008; 2006-2007; 2005-2006; 2004-2005; 2003-2004.

Krugman Paul. Competitiveness: A Dangerous Obsession. Foreign Affairs, volume 73 No. 2. March-April 1994.

Moncayo Jiménez Edgar. Nuevos enfoques teóricos, evolución de las políticas regionales e impacto territorial de la globalización. Naciones Unidas, CEPAL, Serie de gestión pública 27, Santiago, Chile, 2002.

Capítulo 2

Krugman Paul, Obstfeld Maurice. International Economics: Theory and Policy, Addison-Wesley, 2000.

Rogoff Kenneth. The Global Competitiveness Report 2005-2006, Rethinking Exchange Rate Competitiveness, 2006.

Sánchez Ricardo, Desarrollo de Infraestructura y Crecimiento Económico: Revisión Conceptual. Naciones Unidas, CEPAL, 2003.