



OCTUBRE 2007

Reporte de Inflación

Banco Central de Bolivia





Índice

PRESENTACIÓN	5
RESUMEN	7
I. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	9
I.1 Inflación por capítulos	10
I.2 Inflación transable y no transable	11
I.3 Inflación por ciudades	11
II. FACTORES QUE EXPLICAN LA INFLACIÓN	13
II.1 Favorable contexto internacional	13
II.2 Apreciación de las monedas e inflación importada	15
a) Apreciación de las monedas	15
b) Inflación importada	15
II.3 Factores de demanda y oferta	16
a) Demanda interna y absorción	16
b) Factores de oferta	17
II.4 Expectativas	18
III. MEDIDAS DE POLÍTICA PARA CONTROLAR LA INFLACIÓN	21
III.1. Política monetaria.	21
a) Operaciones de mercado abierto	21
b) Encaje legal	23
III.2. Política cambiaria	23
a) Orientación de la política cambiaria	23
b) Competitividad cambiaria	24
III.3. Medidas adicionales	26
IV. CONSIDERACIONES FINALES	33

Presentación

De acuerdo a la Ley 1670, el objetivo principal del Banco Central de Bolivia (BCB) es “procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional”, que se interpreta como mantener una tasa de inflación baja y estable. Asimismo, el Plan Nacional de Desarrollo (PND) reconoce que uno de sus pilares es la estabilidad macroeconómica y señala que “el Gobierno mediante su política de precios se orientará a mantener la estabilidad de precios.”

Para cumplir con el mandato de la Ley y los lineamientos del PND, el BCB ha orientado sus políticas monetaria, cambiaria y de sistema de pagos para que la inflación sea baja y estable en el mediano plazo. Esta intención se ha manifestado especialmente a partir de los últimos meses de 2006, debido al repunte de los precios por factores ajenos a la política monetaria que ha generado una respuesta activa por parte del BCB.

Como una forma de informar a la sociedad y promover el adecuado control social, el BCB publica semestralmente a partir de 2006 el *Informe de Política Monetaria* (IPM), documento que explica la trayectoria de la inflación, sus causas y las políticas monetarias y cambiarias para el control de la misma.

Para reforzar la rendición de cuentas a la sociedad, el BCB se complace en presentar el primer número del *Reporte de Inflación*, que se publicará dos veces por año. El documento tiene la intención de informar a la

población sobre el comportamiento reciente de la inflación y las políticas del BCB. Es un informe más corto que el IPM, pero con similar contenido analítico.

El mensaje principal de este primer *Reporte* es que la inflación se está moderando gradualmente, en un contexto de alza de precios en la mayoría de los socios comerciales de Bolivia. Aunque algunos factores muestran persistencia, las políticas del BCB están orientadas a alcanzar tasas de inflación más bajas.

De esta forma, el BCB reitera su compromiso con la tarea encomendada por Ley y el PND; y señala su disposición para continuar utilizando los instrumentos a su alcance para que la inflación no afecte a la población, en especial a los sectores más pobres de la sociedad.

Este documento consta de cuatro secciones. La primera está destinada a describir el comportamiento de la inflación en la coyuntura actual. A continuación, se detallan los factores que explican la evolución de los precios, incluyendo los aspectos externos e internos. Luego se describen las medidas de política empleadas por el BCB para moderar las presiones inflacionarias. Finalmente, se presentan las consideraciones sobre el comportamiento futuro de la inflación.

El presente *Reporte de Inflación* fue aprobado en sesión ordinaria del Directorio del BCB en fecha 16 de octubre de 2007

Resumen

Al cierre del tercer trimestre de 2007, la inflación descendió y se situó en niveles moderados. La variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en septiembre fue de 0,19%, luego del inusual repunte de precios en los meses de julio y agosto (2,68% y 1,59%, respectivamente). Estos aumentos implicaron una variación acumulada del IPC de 8,33%, del cual 56% correspondió al tercer trimestre.

El análisis de la evolución de la inflación en el tercer trimestre sugiere un elevado componente transitorio en el incremento de los precios, explicado en buena medida por las expectativas de mayores aumentos en los precios y la especulación en los mercados. Además, en lo que va del año, la variación de los precios de sólo diez productos de la canasta básica, principalmente alimentos, explica el 67% de la inflación acumulada a septiembre, por lo que el aumento no es generalizado. Por ejemplo, sin incluir los alimentos de la canasta básica, la inflación se encontraría en torno a 4,5%.

El incremento de la inflación se explica principalmente por cuatro factores. El primero está relacionado con el favorable contexto internacional, plasmado en el importante aumento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) y que incrementó la masa monetaria, implicando presiones inflacionarias externas.

El segundo factor corresponde a la inflación importada, que fue crucial para explicar el aumento de la inflación interna. La depreciación mundial del dólar estadounidense, el aumento de los precios internacionales del trigo, productos lácteos y el aumento de la inflación internacional fueron claves para el incremento de los precios de la canasta familiar en el país.

De igual forma, el buen momento económico del país, reflejado en el dinamismo del consumo privado y la actividad industrial, fue determinante para el incremento de los precios por el lado de la demanda. En este sentido, el aumento del ingreso disponible contribuyó a presionar los precios hacia el alza. También

fue determinante el impacto del fenómeno de El Niño en la actividad agropecuaria que contrajo la oferta en relación a la demanda.

El último factor fue la percepción de aumentos futuros de precios por expectativas generadas a partir de declaraciones de algunos actores de la sociedad, lo que derivó en especulación en los mercados. Este fenómeno fue particularmente relevante en los meses de julio y agosto.

Frente al aumento de la inflación, el BCB está utilizando los instrumentos dentro de su competencia para moderar la subida de precios y posibilitar que la misma se ubique en los rangos deseados.

En el ámbito de la política monetaria, se están efectuando mayores Operaciones de Mercado Abierto (OMA), en un volumen que es casi cuatro veces superior al total colocado en 2006. Se ofrecieron títulos públicos a tasas relativamente más altas, especialmente en moneda nacional, con el fin de contraer el excedente de liquidez. Se realizaron colocaciones a plazos más largos, esto para mejorar el calendario de vencimientos de emisiones del BCB. Asimismo, se incrementó el encaje legal para los depósitos en moneda extranjera, como una forma de controlar la creación secundaria de dinero y, además, promover la remonetización del sistema financiero.

Otra señal clara del compromiso para controlar la inflación fue la apreciación de la moneda nacional, que tuvo un dinamismo acorde con los meses de mayor inflación y que ha tenido una pausa con el fin de que los agentes económicos puedan recomponer sus ahorros sin incurrir en mayores costos. La apreciación contribuyó a moderar el alza de la inflación importada y no generó pérdidas importantes de competitividad cambiaria.

Además de los anteriores instrumentos, el BCB utilizó medidas adicionales como la promoción de la Unidad

de Fomento de Vivienda (UFV), la venta directa de títulos públicos a personas naturales y jurídicas, el acceso a OMA de entidades no bancarias, la ampliación de límites de inversión en el exterior con recursos de los fondos de pensiones y la tarifa de 1% para transferencias del exterior. Por otro lado, el gobierno central también coadyuvó con medidas orientadas a paliar la especulación, especialmente en el ámbito de política comercial y de producción. Asimismo, se aprobó el

Decreto Supremo N° 29188 que permitirá viabilizar las operaciones de los Fondos de Pensiones señaladas.

La trayectoria decreciente de la inflación y las políticas activas del BCB permiten anticipar una moderación de las presiones inflacionarias en los siguientes meses, que además se basaría en la recuperación de la actividad productiva luego de los efectos negativos de los fenómenos climáticos.

I. Comportamiento reciente de la inflación

Al finalizar el tercer trimestre de 2007, la inflación mensual disminuyó y se ubicó en niveles concordantes con una expansión moderada de precios. En efecto, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en septiembre fue de 0,19%, que corresponde en términos desestacionalizados y anualizados a una inflación de 4,2%.

No obstante, considerando todo el tercer trimestre, la tasa de inflación acumulada experimentó un incremento de 4,67 puntos porcentuales (pp) con relación al dato de junio (3,66%), explicando el 56% del incremento acumulado de precios en 2007 (8,33%). En julio y agosto se registraron las tasas de inflación mensuales más elevadas del año (2,68% y 1,59% respectivamente), en buena medida por expectativas de mayores precios generadas a partir de declaraciones infundadas de algunos actores de la sociedad que derivaron en especulación en los mercados.

El incremento de precios tiene un alto componente no permanente que se irá corrigiendo en el tiempo. De hecho, en el mes de septiembre algunos precios experimentaron correcciones significativas, que se tradujeron en una reducción importante en la tasa de inflación de ese mes, siendo la más baja registrada en lo que va del año, sin considerar la deflación de abril (-0,26%).

De esta manera, la inflación a doce meses fue de 10,48% (Cuadro I.1). Asimismo, el indicador de inflación subyacente mostró un aumento importante en el tercer trimestre (3,75 pp) en comparación al dato de junio (4,86%), ubicándolo en 8,61%, producto de la fuerte volatilidad en los precios de los meses de julio y agosto (Gráfico I.1).¹

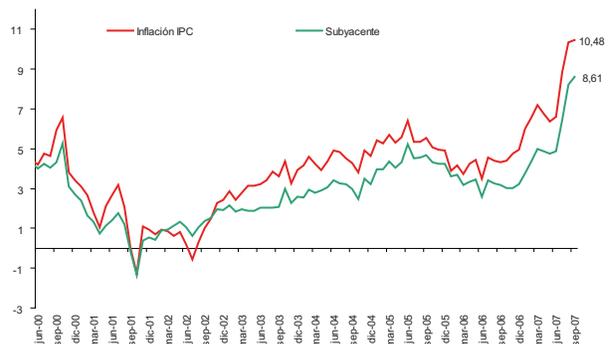
Se espera que la corrección de precios continúe como resultado del efecto de las políticas monetaria, cambiaria y de comunicación que ha estado realizando el BCB con el fin de moderar las expectativas. Este

CUADRO I.1: INFLACIÓN MENSUAL, ACUMULADA Y ANUAL, 2006 – 2007
(En porcentajes)

	MENSUAL		ACUMULADA		ANUAL	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
enero	0,40	1,43	0,40	1,43	3,91	6,02
febrero	0,31	0,83	0,72	2,28	4,18	6,57
marzo	-0,28	0,30	0,44	2,58	3,72	7,19
abril	0,14	-0,26	0,58	2,32	4,26	6,76
mayo	0,84	0,45	1,42	2,79	4,43	6,36
junio	0,62	0,85	2,05	3,66	3,49	6,59
julio	0,56	2,68	2,63	6,43	4,55	8,84
agosto	0,19	1,59	2,82	8,12	4,39	10,36
septiembre	0,08	0,19	2,90	8,33	4,31	10,48
octubre	0,47		3,38		4,41	
noviembre	0,75		4,16		4,74	
diciembre	0,75		4,95		4,95	

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: Instituto Nacional de Estadística

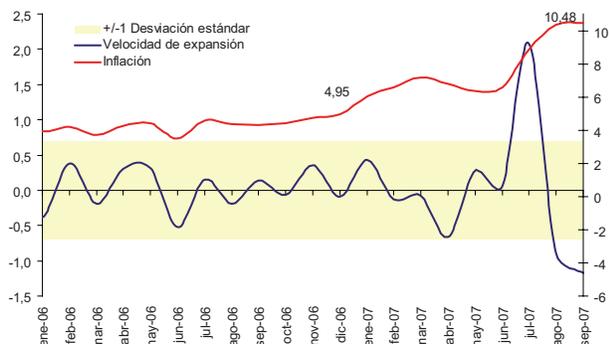
GRÁFICO I.1: INFLACIÓN E INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación porcentual a 12 meses)



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

¹ El indicador de inflación subyacente excluye los 5 productos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional.

GRÁFICO I.2: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DE LA INFLACIÓN
(En porcentajes)



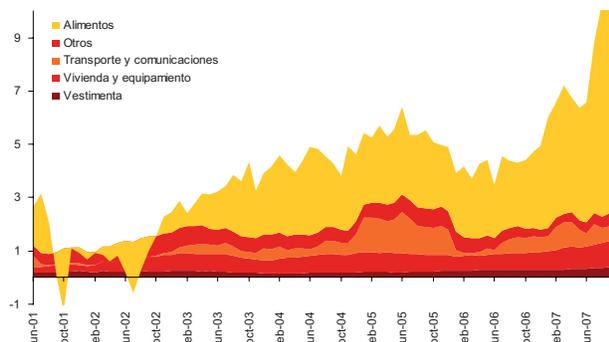
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: La velocidad de expansión de la inflación se calcula a través de la variación de la tasa de inflación mensual de las series desestacionalizadas.

aspecto puede verificarse al observar la velocidad de expansión de la inflación que presenta una fuerte aceleración en julio y una importante corrección en los meses de agosto y, en especial, septiembre (Gráfico I.2).

I.1 INFLACIÓN POR CAPÍTULO

La clasificación por capítulos muestra que el de alimentos y bebidas mantuvo la mayor incidencia en el comportamiento de la inflación, pues del 10,48% registrado a septiembre, 8,06pp corresponden a este grupo (Gráfico I.3). Sustrayendo los alimentos de la canasta básica se aprecia que la inflación del resto de capítulos se encuentra en torno a 4,5% (Gráfico I.4). Este resultado guarda consistencia con la importancia que tienen los alimentos y bebidas en la actual canasta (casi 50%) y la alta volatilidad de los precios en este capítulo con relación a los de otros capítulos.

GRÁFICO I.3: DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN A DOCE MESES:
CLASIFICACIÓN POR CAPÍTULO
(Incidencias, en porcentajes)

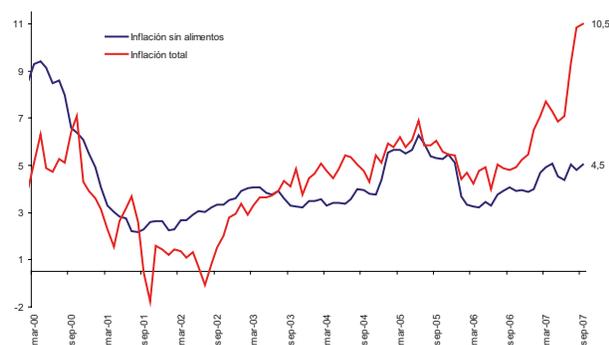


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En el capítulo de alimentos se observó un repunte de los precios del pan, la carne de res y pollo durante julio y agosto. El primer caso, se originó por las expectativas con relación al precio de la harina de trigo, que es el principal insumo del pan. En el caso de la carne, en especial la de res, su aumento obedeció a los efectos climáticos del fenómeno de El Niño y las heladas de mediados de año que repercutieron en la pérdida de un importante número de cabezas de ganado. Adicionalmente, las fuertes expectativas de inflación en estos meses generaron un alza en los precios de los bienes alimenticios, que se explica más por especulación que por escasez.

No obstante, en el mes de septiembre se observó una importante desaceleración en la tasa mensual de inflación, explicada por la corrección del precio del pan, la cebolla, lechuga, locoto y azúcar que refleja parcialmente la caída de las expectativas.

GRÁFICO I.4: INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN SIN ALIMENTOS
(En porcentajes)



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

Es importante destacar que la variación de los precios de sólo diez productos de la canasta básica explica el 67% de la inflación acumulada a septiembre (Gráfico I.5).²

Los capítulos de vestimenta, vivienda y equipamiento, transporte y comunicaciones, y otros aumentaron su incidencia, aunque en menor proporción que el de alimentos y bebidas, en línea con la noción de que la mayor parte de la variación de precios en 2007 se ha concentrado en artículos determinados y no corresponde a un aumento generalizado.

² La canasta de productos del IPC está compuesta por 332 artículos y el año base de cálculo es 1991.

1.2 INFLACIÓN TRANSABLE Y NO TRANSABLE

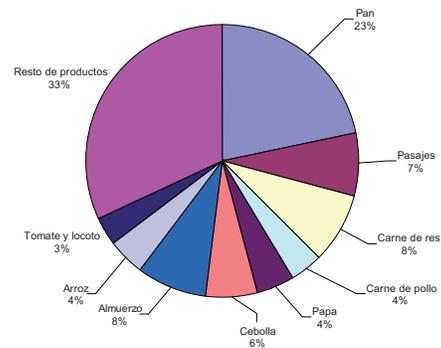
La inflación a doce meses en los bienes y servicios transables fue de 10,44%, levemente inferior a la inflación de no transables que alcanzó a 10,51% (Gráfico 1.6). El repunte en la inflación de algunos de nuestros socios comerciales (como es el caso de Argentina, Chile, Perú y Venezuela) y la depreciación del dólar estadounidense a nivel internacional han incrementado la inflación importada e influido en los precios de los productos transables.

En el caso de los bienes no transables, el incremento observado tiene su origen en las presiones que ejercieron los factores de oferta, demanda y expectativas sobre el nivel de precios, las cuales se estarían corrigiendo gradualmente. Además, es importante señalar que la clasificación no toma en cuenta que algunos bienes no transables tienen un fuerte componente transable, como es el caso del pan y su relación con el precio internacional del trigo.

1.3 INFLACIÓN POR CIUDADES

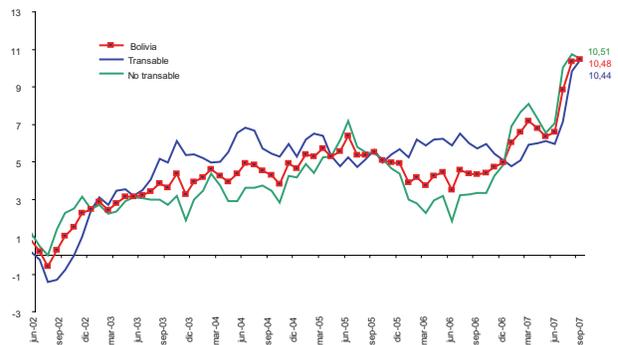
Con relación al comportamiento de la inflación por ciudades, a partir del mes de julio la ciudad de El Alto pasó a ser la más inflacionaria del país con una tasa a doce meses de 12,4% (Gráfico 1.7), aspecto que se explica por el fuerte peso que tienen los alimentos en la canasta básica en esta ciudad (62%).³ Por su parte, Cochabamba (11,7%) y Santa Cruz (10,8%) continúan con tasas mayores al promedio nacional (10,5%). Contrariamente, La Paz registró una tasa de inflación negativa en el mes de septiembre (-0,66%), hecho que la ubicó casi dos puntos por debajo del promedio nacional (8,9%).

GRÁFICO 1.5: DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN, ENERO – SEPTIEMBRE DE 2007 (Participación en porcentajes)



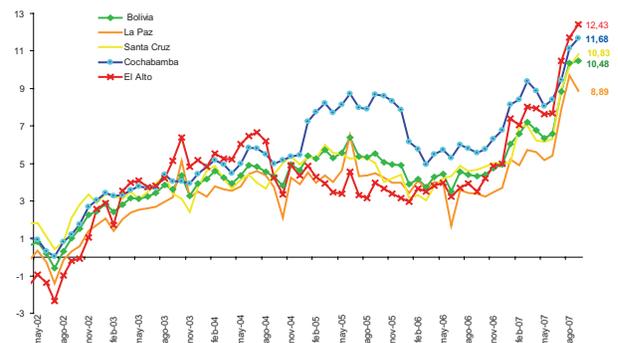
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.6: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD (Variación a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO 1.7: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN POR CIUDADES (Variación a doce meses, en porcentajes)



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

³ En el caso de La Paz la participación del capítulo de alimentos representa 50%. En cambio, en Cochabamba y Santa Cruz representa el 46%.

II. Factores que explican la inflación

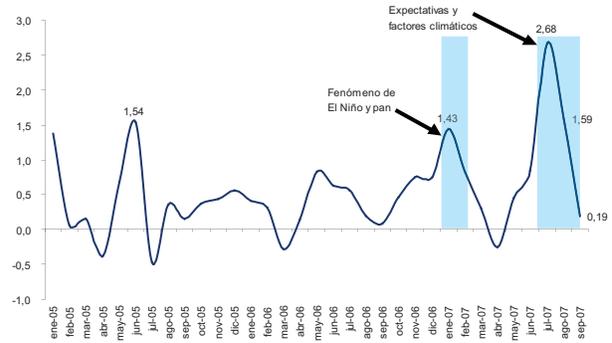
Tal como se señaló en el IPM de julio del presente año, el incremento de precios en 2007 se explica principalmente por factores no persistentes en el lado de la oferta, emergente de fenómenos naturales adversos (El Niño a principios de año y las heladas de mediados de año). Sin embargo, también se observaron presiones de demanda por el buen entorno económico interno e inflación importada, esta última resultado de la depreciación del dólar en el mundo y el incremento de los precios internacionales de granos, particularmente del trigo. En adición a estos factores, las expectativas tuvieron una elevada incidencia en el resultado de la inflación durante los dos primeros meses del tercer trimestre (Gráfico II.1).

II.1. FAVORABLE CONTEXTO INTERNACIONAL

Las principales presiones inflacionarias derivadas del entorno internacional se reflejaron en la elevada acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) y su efecto en la masa monetaria, que tuvo que ser contrarrestada por operaciones monetarias de contracción de la liquidez. En efecto, en los primeros tres trimestres de 2007 las RIN del BCB aumentaron en \$us1.565 millones, de manera que a fines de septiembre alcanzaron a \$us4.743 millones (Cuadro II.1). Si bien las reservas del sistema financiero disminuyeron, las reservas consolidadas (BCB más sistema financiero) totalizaron \$us5.582 millones en septiembre 2007.

Los incrementos en las RIN se explican principalmente por el crecimiento en el valor de las exportaciones y los mayores flujos recibidos de remesas familiares. Ambos resultados se deben al alto crecimiento mundial desde 2005, que también explica los niveles elevados de los precios de los *commodities* y energéticos. Conviene remarcar que la acumulación de RIN se ha dado por medio de la compra de divisas por el BCB para sostener el tipo de cambio y evitar perjuicios significativos al sector exportador

GRÁFICO II.1: INFLACIÓN MENSUAL
(Variación mensual del IPC, en porcentajes)



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

CUADRO II.1: RESERVAS INTERNACIONALES DEL SISTEMA FINANCIERO CONSOLIDADO, 2006-2007
(En millones de \$us)

	AL			VARIACIÓN	
	30/09/2006	31/12/2006	30/09/2007	Absoluta	%
I. CONSOLIDADAS (II+III)	3.652	4.078	5.582	1.504	37
Brutas	3.681	4.104	5.589	1.485	36
Obligaciones	29	27	7	-20	-73
II. NETAS BCB	2.885	3.178	4.743	1.565	49
Brutas	2.898	3.193	4.742	1.549	49
Obligaciones	13	15	-1	-16	-105
III. NETAS RESTO SISTEMA FINANCIERO (*)	767	900	839	-60	-7
Brutas	784	912	847	-65	-7
Obligaciones	17	12	8	-4	-34

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: (*) Comprende Bancos Comerciales y Entidades Financieras No Bancarias.

y por la bolivianización de la economía.

La acumulación de las reservas internacionales, en economías en desarrollo, por ingresos relacionados con el entorno externo ha sido importante. Esto sucedió pese a que el crecimiento de la economía mundial tendió a moderarse en el tercer trimestre del año como resultado del menor crecimiento esperado para los Estados Unidos y la Zona del Euro, debido a los efectos de la crisis del mercado hipotecario estadounidense de baja calidad o *subprime*. Al segundo trimestre de 2007 Estados Unidos creció a una tasa anual de 1,9%, debido al lento incremento del consumo privado, mientras que la Zona del Euro incrementó su producción en 2,5%, por la contracción de la inversión fija, particularmente del sector de construcciones. Por otro lado, las previsiones para China señalan que continuará con una expansión sostenida (Cuadro II.2).

CUADRO II.2: CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO DE PAÍSES SELECCIONADOS (En porcentajes)

	Tasa de crecimiento			Inflación				Variación del tipo de cambio			
	2006	2007		Variación a doce meses				Apreciación (-) ²			
	T2 a-a ¹	Anual	2008	dic-06	jun-07	ago-07	dic-07	Dic-06 / Dic-05	Jun-07 / Dic-06	Sep-07 / Jun-07	
EE.UU.	2,9	1,9	2,0	2,4	2,5	2,7	2,0	2,3	n.a.	n.a.	n.a.
Zona del Euro	2,9	2,5	2,6	2,2	1,9	1,9	1,7	2,0	-10,5	-2,5	-5,1
Japón	2,2	n.d.	2,3	2,1	0,3	-0,2	-0,2	0,4	1,2	3,6	-7,1
China	11,1	n.d.	11,3	10,6	2,8	4,4	6,5	3,6	-3,3	-2,4	-1,4
América Latina	5,3	n.d.	4,9	4,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.
Argentina	8,5	n.d.	7,6	5,4	9,8	8,8	8,7	10,6	1,4	0,6	2,0
Brasil	3,7	5,4	4,8	4,5	2,8	4,0	4,8	3,8	-8,2	-10,0	-4,6
Chile	4,0	6,1	5,9	5,2	2,6	3,2	5,8	3,2	3,7	-1,0	-2,8
Colombia	6,8	n.d.	6,4	5,3	4,5	6,0	5,2	4,2	-2,0	-13,0	4,3
Perú	8,0	7,6	7,2	6,4	1,1	1,6	2,8	2,0	-6,8	-0,9	-2,6
Venezuela	10,3	n.d.	8,2	4,5	17,0	19,4	15,9	22,5	0,0	0,0	0,0

FUENTES: BCB, INE, *Bloomberg*, páginas web de Bancos Centrales e Institutos de Estadística. Proyecciones: *Latin American Consensus Forecasts* (septiembre, 2007), *Foreign Exchange Consensus Forecasts* (septiembre, 2007) y *Latin American Monitor* (octubre, 2007)

NOTA: 1 Segundo trimestre, variación anual.
2 Respecto al dólar estadounidense
n.a. No aplicable
n.d. No disponible

Por su parte, América Latina muestra también una moderación de su crecimiento, aunque con comportamientos variados. Brasil y Chile prevén crecimientos mayores que en 2006, en el primer caso debido a las bajas tasas de interés; y, en el segundo, al auge del precio internacional del cobre. En cambio, se prevén moderaciones en el crecimiento de Perú, Argentina y Venezuela.

El efecto del entorno económico global sobre los precios internacionales es notorio. El mercado de productos agrícolas presentó un alza persistente de precios vinculada a la producción de energía (etanol), a los problemas de abastecimiento de petróleo y sus derivados y a la creciente demanda internacional de China. Los precios del petróleo y derivados también aumentaron; pero a futuro existe incertidumbre debido a que las presiones al alza provenientes de los conflictos geopolíticos se verían compensadas con la moderación del crecimiento económico de los Estados Unidos y el resto del mundo. Respecto a los minerales, los precios se mantienen en niveles elevados por el efecto del impulso proveniente del crecimiento de China y Europa. Durante los tres primeros trimestres de 2007, el precio del estaño acumuló un crecimiento de 34%, el del oro 17% y el de la plata 7%. Sin embargo, durante el mismo período el precio del zinc se ajustó a la baja en 28%.

Este contexto explica el crecimiento del valor de las exportaciones de Bolivia en 2007, donde la incidencia mayor corresponde al incremento de precios internacionales. Se estima que el índice promedio de

precios de exportaciones del periodo enero – septiembre 2007, se incrementó en 9% respecto a similar período en 2006.

II.2. APRECIACIÓN DE LAS MONEDAS E INFLACIÓN IMPORTADA

a) Apreciación de las monedas

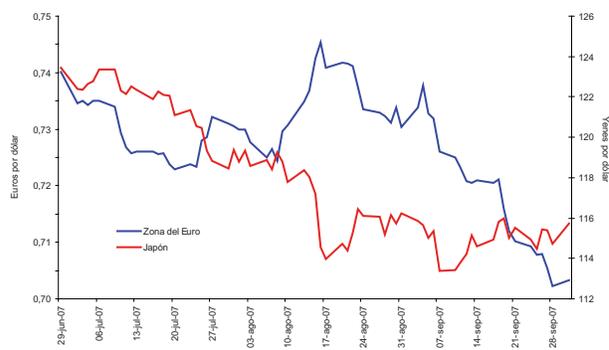
En lo que va del trimestre, y tal como ha ocurrido desde 2005, el dólar estadounidense continuó debilitándose respecto de las principales monedas, en especial el Euro y el Yen (Gráfico II.2). Esta continua caída se relaciona con el abultado déficit en cuenta corriente de Estados Unidos (\$us388 mil millones en el primer semestre del año, equivalentes al 5,7% del PIB), aspecto que requiere que su moneda pierda valor para retornar gradualmente al equilibrio comercial y de balanza de pagos.⁴

Por su parte, la mayoría de las monedas de los principales socios comerciales de Bolivia, en los cuales se observan altas tasas de interés locales, continuaron fortaleciéndose con relación al dólar estadounidense durante el tercer trimestre de 2007. En este contexto, la apreciación fue importante en Japón, la Zona del Euro y Brasil, en comparación a una moderada apreciación en el caso de Bolivia (Gráfico II.3).⁵ No obstante, el pausado movimiento del boliviano en comparación al de monedas de nuestros socios comerciales, habría implicado un aumento de la inflación importada.

b) Inflación importada

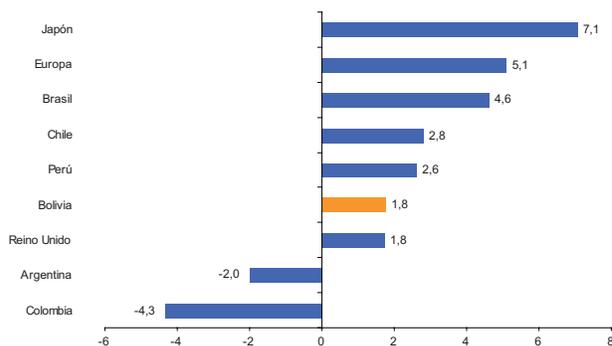
La inflación importada, que incluye los rubros de la canasta que provienen del exterior, se ha elevado sistemáticamente desde enero de 2007 pero con mayor fuerza a partir de junio. Esta evolución, se relaciona al efecto de los fenómenos naturales en la región, los incrementos en las cotizaciones internacionales del trigo, aceite de soya y productos lácteos, así como con el alza en el precio internacional del petróleo, que se han traducido en un aumento casi generalizado de precios en toda la región (Gráfico II.4). Esto sumado a la apreciación de las mo-

GRÁFICO II.2: COMPORTAMIENTO DEL EURO Y EL YEN, JULIO – SEPTIEMBRE DE 2007
(Unidades por dólar estadounidense)



FUENTE: Bloomberg.
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.3: APRECIACIÓN NOMINAL ACUMULADA (DEPRECIACIÓN = -)
(Variación porcentual en el tercer trimestre de 2007 respecto al trimestre previo)

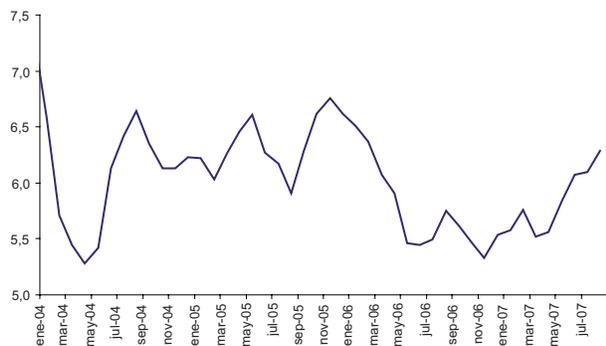


FUENTE: Bloomberg y Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Para Bolivia se considera el tipo de cambio oficial de venta.

4 Otro factor adicional, ha sido la decisión de la Reserva Federal (la autoridad monetaria de Estados Unidos) de disminuir la tasa de interés de referencia a partir del 18 de septiembre en 50 puntos base situándola en 4,75% (después de 14 meses de mantenerse invariable), debido a la crisis del mercado hipotecario en su segmento de baja calidad o *subprime*.

5 Inclusive, si se considera la apreciación desde enero de 2003 a la fecha los indicadores sobrepasan el 25%: Brasil (48%), Colombia y Chile (29%) y la Zona del Euro (26%), mientras que Bolivia habría depreciado su moneda en torno a 4%.

GRÁFICO II.4: INFLACIÓN LATINOAMERICANA
(Variación mensual de los IPC ponderados por su importancia en el comercio exterior de Bolivia, en porcentajes)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de Estadística de países seleccionados
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

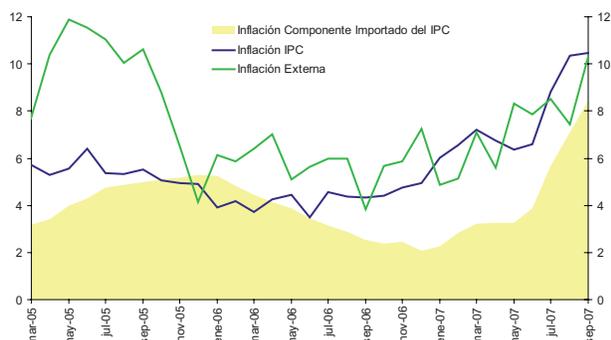
nedas de nuestros socios comerciales, ha implicado que el indicador de inflación externa relevante para Bolivia se encuentre por encima del 10% (Gráfico II.5).

II.3 FACTORES DE DEMANDA Y OFERTA

a) Demanda interna y absorción

Al primer semestre de 2007, la demanda interna continuó impulsando el crecimiento (3,2%), favorecida por la expansión del consumo privado y el estímulo de la inversión pública en construcción. Aunque la tasa de crecimiento es menor en comparación con la gestión 2006, debido a que el sector agrícola fue afectado por fenómenos naturales, los sectores no extractivos, que absorben la mayor parte de la oferta laboral (manufactura, construcción y servicios) mantienen un crecimiento importante.

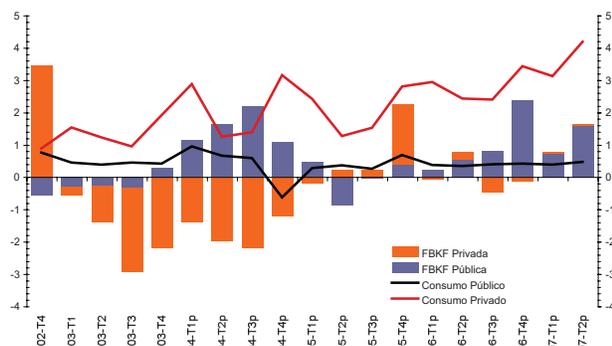
GRÁFICO II.5: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN IMPORTADA
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: La inflación externa comprende los dieciocho principales socios comerciales de Bolivia incluidos en el cálculo del Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real.

La incidencia de la absorción en el segundo trimestre del año fue de 6,4%, donde el consumo privado contribuyó con 4,2pp y la inversión con 1,7pp (Gráfico II.6). El consumo privado mantuvo un sólido ritmo de expansión durante el primer semestre del año, explicado por un mayor ingreso disponible por efecto de las transferencias del exterior (remesas) y la fortaleza del mercado laboral en términos de mayores niveles de empleo público y privado.⁶ Las favorables perspectivas de crecimiento para 2007, y particularmente para 2008, indican que el consumo privado mantendrá un sólido comportamiento.

GRÁFICO II.6: CONSUMO PRIVADO, PÚBLICO Y FORMACIÓN BRUTA
(Incidencias, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.
NOTA: p preliminar
FBKF Formación Bruta de Capital Fijo

En la dinámica del consumo total, destaca el comportamiento del sector público que mantuvo su ahorro neto positivo en 2007. Cifras preliminares del balance fiscal a septiembre de 2007, medido a través de sus necesidades de financiamiento, muestran un superávit, originado principalmente en los ingresos por las rentas petroleras. La mayor incidencia del sector público en la absorción interna se refleja en la Formación Bruta de Capital Fijo Público, relacionado con los sectores de construcción emergentes de la política de integración vial del gobierno.

Por su parte, la inversión privada, principalmente en bienes de capital, muestra signos lentos de recuperación. La importación de bienes de capital mostró un incremento significativo en el período 2005-2006 y se mantiene en elevados niveles en 2007 (Gráfico II.7). Asimismo, de acuerdo a lo mencionado ante-

⁶ Como antecedente, de acuerdo a la Encuesta de Empleo, Salario y Remuneraciones Medias del INE, el empleo privado creció 6,7% y el público 3,6% durante 2006.

riormente, el crecimiento en la cartera de créditos comerciales (7,8%), que concentra los créditos para inversión en capital, es menor que el registrado en créditos de consumo y microfinanzas (15,4% y 22,4%, respectivamente).

En este sentido, la mayor demanda interna observada en los últimos años, determinó un mayor uso de la capacidad instalada (o, equivalentemente, a una menor capacidad ociosa) en la industria manufacturera, particularmente en los sectores de alimentos y bebidas. Para evitar la discrepancia entre la oferta y demanda agregadas, es necesario que la capacidad instalada se amplíe a través de mayor inversión. Las políticas de inversión pública enmarcadas en el PND van en esta dirección.

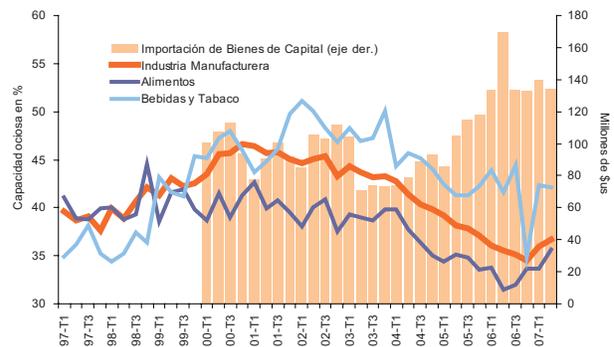
Con relación a las exportaciones e importaciones, a septiembre de 2007 se registra un superávit comercial de \$us673 millones, menor en 15% al registrado en similar período en 2006. Esta reducción se explica principalmente por el incremento de las importaciones de bienes intermedios y de capital. A pesar de ello, el saldo positivo de balanza comercial ha significado una importante entrada de divisas a la economía que sumadas a las remesas provenientes del exterior han implicado una importante presión sobre la demanda agregada y, por su intermedio, los precios.

b) Factores de Oferta

- Presiones de costos

Uno de los principales factores de oferta que puede ejercer presiones sobre los precios está relacionado con los costos de producción. Este fenómeno se aprecia en la evolución del Índice de Precios de los Productos de la Industria Manufacturera (IPPI) que mostró un incremento importante en junio de 2007, registrando una variación anual de 4,46% (Gráfico II.8).⁷ Conviene notar que el IPPIM exhibe una tendencia creciente desde el primer trimestre del año, señalando posibles presiones de costos. Un análisis al interior del IPPIM revela que este incremento está asociado principalmente al desempeño de las molineras, panaderías, la destilación de bebidas, curtiembres y algunos sectores vinculados a la elaboración de materiales para la construcción. En el caso del costo laboral, el índice de precios de actividades remuneradas ha tenido una evolución creciente de manera sostenida desde finales de 2003, lo que estaría asociado principalmente al

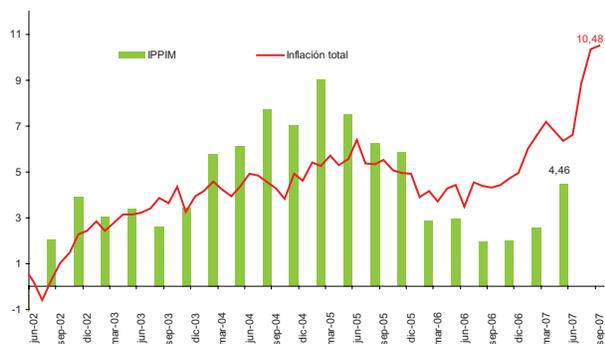
GRÁFICO II.7: CAPACIDAD OCIOSA E IMPORTACIÓN DE BIENES DE CAPITAL
(En porcentaje y en millones de dólares)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Encuesta de Opinión Empresarial a la Industria Manufacturera – y Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.
NOTA: No existe información previa a 2000 sobre la importación de bienes de capital.

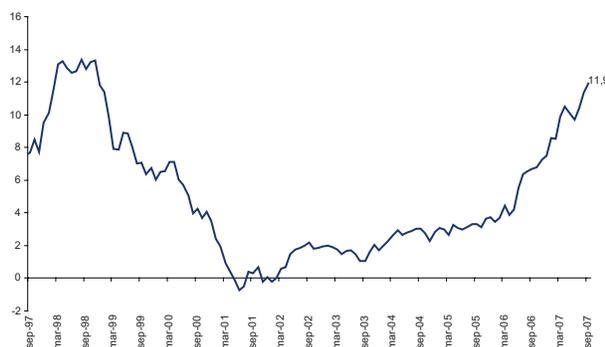
⁷ El IPPIM es publicado trimestralmente por el INE con un rezago aproximado de 120 días.

GRÁFICO II.8: INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN DE PRODUCTOS MANUFACTURADOS (En porcentajes)



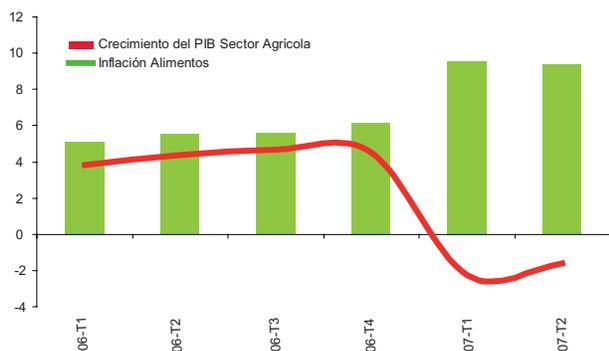
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Cifras del IPPIM a junio de 2007

GRÁFICO II.9: ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS (Variación a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.10: CRECIMIENTO AGROPECUARIO E INFLACIÓN DE ALIMENTOS (En porcentajes)



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

mejor desempeño de la economía (Gráfico II.9).⁸ También destaca el aumento adicional de dicho índice desde el segundo trimestre de 2006, que estaría explicado por el incremento del salario mínimo nacional vigente a partir de mayo de 2006 y por el repunte de los precios en el transcurso de 2007. La variación a 12 meses de éste índice alcanzó a 11,9% al tercer trimestre de 2007, lo que implicaría un aumento de la remuneración real.

- Factores climatológicos

Tanto en el mercado externo como interno, los choques de oferta han sido probablemente los factores de mayor incidencia en el resultado de la inflación en 2007 (Gráfico II.10). En el caso de Bolivia, los fenómenos naturales de El Niño y las heladas de mediados de año tuvieron una incidencia elevada. En los meses de febrero y marzo, se presentaron elevados desabastecimientos en los mercados por efecto de El Niño en la producción agrícola y desempeño del transporte de productos. En otros productos, principalmente los agrícolas fuera de temporada, el impacto en los precios se registró en los meses posteriores. La producción ganadera también fue afectada y el mayor impacto sobre el precio de la carne se registró recién en el tercer trimestre. Las heladas de mediados de año afectaron principalmente la producción de la región occidental del país, provocando desabastecimiento de los mercados principalmente en junio, julio y agosto.

El impacto de estos fenómenos climáticos en la producción fue significativo; las estimaciones sugieren una reducción del crecimiento económico esperado para el 2007 de hasta un punto porcentual.⁹

II.4 EXPECTATIVAS

Como se mencionó anteriormente, un aspecto fundamental respecto al incremento de precios durante el tercer trimestre, particularmente en los meses de julio (2,68%) y agosto (1,59%), es que esta variación respondió en buena medida a las expectativas mal fundamentadas de la población, influidas por algunos actores de la sociedad. Para controlar este

⁸ Utilizando componentes que corresponden a servicios personales incluidos en el IPC, el BCB ha construido de manera preliminar un índice de precios de actividades remuneradas por trabajo no calificado. Estas actividades corresponden a la remuneración promedio de empleadas domésticas, niñeras y lavanderas; reparación de calzados y artículos de cuero y lustrado de zapatos; y confección y arreglo de ropa.

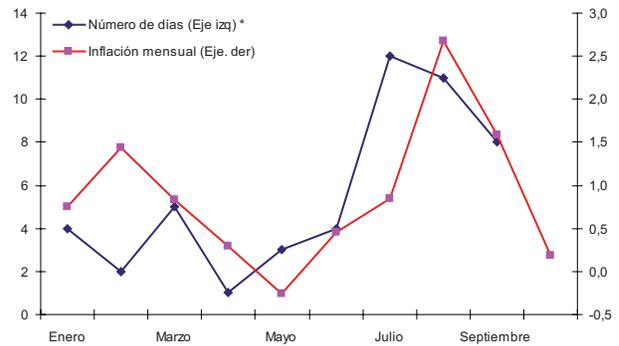
⁹ En el IPM de diciembre de 2006 se proyectó una tasa de crecimiento del PIB de 5% para la gestión 2007. Posteriormente, por los efectos del fenómeno de El Niño se reajustó la proyección a 4% en el IPM de julio de 2007.

aspecto y al margen de sus políticas habituales, el BCB ha efectuado una activa política comunicacional para tranquilizar a la población.

Un análisis sencillo de la evolución de la tasa de inflación mensual y el número de días en que la inflación fue una noticia importante, corrobora la hipótesis de que durante julio y agosto las expectativas se dispararon generando especulación. Como se puede apreciar en el Gráfico II.11, en el mes en que más se comentó de inflación (julio) el indicador de número de días antecede al incremento de la inflación mensual.¹⁰ Asimismo, los meses en que se redujo el número de noticias referidas (agosto y particularmente septiembre) anticipan la caída de la inflación.

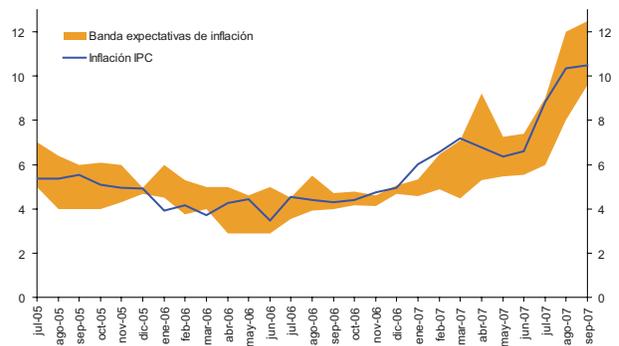
Por otro lado y con base en los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas realizada por el BCB, se observa que las expectativas de inflación para 2007 han aumentado considerablemente a partir del tercer trimestre a pesar de la reducción de precios en el mes de septiembre (Gráfico II.12). De hecho, los agentes pronosticaron en la última encuesta una tasa de inflación a diciembre de 2007 entre 7,9% y 12,5%.

GRÁFICO II.11: INFLACIÓN Y NOTICIAS 2007
(Variación mensual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y medios de comunicación masiva nacional
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: (*) Número de días del mes en el que la inflación figuró entre las principales noticias económicas.

GRÁFICO II.12: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

¹⁰ Es importante destacar que el IPC de un mes se reporta a principios del mes siguiente. Por ejemplo, el dato de septiembre se publica los primeros días del mes de octubre.

III. Medidas de política para controlar la inflación

III.1. POLÍTICA MONETARIA.

Producto de la creciente utilización del boliviano y del importante dinamismo de la actividad económica, el saldo de la emisión monetaria aumentó en 60,7% en los doce últimos meses, frente a un 52,9% en similar periodo del año anterior (Cuadro III.1).

Hasta septiembre, el crecimiento del dinero en sus distintas definiciones expuso una tendencia ascendente más dinámica, presentando variaciones interanuales desde 33,6% en el caso de M'3 y de 73,6% en el de M3. El crecimiento de M'3 obedecería a la mayor intermediación financiera producto de una mayor confianza en el sistema. En efecto, los recursos que habrían salido del sistema financiero en gestiones anteriores y fueron mantenidos en efectivo en dólares por el público, estarían retornando de manera importante al sistema y convirtiéndose paulatinamente en moneda nacional.

Por su parte, el crecimiento de M3 responde principalmente a la remonetización financiera. Análisis realizados en el BCB señalan que casi dos terceras partes de la caída de la dolarización de depósitos corresponden a políticas del BCB, como la apreciación nominal, la ampliación del *spread*, las modificaciones de los requerimientos de encaje legal y el mantenimiento del entorno de inflación baja y estable (Gráfico III.1). Entre otros determinantes, también han contribuido el mantenimiento del ITF y el alza de la inflación externa.

a) Operaciones de mercado abierto

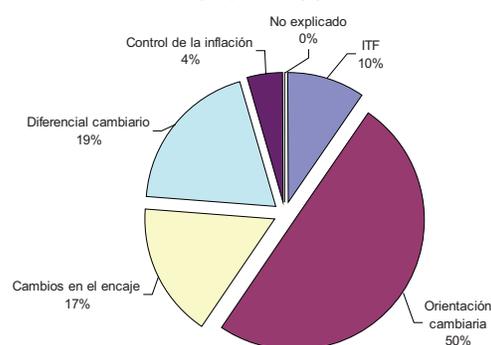
Frente al incremento de la masa monetaria, el principal instrumento que utiliza el BCB para regular la cantidad de dinero en la economía es el de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA). Con el fin de neutralizar potenciales presiones inflacionarias, desde 2006 y en particular en el tercer trimestre de

CUADRO III.1: AGREGADOS MONETARIOS
(Variaciones interanuales 2005 – 2007)

	Variación absoluta (en millones de Bs)		Variación relativa	
	sep06-sep05	sep07-sep06	sep06-sep05	sep07-sep06
Emisión	2.420,0	4.246,4	52,9	60,7
Depósitos a la vista	560,1	1.988,2	9,9	31,8
MN y UFV	689,2	1.344,3	44,5	60,1
ME y CMV	-129,1	643,9	-3,1	16,1
Cuasidinero (*)	700,6	6.069,8	3,1	25,7
MN y UFV	1.982,2	3.941,0	90,9	94,7
ME y CMV	-1.281,6	2.128,9	-6,2	11,0
M1	2.772,2	5.434,2	47,8	63,4
M'1	2.643,1	6.078,0	26,6	48,3
M3	4.754,4	9.375,1	59,5	73,6
M'3	3.343,7	12.147,9	10,2	33,6

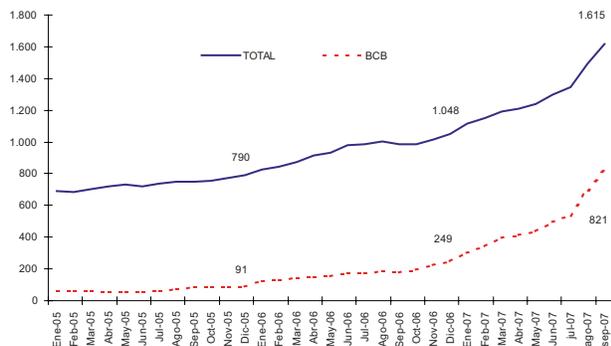
FUENTE: Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras – Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: Asesoría de Política Económica
NOTA: (*) Caja de Ahorros + DPF + Otros

GRÁFICO III.1: EFECTOS ESTIMADOS DE LAS PRINCIPALES VARIABLES QUE INCIDEN EN LA REMONETIZACIÓN DE DEPÓSITOS
(En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.2: EVOLUCIÓN DE LA COLOCACIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS
(Saldos netos en millones de dólares)

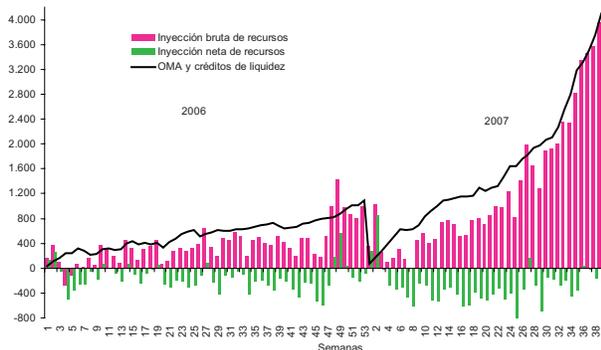


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

2007, el BCB realizó OMA de forma mucho más activa.¹¹

El saldo total de títulos públicos colocados a septiembre de 2007 alcanzó a \$us1.615 millones (Gráfico III.2), de los cuales el 50,8% corresponde al BCB (a diciembre de 2006 esta participación fue de 23,8%).¹² Esta tendencia creciente de las OMA, observada a partir del último trimestre de 2006, refleja la activa intervención del BCB en el mercado monetario. Más del 50% de las colocaciones del BCB por OMA en los primeros 9 meses de 2007 se concentraron en el tercer trimestre.

GRÁFICO III.3: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE RECURSOS Y OMA
(Saldos netos en millones de bolivianos)

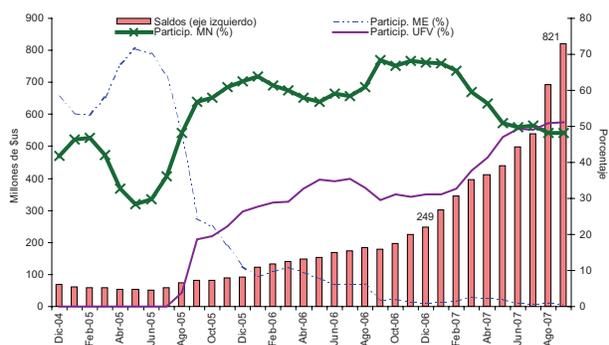


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

Sin la participación dinámica del BCB, se habría expandido excesivamente la liquidez. En cambio, como efecto de las OMA, las elevadas inyecciones brutas fueron contrarrestadas y la inyección neta fue negativa (Gráfico III.3). De hecho el monto colocado hasta septiembre de 2007 excede en casi cuatro veces la colocación de toda la gestión 2006.

Aunque el BCB normalmente coloca instrumentos de corto plazo, en 2007 se dispusieron instrumentos de mayor plazo para ampliar las posibilidades de regular la liquidez, colocándose Bonos del Tesoro (BT) a plazos de 2 y 4 años. El Ministerio de Hacienda ha dejado de emitir títulos en los plazos mencionados debido a la menor necesidad de recursos.

GRÁFICO III.4: SALDOS Y COMPOSICIÓN DE LOS TÍTULOS PÚBLICOS DEL BCB POR MONEDAS
(Composición porcentual de saldos netos y saldos en millones de \$us)



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

Las OMA se efectuaron en MN y principalmente en UFV. El saldo de colocaciones en moneda nacional indexada a la UFV, que representa la mayor parte de los títulos públicos, se incrementó de manera importante (Gráfico III.4), pasando de UFV516 millones en diciembre 2006 (participación de 31,2% del total) a UFV2.581,5 millones en septiembre 2007 (participación de 51,2% del total). La orientación de la política monetaria hacia instrumentos en MN y UFV contribuyó de manera significativa a moderar la expansión del circulante.

Como resultado, el saldo de colocaciones en OMA que representaba menos del 3% del dinero ampliado (M³) en diciembre 2005 se incrementó a 5% en diciembre 2006 y a más de 10% en septiembre 2007. Por otra parte, las tasas de rendimiento para títulos en MN aumentaron y para títulos en UFV disminuyeron. Las tasas de rendimiento de LT en MN

¹¹ Entre enero y septiembre de 2006 la colocación neta de títulos por parte del BCB fue de \$us88,4 millones, mientras que en el mismo período de la gestión 2007 éstas alcanzaron a \$us571,8 millones. En el tercer trimestre estas operaciones fueron de \$us322,4 millones.

¹² La información de títulos públicos corresponde a valor nominal y a tipo de cambio de fin de período.

a 13 semanas aumentaron en 224 puntos básicos desde septiembre de 2006, de 4,81% a 7,05% en septiembre de 2007 acompañando los esfuerzos para contraer la liquidez. Por el contrario, las tasas de rendimiento en UFV para el plazo de 2 años se redujeron de 4,02% a 2,81% en el mismo periodo, reflejando la elevada demanda del sistema financiero por títulos públicos en esta denominación (Gráfico III.5).

b) Encaje legal

El encaje legal continuó siendo uno de los instrumentos utilizados por el BCB para regular la cantidad de dinero en la economía. A septiembre de 2007 el encaje requerido alcanzó a Bs3.592 millones continuando de esa manera con la tendencia creciente observada desde el segundo semestre de 2006, producto de la evolución de los depósitos y los mayores requerimientos de encaje del BCB (Gráfico III.6).

La aplicación plena de la Resolución de Directorio 118/06 de 12/12/06 produjo el incremento observado del encaje adicional bruto en agosto de 2007 y, por su intermedio, la disminución de la creación secundaria de dinero. Sin embargo, el dinamismo de los depósitos en moneda nacional determinó una mayor compensación.

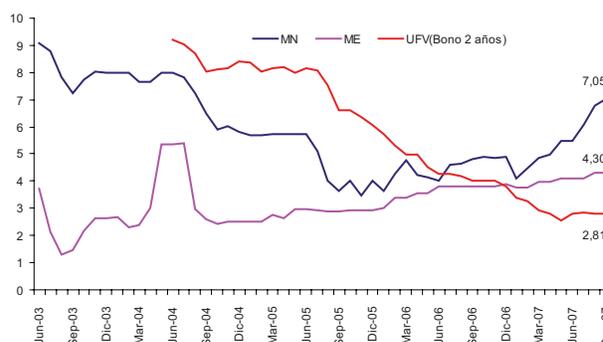
En el tercer trimestre el excedente de encaje en moneda nacional registró aumentos importantes. Las mejores oportunidades de inversión en bolivianos determinaron la sustitución de activos en ME por activos en MN (Gráfico III.7).

III.2. POLÍTICA CAMBIARIA

a) Orientación de la política cambiaria

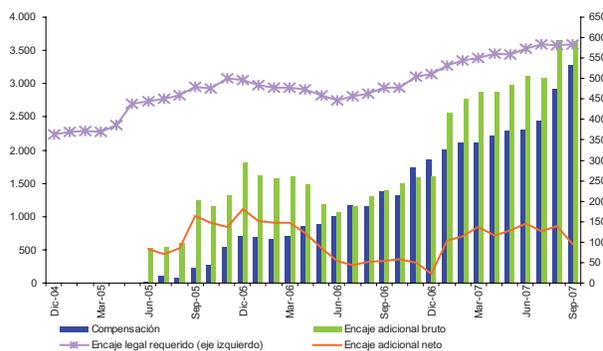
En el tercer trimestre de 2007 y en consonancia con la naturaleza del régimen cambiario boliviano de tipo de cambio deslizante (movimientos pequeños no anunciados), la paridad respecto al dólar estadounidense registró pequeños movimientos hacia la baja, sin que se evidencien cambios bruscos. En efecto, los tipos de cambio oficiales para la compra y venta, disminuyeron 14 centavos (1,8% de apreciación), manteniendo la brecha cambiaria sin alteraciones en 10 centavos (Gráfico III.8). El valor referencial de la moneda se mantuvo sin alteraciones en el mes de septiembre, para que los agentes económicos puedan recomponer sus ahorros y sus activos sin incurrir en costos adicionales.

GRÁFICO III.5: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL MERCADO MONETARIO: LETRAS DE TESORERÍA (En porcentajes)



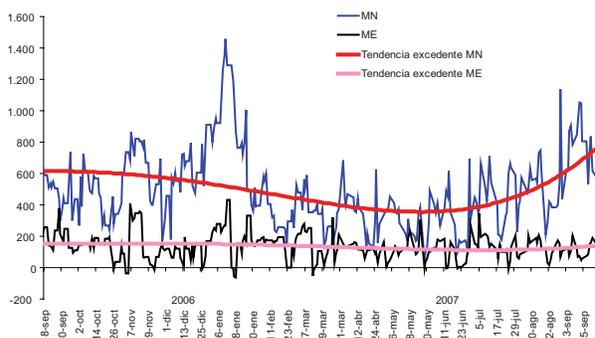
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.6: ENCAJE LEGAL REQUERIDO DEL SISTEMA BANCARIO (En millones de Bs)



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

GRÁFICO III.7: EVOLUCIÓN DEL EXCEDENTE DE ENCAJE LEGAL DEL SISTEMA FINANCIERO (En millones de Bs)



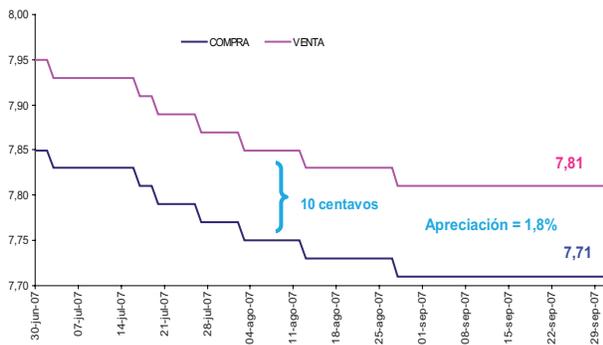
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

La orientación de la política cambiaria, especialmente en julio y agosto, ha sido esencial para moderar la inflación de carácter importado, así como para atenuar las expectativas inflacionarias. Una señal de ello, ha sido la menor variación del IPC mensual en septiembre de 2007, frente a los elevados niveles de los meses previos de julio y agosto.

Dado el todavía alto grado de dolarización existente,¹³ una cantidad importante de precios de bienes y servicios han tomado como referencia el tipo de cambio, aunque este canal está siendo progresivamente menor por el proceso de remonetización. Por su parte, los bienes importados también son afectados por el tipo de cambio y por la inflación externa, que en este último caso ha sido alta por la depreciación del dólar en el mundo y por el alza de precios en el extranjero. Considerando estos dos aspectos, la incidencia de la política cambiaria en la inflación es mayor en comparación a otros países.

En ese sentido, se ha promovido que las alzas de precios de artículos importados sean menores. Para analizar este aspecto, considérese el ejemplo de la compra de un par de zapatos provenientes de Brasil (Cuadro III.2). Si se toma como referencia un precio de 50 reales a finales del segundo trimestre del año, el precio de este par de zapatos equivalía a \$us26,04 (al tipo de cambio de R1,92 por dólar) y Bs207,03 (al tipo de cambio de 7,95 por dólar). A fines de septiembre, el precio del dólar en Brasil bajó a R1,83. Por este movimiento, el par de zapatos en Bolivia habría subido a Bs213,39 (\$us27,32xBs7,81). Es decir, se estaría importando inflación. Sin embargo, si no se hubiese apreciado el boliviano (de Bs7,95 a 7,81), el par de zapatos costaría Bs217,21. Este ejemplo indica que no se estaría favoreciendo totalmente las importaciones, debido a que el precio de éstas subió por los movimientos internacionales de precios y monedas.

GRÁFICO III.8: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES, JULIO – SEPTIEMBRE DE 2007 (Bolivianos por dólar estadounidense)



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

CUADRO III.2: EL EFECTO DE LA INFLACIÓN IMPORTADA EN BOLIVIA: UN EJEMPLO

29/06/2007	28/09/2007
Precio zapato = 50 reales	Precio zapato = 50 reales
Tipos de cambio: R1,92 y Bs7,95	Tipos de cambio: R1,83 y Bs7,81
R 50 = \$us26,04 = Bs207,03	R 50 = \$us27,32 = Bs213,39

ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

b) Competitividad cambiaria

La política cambiaria también ha velado para que el tipo de cambio real sea competitivo y promueva la actividad del sector transable, dentro de los márgenes de acción que implica el objetivo prioritario de controlar la inflación. Los resultados han sido satisfactorios, pues en los últimos tres años la competitividad cambiaria se encuentra en los niveles más altos de las últimas décadas.

¹³ En el sistema financiero boliviano, el 84% de los préstamos y el 69% de los depósitos se denominan en dólares.

Las expectativas de inflación que generaron una “profecía auto-cumplida”, impactaron negativamente en la competitividad agregada en los meses de julio y agosto (Gráfico III.9). Sin embargo, puesto que los movimientos cambiarios y la inflación externa mantuvieron al boliviano subvaluado desde 2003, la apreciación real contribuyó a corregir el tipo de cambio real hacia sus niveles de equilibrio, concordantes con los factores macroeconómicos que lo determinan.

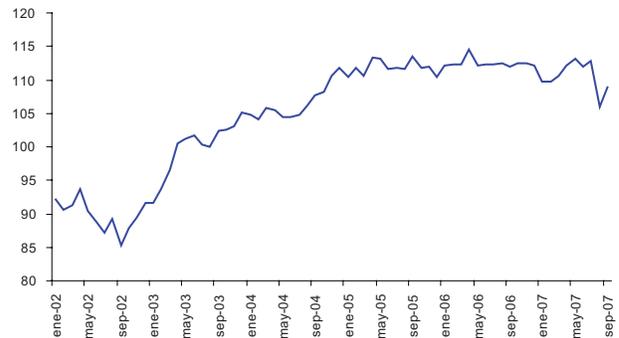
Es importante destacar que la autoridad monetaria sólo puede influir temporalmente en la competitividad cambiaria. En el caso de que la moneda se mantenga subvaluada, existe la posibilidad de que el tipo de cambio real retorne a sus niveles de equilibrio a través de una mayor inflación. En ese sentido, el BCB ha privilegiado el control de la inflación, de tal forma que no se perjudique a la mayoría de los habitantes del país, en especial a los de menos recursos.

Este aspecto no implica descuidar la competitividad cambiaria. En efecto, las apreciaciones nominal y real habrían sido mayores si el BCB no hubiese intervenido en el mercado cambiario comprando dólares estadounidenses para sostener el precio de la moneda extranjera, con los costos que implica la posterior esterilización monetaria.

En el transcurso del tercer trimestre la compra de dólares por parte del BCB alcanzó a \$us541,8 millones, que representa el 45% de los nueve meses del año. Destacan las compras del mes de agosto, que fueron de \$us252,7 millones (47% de las compras del tercer trimestre de 2007), tal como muestra el Gráfico III.10. En comparación con similar trimestre de 2006, las compras de divisas fueron mayores en \$us151,7 millones (38,9%) la aceleración del ritmo de apreciación de la moneda mostró la firme intención del ente emisor de priorizar el objetivo de control de inflación, inclusive utilizando con mayor dinamismo la política cambiaria.

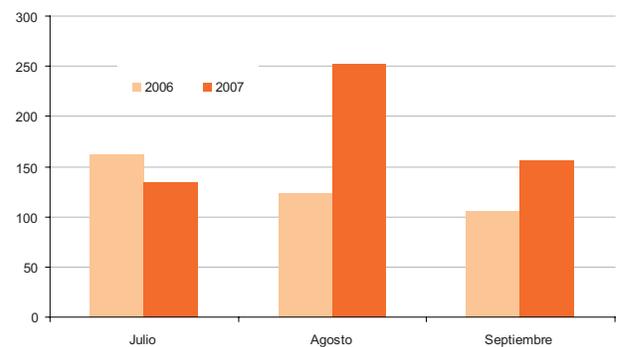
La Ley 1670 establece que el BCB es la autoridad cambiaria del país y por ello debe ejecutar la política cambiaria normando la conversión del boliviano con relación a otras monedas. La política cambiaria del BCB está sujeta al objetivo principal de procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional. Aunque el BCB seguirá promoviendo la actividad del sector transable, la competitividad es un concepto más amplio, con determinantes de toda índole (Recuadro 1).

GRÁFICO III.9: ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL (ITCER), ENERO 2002 – SEPTIEMBRE 2007 (Índice, agosto de 2003=100)



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

GRÁFICO III.10: COMPRA DE DIVISAS DEL BCB, JULIO – AGOSTO DE 2007 (En millones de dólares estadounidenses)



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

RECUADRO 1: COMPETITIVIDAD Y TIPO DE CAMBIO

Si bien, usualmente se relaciona el concepto de competitividad con los movimientos del tipo de cambio real, la mayoría de los enfoques convencionales de los últimos años sugiere que este concepto es más amplio.

Si se alude a la competitividad como la habilidad de una nación para crear y mantener un entorno que sustente una mayor creación de valor para sus empresas y más prosperidad para sus habitantes, es evidente que el aspecto cambiario es sólo uno de sus determinantes. Inclusive, esto se refuerza si se entiende a la competitividad como a la habilidad de un país para alcanzar altas y sostenidas tasas de crecimiento del ingreso por persona.

Un ejemplo al respecto proviene del Foro Económico Mundial, que calcula periódicamente el Índice de Competitividad Global. Este índice engloba la tecnología, las instituciones públicas y el ambiente macroeconómico de un país.*

Respecto a la tecnología, el índice mide la capacidad de crear y adaptar nuevas tecnologías para los procesos productivos, con una ponderación de 50% en el índice global. En cuanto a las instituciones públicas (25% de ponderación), éstas son cruciales para el desarrollo de la actividad económica y la adecuada provisión de bienes sociales.

A su vez, el ambiente macroeconómico (25% de ponderación) comprende la estabilidad macroeconómica y sus determinantes (ahorro nacional, inflación, etc.). En este sentido, la competitividad cambiaria tiene una importancia menor dentro del índice global (en torno a 2,5%), lo cual refleja que el apoyo a la producción (total y transable) involucra diversos aspectos que la determinan.

Por lo tanto, para generar un ambiente de mayor competitividad no sólo se requiere concentrarse en la orientación cambiaria, sino en otros aspectos que podrían incrementar la producción y el ingreso nacional.

**Los detalles se pueden ver en Porter y Schwab, editores (2003) The Global Competitiveness Report 2002-2003 New York: Oxford University Press.*

III.3. MEDIDAS ADICIONALES

Además del fuerte incremento de las operaciones monetarias para contraer la liquidez, del incremento del encaje legal y de la apreciación de la moneda nacional, el BCB llevó a cabo medidas complementarias que habrían disminuido la presión sobre los precios. Estas fueron las siguientes:

- Promoción de la UFV

Con el objeto de controlar los niveles de liquidez de la economía, el BCB ha efectuado una campaña pública para incentivar el uso de la Unidad de Fomento a la Vivienda (UFV).¹⁴ Esta medida va en la dirección de que los ahorristas de la economía puedan tener opciones para preservar el valor de sus ahorros. Mayores detalles sobre la UFV se analizan en Recuadro 2.

¹⁴ La campaña se lleva a cabo en los principales medios de comunicación (televisión, radio y prensa). Además que se desarrollaron conferencias al público en general, como una forma de aclarar dudas e informar directamente a la sociedad.

RECUADRO 2: LA UNIDAD DE FOMENTO DE VIVIENDA (UFV)

La UFV es una unidad de cuenta relacionada a la evolución diaria de los precios de la canasta familiar que se calcula sobre la base del IPC que publica el Instituto Nacional de Estadística (INE).

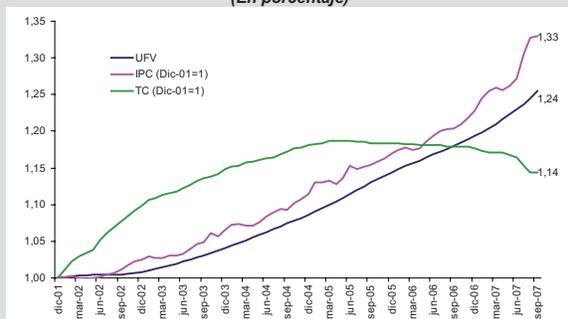
La UFV fue creada mediante Decreto Supremo 26390 de 8 de noviembre de 2001 y reglamentada mediante Resolución de Directorio del Banco Central de Bolivia No. 116/2001 de 20 de noviembre de 2001. El Banco Central de Bolivia calcula y difunde diariamente el valor de la UFV. Comenzó a calcularla a partir del 7 de diciembre de 2001, día en el cual su valor fue igual a 1.

La UFV se creó para permitir operaciones financieras (depósitos y créditos), contratos y todo tipo de actos jurídicos en moneda nacional con mantenimiento de valor respecto a la evolución de los precios. Todas estas operaciones y contratos en UFV se pueden realizar en bolivianos, según el valor de la UFV en la fecha de cada transacción.

Los prestamistas tienen una alternativa en las operaciones de crédito en UFV para reducir el riesgo de sus actividades, en razón a que las variaciones del tipo de cambio no afectarán la capacidad de pago de sus clientes. Las personas y empresas que tienen ingresos en moneda nacional y que obtengan préstamos en UFV, pueden pagar sus deudas en la misma moneda (bolivianos).

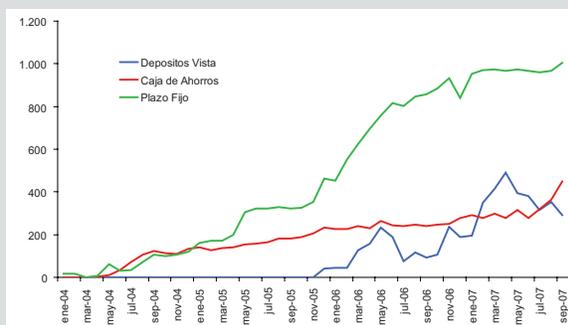
La capacidad de la UFV de preservar el poder adquisitivo puede observarse en el Gráfico R2.1, en el cual se analiza el comportamiento de la UFV, el IPC y el tipo de cambio desde 2001. Se puede apreciar que mientras el IPC y la UFV han seguido una trayectoria similar, el tipo de cambio tuvo un comportamiento disímil a los dos anteriores, relacionado con la coyuntura particular del mercado cambiario interno y externo.

GRÁFICO R2.1: TIPO DE CAMBIO, UFV, E IPC ACUMULADOS DESDE 2001 (En porcentaje)



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

GRÁFICO R2.2: DEPOSITOS EN UFV SISTEMA BANCARIO (Millones de bolivianos)



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

La confianza en este instrumento se vio reflejada en un incremento de los depósitos en UFV especialmente a plazo fijo, que alcanzaron a los Bs1.005 millones de bolivianos, que equivalen al 5,9% del total de depósitos (Gráfico R2.2).

Esta medida es parte de un conjunto de medidas de política y se complementa con la política actual de OMA y la introducción futura de otros instrumentos de OMA directas en UFV, que tienen el propósito de fomentar el uso de la UFV como una forma de transitar de instrumentos en dólares hacia el uso del boliviano en plazos más largos, constituyéndose en una alternativa para proteger el valor de los depósitos frente a la inflación. Por tanto, su uso también

contribuirá a generar confianza y evitar sobre-reacciones en el comportamiento de los mercados.

- Operaciones de mercado abierto directas

El BCB con el objeto reducir la liquidez, promover mayores tasas de interés para los depositantes y controlar la inflación, está en proceso de iniciar la venta directa de valores públicos, que podrán ser adquiridos por personas naturales y jurídicas. Estos representarán un ahorro seguro con el aval del BCB y con una adecuada rentabilidad. El Recuadro 3 analiza esta nueva medida.

- Acceso al sistema de subastas electrónicas y al SIPAV a las entidades financieras no bancarias

El BCB tiene la facultad de determinar qué instituciones pueden participar en las subastas públicas y en la mesa de dinero. Las entidades deben ser instituciones financieras con licencia de funcionamiento otorgada por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras o por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, previa autorización del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) del BCB.

RECUADRO 3: VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS

El BCB con el objetivo de incentivar el ahorro financiero con tasas de interés atractivas, comenzó la venta directa de valores públicos en MN y UFV, es decir Letras de Tesorería (LT's) que no son más que instrumentos de renta fija vendidos a descuento, lo que implica que son inversiones que pagan intereses mensuales fijos y que serán vendidos a un precio por debajo del valor de maduración.

Las Letras del Tesoro son vendidas en plazos de 91, 182 o 364 si son emitidas en bolivianos o a 364 días si son emitidas en UFV y son negociables tanto en la bolsa como entre personas naturales y jurídicas.

Los precios de venta de estas Letras del Tesoro, se establecen a partir de la Venta de Valores en Subasta Pública que realiza el BCB todos los miércoles. Los montos mínimos son de Bs2.000 para valores en bolivianos y a partir del equivalente a UFV2.000 para valores en UFV.

Las Letras tienen la característica de ser títulos desmaterializados. Son electrónicos y cuentan con la seguridad de estar inscritos en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta en la Entidad de Depósito de Valores (EDV).

Estos pueden ser adquiridos por personas naturales o jurídicas y su pago puede ser hecho en efectivo, en cheque o mediante una autorización de débito de un banco o de una cuenta corriente en el BCB. El único requisito para la adquisición es la presentación de la Cedula de Identidad o Pasaporte, del comprador o representante legal de alguna empresa.

En la presente gestión, el Directorio autorizó a los fondos financieros a participar en la subasta electrónica y en el Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV), con el objetivo de que puedan acceder a títulos del gobierno e incrementar su competitividad respecto a los bancos. De esta forma, existe un canal adicional para recoger la liquidez excedente de la economía.

- Ampliación del límite de inversiones en el exterior de las AFP

En un entorno en que el Tesoro General de la Nación (TGN) tiene superávit y por lo tanto no tiene necesidades de financiamiento mediante la venta de títulos valores a las Administradores de Fondos de Pensiones (AFP), el BCB amplió el límite máximo de inversión en el extranjero de las AFP de 10% a 12% de sus recursos de inversión durante 2007 (Resolución de Directorio 7/2007 de 30/01/07).

Esta medida, complementada con el D.S. 29188 de 11/07/07, tiene la finalidad de disminuir la abundante liquidez en el sistema económico y permite además una mejor diversificación de la cartera de las administradoras de pensiones.

- Colocación de instrumentos de largo plazo

Usualmente la política monetaria se aboca a retirar liquidez de la economía, para controlar las presiones inflacionarias, utilizando para ello títulos de vencimientos de corto plazo o títulos de regulación monetaria. En vista de la importante liquidez de la economía, el BCB y el Ministerio de Hacienda acordaron que la emisión de títulos en moneda nacional y UFV de 2 años y 4 años este a cargo del BCB. Esta medida adicionalmente permitirá que el calendario de vencimiento de las emisiones del BCB sea más manejable e incentivar el ahorro de largo plazo.

- Incremento de 1% en la tarifa del BCB para el servicio de transferencias al exterior

A partir del 1° de octubre 2007 entró en vigencia una nueva tarifa (1%) para el servicio de transferencias de fondos del exterior que el sistema financiero realiza a través el BCB, excluidas las operaciones de exportación. La medida pretende controlar los excesos de liquidez originados en la afluencia de capitales especulativos de corto plazo debido al aumento gradual de las tasas de interés en los sistemas monetario y financiero bolivianos. (Recuadro 4).

- Medidas del gobierno central

Con el objeto de coadyuvar en el control de la inflación, en el mes de agosto el Gobierno promulgó tres Decretos Supremos (D.S.) orientados a frenar el alza de los precios de los alimentos, combatir la especulación y garantizar el abastecimiento de los mercados. El objetivo principal de cada norma es:

- Autorizar temporalmente la importación de carne y animales a pie con arancel cero (D.S 29228).
- Suspender temporalmente la exportación de harina de trigo, trigo y manteca animal o vegetal y definir mecanismos para controlar el contrabando de estos productos así como establecer sanciones (D.S 29229).
- Autorizar la creación de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), conformada con un capital inicial del TGN (Bs 192 millones). En la primera fase, esta empresa priorizará la producción de trigo y arroz (D.S 29230).

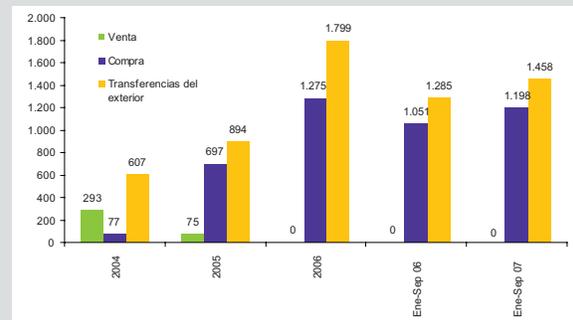
RECUADRO 4: TRANSFERENCIAS DEL EXTERIOR

El BCB realiza el servicio de transferencias de fondos del y al exterior para el sistema financiero, fijando periódicamente sus tarifas por estos servicios. Para la transferencia de fondos de Bolivia al exterior la tarifa vigente desde el 1° de enero 2007 es de 0,2%, mientras que para las transferencias del exterior hacia Bolivia no se cobraba tarifa alguna desde 2003.

Como puede observarse en el Gráfico R4.1, entre enero y septiembre 2007 el BCB realizó el servicio de transferencias de fondos del exterior para el sistema financiero por \$us1.458 millones (\$us1.285 millones en el mismo período de 2006). Paralelamente, el sistema financiero le vendió divisas al BCB por \$us1.198 millones entre enero y septiembre 2007 (\$us1.051 millones en similar período de 2006).

Dado que las transferencias de fondos del exterior han aumentado de manera importante desde 2006, y con el fin de contener presiones externas que generan inflación, el BCB en fecha 25 de septiembre 2007 emitió la resolución N° 119/2007 que aprueba la tarifa de 1% para las transferencias de fondos del exterior que realiza el sistema financiero por el BCB, excluidas las operaciones de exportación.

GRÁFICO R4.1: COMPRA Y VENTA DE DIVISAS AL SECTOR FINANCIERO Y TRANSFERENCIAS DE FONDOS DEL EXTERIOR DEL SISTEMA FINANCIERO A TRAVÉS DEL BCB
(En millones de dólares)



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

Las perspectivas de ingresos por exportación, especialmente de hidrocarburos, indican que las condiciones de liquidez actuales se mantendrían en los años próximos. Para controlar la inflación, se está analizando nuevas medidas en el ámbito de las atribuciones del BCB. Asimismo, se consideran positivas otras medidas que el Gobierno está estudiando.

- Modificación a la posición de cambios

El Reglamento de Posición de Cambios en Bolivia que norma la exposición de las entidades al riesgo cambiario para preservar la estabilidad del sistema financiero data de 1997. Si bien una evaluación preliminar sobre su efectividad en el control de estos riesgos es positiva, varios factores muestran la necesidad de un reglamento actualizado.

Además de simplificar el Reglamento y adecuarlo para un entorno de menor dolarización, se contempla que el nuevo Reglamento regule la posición en UFV, con el fin de que las entidades puedan acompañar la adquisición de títulos en UFV con depósitos del público en igual denominación. De esta forma, se incrementaría la captación a través de mayores tasas de interés.

- Bancarización de funcionarios públicos activos y pasivos

La bancarización de funcionarios públicos activos y pasivos tiene como fin que las remuneraciones sean pagadas a través de depósitos en cuentas bancarias en el sistema financiero. Esta medida que está estudiando el Gobierno, permitirá regular liquidez y mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

- Fondo de Estabilización y Desarrollo (FED)

En un contexto fiscal positivo y aprovechando las ventajas del contexto internacional favorable, el BCB considera positiva la intención del Gobierno, señalada en el PND, de establecer un mecanismo de estabilización y ahorro a través de un Fondo que permita implementar políticas anticíclicas. El objetivo de este Fondo es tratar de ahorrar parte de los ingresos de las épocas de bonanza para estabilizar el ingreso fiscal futuro, cuando las condiciones así lo requieran. Esto contribuirá a garantizar el equilibrio macroeconómico, estabilizar los ingresos provenientes de los hidrocarburos e introducirlos a la economía de manera ordenada, evitando efectos no deseados en inflación y tipo de cambio.

IV. Consideraciones finales

El presente *Reporte* muestra que la inflación aumentó en 2007 por factores de diversa índole, la mayoría de ellos ajenos a la actuación del ente emisor. En efecto, factores climatológicos, el favorable contexto externo e interno y el aumento de la inflación internacional relevante para el país, han sido los principales determinantes del repunte de los precios. Adicionalmente, en los meses de julio y agosto las expectativas infundadas de mayor inflación se convirtieron en una especie de profecía auto-cumplida.

El BCB considera que en los meses siguientes, la inflación descendería paulatinamente por los siguientes factores:

- *Concreción del efecto pleno de las políticas monetaria y cambiaria.* Tomando como referencia el efecto de políticas similares en el pasado, las políticas actuales del BCB implicarían una caída importante de la inflación. Se debe recordar que las políticas económicas usualmente actúan con rezagos sobre las variables macroeconómicas de interés.
- *Recuperación del aparato productivo y mayor inversión productiva.* La economía en su conjunto, en especial el sector agropecuario, se recuperarían gradualmente de los efectos adversos de los fenómenos climatológicos que se experimentaron a lo largo del año. Además, se espera que la inversión productiva aumente en la medida que los recursos del sistema financiero se canalicen a mayores créditos. Estos dos factores reducirían las presiones sobre los precios al incrementar la oferta agregada.
- *Moderación paulatina del favorable contexto externo.* La crisis del mercado hipotecario en Estados Unidos y las medidas para controlar la inflación en nuestros socios comerciales implicarían una gradual desaceleración del entorno internacional. Este hecho aliviaría las presiones inflacionarias provenientes del exterior.
- *Moderación de las expectativas inflacionarias.* La política comunicacional del BCB y el gradual descenso de la inflación implicará que las expectativas de aumentos de precios disminuirían paulatinamente, generando menor especulación y la consecuente menor presión sobre los precios.
- *Política fiscal responsable.* La versión actualizada del Plan Nacional de Desarrollo (PND), aprobada por D.S. 29272 del 12 de septiembre del año en curso, señala que “la concepción del desarrollo para Vivir Bien implica un cambio, que para ser alcanzado tiene entre sus requisitos la estabilidad macroeconómica”, donde “se mantendrá reducido el déficit fiscal, coadyuvado con una trayectoria sostenible del saldo de la deuda pública.” Estos factores van en línea con un crecimiento racional del gasto público, con énfasis en el gasto social y la formación de capital, de tal forma que se propenda a la estabilidad macroeconómica, incluido el requisito de una inflación baja y estable.



Ayacucho y Mercado
Tel: (591-2) 2409090
Fax: (591-2) 2406614
Telex: 2286 NAVIANA
Casilla: 3118
www.bcb.gov.bo
La Paz - Bolivia