



Índice

PRESENTACIÓN	5
RESUMEN	7
I. CONTEXTO INTERNACIONAL	11
I.1 Actividad económica mundial	11
I.2 Inflación internacional y movimientos cambiarios	12
I.3 Precios de materias primas y términos de intercambio	15
I.4 Mercados financieros y flujos de capitales	16
II. ACTIVIDAD ECONÓMICA	19
II.1 Producción y gasto	19
II.1.1 Comportamiento del PIB según sector económico.....	19
II.1.2 Gasto	20
II.1.3 Actividad económica, brecha del producto e inflación	21
II.1.4 Perspectivas del Producto Interno Bruto	22
II.2 Balanza de pagos	23
II.3 Finanzas públicas	25
II.3.1 Ingresos fiscales	25
II.3.2 Gasto público.....	26
II.3.3 Financiamiento del déficit y endeudamiento público.....	27
II.3.4 Perspectivas.....	27
III. ENTORNO MONETARIO.....	29
III.1 Programa monetario	29
III.2 Mercado monetario	31
III.2.1 Operaciones de mercado abierto	31
III.2.2 Tasas de interés.....	32
III.2.3 Liquidez.....	33
III.2.4 Encaje legal	33
III.2.5 Perspectivas de la política monetaria 2006.....	34
III.3 Evolución de los agregados monetarios	35
III.3.1 Base monetaria	35
III.4 Intermediación financiera	36
III.4.1 Depósitos en el sistema financiero.....	37
III.4.2 Crédito al sector privado	37
III.4.3 Tasas de interés.....	38
III.4.4 Perspectivas de la intermediación financiera en 2006	38

IV. MERCADO CAMBIARIO	39
V. EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN.....	43
V.1 Evolución reciente de la inflación	43
V.2 Perspectivas de la inflación	45
V.2.1 Actividad externa e interna.....	45
V.2.2 Inflación externa y comportamiento cambiario	46
V.2.3 Mercado monetario.....	48
V.2.4 Finanzas públicas	49
V.3 Balance de riesgos.....	52
VI. PERSPECTIVAS DEL SECTOR PRIVADO.....	55

Presentación

La Ley 1670 señala que el objetivo principal del Banco Central de Bolivia (BCB) es procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional. Las políticas monetaria y cambiaria del BCB se orientan a cumplir este mandato que, en términos operativos, se traduce en mantener la inflación baja y estable.

Actualmente, el BCB instrumenta la política monetaria a través de un esquema de metas intermedias de cantidad para el Crédito Interno Neto y las Reservas Internacionales Netas, que es una extensión del denominado “enfoque monetario de la balanza de pagos”. Este esquema funciona en un entorno cambiario relativamente fijo que, en su naturaleza, es similar al régimen de tipo de cambio deslizante vigente y se sustenta en la existencia de una relación estable y predecible entre la meta intermedia y la inflación. Estudios realizados en el BCB proveen evidencia de que esta relación se ha debilitado en años recientes, lo que impone ciertas dificultades para la instrumentación de la política monetaria basada en metas intermedias.

En este sentido, en un horizonte de mediano plazo, el BCB planea abandonar gradualmente el enfoque actual de metas intermedias y evolucionar hacia un esquema de metas explícitas de inflación. Es decir, se incidiría en la variación de precios mediante el uso de todos los instrumentos disponibles; en este caso, la meta intermedia vendría a ser la propia meta de inflación. Empero, existen obstáculos importantes para la adopción de este esquema. Primero, la elevada dolarización de la economía boliviana impide la flexibilización del régimen cambiario y limita la efectividad de los instrumentos monetarios. Segundo, si bien existen importantes avances en cuanto a la autonomía que le fue conferida al BCB mediante Ley, se requiere que exista independencia formal y factual del

banco central para instrumentar la política monetaria. Tercero, a pesar de la reducción del déficit del sector público, aún se requiere consolidar su sostenibilidad. Por último, se han logrado avances en el fortalecimiento de las entidades financieras que operan en el país, a través de la regulación y supervisión bancaria, pero aún existen restricciones que se derivan de la dolarización y del largo período de contracción que ha sufrido este sector. La superación de los obstáculos mencionados anteriormente le permitiría al banco central la conducción de una política monetaria más independiente, creíble y capaz de priorizar el objetivo de inflación por sobre cualquier otro.

Se han obtenido ciertos avances para la eventual adopción de un esquema de metas de inflación. Bolivia ha logrado una gradual reducción de la tasa de inflación, de modo que no le resultaría difícil formular un objetivo de inflación de mediano plazo similar al de la mayoría de las economías que adoptaron este esquema. Asimismo, desde 1996 el BCB ha instituido la práctica de anunciar el objetivo de inflación a principios de cada año. Otras consideraciones importantes también fueron evaluadas. Por una parte, se ha visto la conveniencia de fijar rangos antes que objetivos puntuales, debido al control imperfecto que se tiene sobre la inflación y a la necesidad de contar con cierta flexibilidad que le permita reaccionar ante perturbaciones de corto plazo. Por otra parte, se ha optado por la referencia del IPC (antes que la inflación subyacente) como un indicador apropiado para guiar y evaluar a la política monetaria debido a que este índice es más conocido y cuenta con mayor aceptación por parte del público.

Un aspecto importante que aún está pendiente es el anuncio de un objetivo de inflación de mediano plazo. Un buen grado de cumplimiento de las metas

anuales ha reforzado la percepción del público de que se trata de compromisos serios antes que de estimaciones; esta percepción podría ser reforzada aún más con el anuncio de un objetivo de mediano plazo. Este marco de estrategias plurianuales es también fundamental en las finanzas públicas. Un aspecto importante relacionado con el esquema de metas de inflación es la publicación de **Informes de Política Monetaria**. En efecto, un número creciente de bancos centrales publica regularmente estos informes, también denominados Informes de Inflación. La mayor parte de estos países se encuentra en el régimen de metas explícitas de inflación. Empero, esta no es una condición necesaria para que se realice este tipo de publicación; los propósitos son comunes a todos los bancos que tengan como objetivo el control de la inflación, independientemente del esquema mediante el cual instrumenten sus políticas monetarias.

En este sentido, con el objetivo de incrementar la transparencia y mejorar el proceso de rendición de

cuentas a la sociedad, el BCB tiene el agrado de presentar el primer número del **Informe de Política Monetaria** que se publicará dos veces al año. Este documento analiza el comportamiento observado de la inflación y las tendencias futuras de los precios, y presenta los lineamientos más importantes de las políticas del BCB -en el marco del régimen actual- para mantener la estabilidad de precios. También provee información acerca de las perspectivas de los diferentes sectores económicos que tienen impacto en la evolución de los precios. Esta publicación busca informar y orientar al público sobre la política monetaria. De igual forma, sistematiza y comunica los marcos de análisis que se emplean en la formulación de las políticas. Finalmente, se constituye en un documento completo que resume la información relevante sobre la estrategia de la política monetaria. El BCB espera que éste y los siguientes **Informes de Política Monetaria** sirvan para mejorar la comprensión de sus políticas y su relación con el objetivo trazado por Ley.

Resumen

La actividad económica nacional muestra una recuperación gradual en los últimos trimestres, acompañada de la estabilización de la inflación, luego del *shock* puntual que representó el alza de los precios internos de los combustibles a fines de 2004. Aunque la liquidez en moneda nacional de los mercados monetario y financiero continúa siendo alta, ésta no ha producido presiones inflacionarias, debido a que se origina más bien en una recomposición de activos en moneda extranjera hacia activos en moneda nacional. Para ello contribuyó de forma importante la orientación de la política cambiaria y monetaria en 2005, a través de la ampliación del diferencial cambiario y la leve apreciación nominal del tipo de cambio de compra en el primer caso, y mediante la colocación neta de títulos públicos y la modificación del encaje legal en el segundo caso. Estas medidas no afectaron la competitividad; el tipo de cambio real se situó en niveles récord de los últimos quince años debido al alza de la inflación externa relevante para Bolivia.

La economía mundial continúa creciendo a buen ritmo, pese a haberse moderado levemente la tasa de crecimiento; persiste el dinamismo de los precios de *commodities* que explica la ganancia de términos de intercambio de Bolivia en 2005. El alza del precio del petróleo, mayor a la estimada inicialmente, ha tenido consecuencias previsible en la actividad e inflación mundial, pero en magnitudes menores a las esperadas. La inflación en la mayoría de las economías desarrolladas ha sido relativamente moderada. Para aminorar el ritmo de inflación y propiciar un gradual retorno a las tasas de crecimiento de tendencia, ha sido importante el proceso de gradual subida de tasas de interés y retiro del estímulo monetario.

Las perspectivas externas de corto plazo son moderadamente alentadoras: la actividad económica

continuaría creciendo a un ritmo similar al de 2005. El diferencial de tasas de interés con relación a los países industrializados induciría un ajuste cambiario en favor de la depreciación de las monedas de los principales socios comerciales regionales de Bolivia, que significaría la caída de las presiones inflacionarias provenientes del sector externo. La gradual desaceleración de la actividad mundial implicaría una leve pérdida de términos de intercambio. En el aspecto financiero, las entradas de capital a la región serían menores, debido al alza de tasas inducido por el ajuste monetario en los países desarrollados. El principal riesgo de la actividad externa continúa ligado al mercado del petróleo y a las restricciones de oferta que enfrenta.

En el plano interno, las condiciones de política económica fueron excepcionales en 2005. El manejo monetario y cambiario atenuó las presiones inflacionarias y fomentó la remonetización de la economía boliviana. La política fiscal fue prudente y contuvo el déficit de manera importante, luego de varios años de desequilibrios pronunciados. Las metas del programa financiero, que limitan el déficit fiscal y sus fuentes de financiamiento, se cumplieron con márgenes importantes, lo que muestra una situación de control de las variables que inciden en la expansión de los precios.

La mayor liquidez en moneda nacional en el mercado monetario y financiero se originó en la gradual recuperación de la actividad interna y, en mayor medida, en el proceso de recomposición monetaria a favor de esta moneda. Los cambios en la normativa de encaje legal, con un importante impulso a los depósitos en moneda nacional, fortalecieron el rol de prestamista de última instancia del Banco Central y la

situación de liquidez de las entidades financieras. Este último aspecto causó una baja demanda de créditos de corto plazo (reportos y créditos con garantía del Fondo RAL) por parte de los intermediarios financieros. Las operaciones de mercado abierto estuvieron orientadas a moderar la expansión monetaria y posibles efectos inflacionarios, así como a reorientar la composición de la deuda pública interna hacia los títulos en moneda nacional o indexados a la inflación.

La política cambiaria fue fundamental con respecto a dos objetivos del Banco. Por una parte, la evolución del tipo de cambio permitió atenuar las presiones inflacionarias y contrarrestar los efectos de la inflación externa. Por otra parte, y en conjunción con lo anterior, la ampliación del diferencial (*spread*) entre los tipos de cambio de venta y compra de moneda extranjera dinamizó el mercado cambiario en las entidades financieras privadas y contribuyó a fomentar la remonetización de la economía nacional. Estas medidas no incidieron negativamente en la competitividad cambiaria, que alcanzó su mejor nivel de los últimos años en virtud a las apreciaciones de las monedas de los socios comerciales regionales.

La situación fiscal en 2005 fue excepcionalmente buena, alcanzándose el menor déficit de los últimos años, incluso menor a las proyecciones realizadas a principios de año y revisadas en el tercer trimestre. Este comportamiento respondió a los ingresos adicionales por concepto del Impuesto Directo a los Hidrocarburos y a la política de austeridad fiscal que fijó límites al gasto público. También fueron importantes la gradual recuperación del gasto interno, la mejora en la eficiencia tributaria y el efecto del buen entorno externo, en especial por su incidencia en el sector extractivo.

La demanda interna se recuperó de forma importante en 2005, por el mayor dinamismo del consumo privado, que se reflejó en una expansión considerable de las importaciones. El crecimiento de la formación bruta de capital en 2005, aunque moderado, muestra una reversión de las tendencias anteriores.

Las buenas condiciones externas de la economía han contribuido a generar un superávit importante de la cuenta corriente, el más alto de los últimos años. Las exportaciones de hidrocarburos fueron la principal fuente de dinamismo de las ventas al exterior,

aunque también se observó un mayor volumen de las exportaciones mineras. Los elevados precios de los energéticos influyeron en el alza del precio de gas de exportación, situación que también fue característica de los precios de los minerales. Por su parte, las importaciones reflejaron la recuperación gradual del consumo interno y la ejecución todavía modesta de determinados proyectos de inversión, especialmente en el sector minero.

La actividad económica habría crecido en torno a 4% en 2005, impulsada nuevamente por el sector extractivo hidrocarburífero. Para 2006 se espera una expansión ligeramente mayor a la del año precedente, caracterizada por un menor dinamismo en los sectores de agricultura, minería e hidrocarburos, pero con un ritmo de expansión creciente en el sector de la construcción.

El favorable entorno externo aún no se ha plasmado en tasas de inversión más altas que propicien una mayor absorción de recursos en la economía nacional. Esto puede deberse a la percepción de que ésta es una situación transitoria o a la incertidumbre que existe con relación a las perspectivas de la economía en general, acentuada por la expectativa de una modificación sustancial, aún no precisada, en la política económica a futuro. La perspectiva de la inversión en el mediano plazo depende, por un lado, de los proyectos de inversión pública, que están supeditados a la disponibilidad de financiamiento y, en cierta medida, a las iniciativas de los gobiernos locales y regionales. Por otro lado, es importante el "clima de la inversión privada", en el que inciden los aspectos de seguridad jurídica y la percepción de estabilidad macroeconómica, sobre todo para la concreción de proyectos privados grandes en el sector extractivo, en especial la minería y los hidrocarburos.

El incremento de los precios de la gasolina y el diesel en el mercado interno influyeron en el alza de la inflación en 2005, junto a los efectos de corta duración de los conflictos sociales de mediados de año. También incidieron las presiones inflacionarias externas, que alcanzaron expansiones de dos dígitos, debido al alza del precio internacional del petróleo y a la apreciación de las monedas de los países vecinos. La inflación subyacente se situó en niveles más acotados, cercanos a las metas que estableció el Banco Central (original y ajustada). Como era de

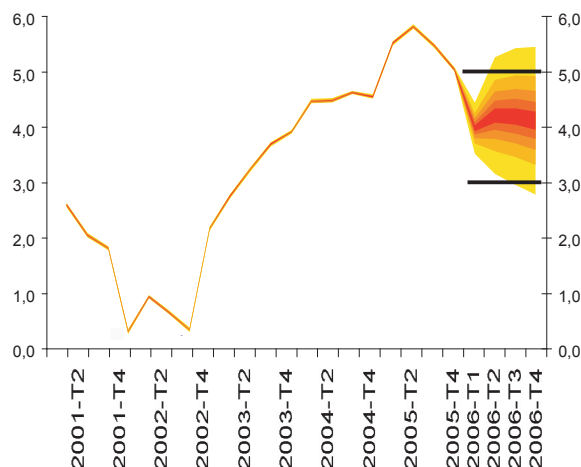
prever, la inflación en los primeros dos meses de 2006 desciende de forma importante; la tasa a doce meses muestra niveles en torno a 4%.

Las perspectivas para 2006 apuntan a que el ritmo de inflación (total y subyacente) se mantendrá acotado dentro del rango meta establecido ($4\% \pm 1\%$). En el comportamiento de la inflación en 2006 influiría una menor presión de los precios externos, debido a la gradual asimilación de los altos precios del petróleo, a la depreciación de las monedas de los principales socios comerciales y a la continuación de un ritmo pausado de los movimientos cambiarios nacionales. En el plano interno, una política fiscal cautelosa con moderados aumentos de gasto y salarios públicos y un entorno social más sereno que el de los dos años anteriores serían importantes para contener las presiones inflacionarias. De esa forma, la inflación total terminaría en 2006 en torno al punto central de la meta, mientras que la inflación subyacente sería levemente menor a 4%, siempre y cuando se concreten las condiciones descritas.

Los principales riesgos externos sobre la inflación radican en la no concreción de las depreciaciones esperadas de los principales socios comerciales, lo cual incrementaría la expansión de precios externos relevantes para Bolivia. También será determinante el estado del mercado internacional del petróleo y sus efectos en la inflación internacional.

En el plano interno, la inflación estará condicionada a que la política fiscal siga la orientación de incrementar el ahorro público y generar condiciones de sostenibilidad para el mediano plazo,¹ a través de austeridad en el gasto público e incrementos salariales moderados. De igual forma, la evolución del mercado monetario será fundamental para que la liquidez no genere presiones inflacionarias. Para ello, será importante que los incrementos de los agregados monetarios en moneda nacional vengán acompañados de una disminución de saldos en moneda extranjera. Un riesgo menor hacia el alza corresponde a un eventual incremento de los precios internos de hidrocarburos, que implicaría la ocurrencia de un shock puntual como ocurrió en 2005. Aunque existe incertidumbre sobre el curso de las principales variables que determinan la inflación, el

**PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN IPC
(Porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

¹ Con relación a la sostenibilidad de deuda, el FMI condonó un monto de DEG160,9 millones y se espera que el Banco Mundial condone un monto aproximado de \$us1.557,1 millones a mediados de 2006.

escenario más probable apunta hacia el cumplimiento de la meta establecida por el Ente Emisor. Entre los riesgos que podrían incidir en que la inflación tienda a ser mayor a la meta, figuran tres factores, dos de los cuales se encuentran bajo el control del sector público no financiero: un mayor impulso fiscal, un ajuste salarial significativo en el sector público y el efecto de persistencia de la inflación en los niveles registrados recientemente. El Banco Central tomará las medidas a su alcance para cumplir el objetivo fijado por Ley, esto es, preservar el poder adquisitivo interno de la moneda nacional, manteniendo una inflación baja y estable.

I. Contexto internacional

I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

El alza del precio del petróleo y el aumento de las tasas de interés incidieron en un menor crecimiento económico mundial durante 2005. Luego de una vigorosa expansión de 5,1% en 2004, la economía mundial creció 4,5% en 2005. El crecimiento de Estados Unidos (3,5%) y el importante dinamismo de la actividad en China (9,9%) fueron los principales determinantes del aún importante crecimiento mundial.

Las perspectivas para 2006 se muestran -en conjunto- similares a las de 2005, esperándose un crecimiento mundial de 4,5%. Empero, mayores alzas de las tasas de interés en los países desarrollados, una posible apreciación del euro respecto al dólar estadounidense y el efecto de los altos precios del petróleo podrían determinar un menor ritmo de actividad de la economía mundial (Cuadro I.1). El crecimiento estimado para América Latina estaría alrededor de 4%, similar al alcanzado en 2005.

Para 2006 se espera una expansión en torno a 3,2% en Estados Unidos; las exportaciones y la producción industrial promoverían este ritmo de actividad. El saldo fiscal de 2005 fue mejor al esperado, debido al incremento de los ingresos fiscales, pero persiste la preocupación sobre el abultado déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, que habría alcanzado niveles históricamente altos durante 2005.

Los países de la Zona del Euro tuvieron un modesto crecimiento económico en 2005 (1,4%). Hubo leves mejoras en la inversión privada y en el sector externo, pero el consumo privado continuó débil. Para 2006, se espera un crecimiento de 2%.

CUADRO I.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADAS
(Variación porcentual anual)

	1990-1999	2000-2003	2004	2005e	2006p
Mundo	3,1	3,5	5,1	4,5	4,5
Estados Unidos	3,1	2,3	4,4	3,5	3,2
Japón	1,3	0,9	2,6	2,5	2,3
Eurozona	1,7	1,9	1,8	1,4	2,0
Asia emergente	7,3	6,7	8,2	6,9	6,4
China	9,7	8,3	9,5	9,9	9,0
América Latina y el Caribe	3,0	1,6	5,7	4,1	4,0
Argentina	4,1	-2,1	9,0	8,9	6,2
Brasil	2,2	2,0	4,9	2,5	3,4
Chile	6,4	3,4	6,1	5,9	5,5
Colombia	3,0	2,6	4,1	4,7	4,3
Perú	3,1	2,9	4,8	6,1	4,9
Venezuela	2,2	-2,6	17,9	9,4	6,2
Socios comerciales					
Ponderado por intercambio comercial	2,9	1,4	5,2	4,1	3,7
Ponderado por exportaciones	2,6	1,4	5,6	3,9	3,7
Ponderado por exportaciones (sin hidrocarburos)	2,7	1,2	6,0	4,4	3,9

FUENTE: *Pronósticos de varias entidades públicas y privadas*

ELABORACIÓN: *BCB – Asesoría de Política Económica*

NOTA: *El crecimiento mundial está ponderado por la participación de cada país en el PIB mundial, a precios de Paridad de Poder Adquisitivo (PPA). La ponderación de los socios comerciales comprende el periodo 2000-2004.*

(e) *Cifras estimadas.*

(p) *Cifras proyectadas.*

En Asia, Japón creció 2,5%, debido a mayores flujos de inversión privada y al incremento del consumo, factores que apoyaron la positiva evolución del mercado laboral. Se espera que el crecimiento para 2006 alcance 2,3%. Se estima que China registrará una expansión del orden de 9% en 2006, impulsada tanto por las exportaciones como por la demanda interna. Por esta razón, la demanda por materias primas continuaría elevada. El menor ritmo de actividad con relación a 2005, es atribuible a los altos precios del petróleo y a las medidas de ajuste que el gobierno chino comenzó a tomar para evitar el sobrecalentamiento de la economía.

Los países latinoamericanos también disminuyeron ligeramente el ritmo de crecimiento económico en 2005. Aquellos países que tuvieron caídas y recuperaciones abruptas (Argentina, Uruguay y Venezuela) estarían recobrando paulatinamente los niveles de actividad previos a la crisis, con lo cual la actividad económica se estabilizaría gradualmente en torno a las tasas de tendencia. Para 2006 se espera un menor impacto de los precios de las materias primas en el sector externo de los países de la región y una menor acumulación de capital de origen externo, que sería consecuencia del alza de tasas de interés en las principales economías del mundo. En este contexto, el crecimiento de la región alcanzaría 4% en 2006.

El crecimiento relevante para la actividad económica nacional, que se calcula ponderando la importancia de los países en el comercio exterior con Bolivia, disminuiría de 4,1% en 2005 a 3,7% en 2006 (de 3,9% a 3,7% si se pondera solamente por exportaciones y de 4,4% a 3,9% si se excluyen los hidrocarburos). Se espera que la demanda interna impulse la economía nacional, compensando la ligera desaceleración de los socios comerciales.

I.2 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y MOVIMIENTOS CAMBIARIOS

a. Inflación Internacional

A pesar de los altos precios del petróleo observados a lo largo de 2005, la inflación de la mayor parte de las regiones del mundo se ha mantenido controlada. En Estados Unidos, la inflación fue de 3,4%, impulsada principalmente por el incremento de los precios de los energéticos, transporte y vivienda, en particular a

partir de julio de 2005. Los *shocks* derivados de las tormentas climáticas en la zona del Golfo de México, que afectaron la capacidad de producción y refinación de petróleo, también ejercieron presión sobre la inflación. La medida de inflación que excluye los precios de los alimentos y la energía alcanzó 2,2%. Este indicador refleja las acciones de la Reserva Federal en lo que se refiere al alza de las tasas de interés de corto plazo. Se espera que la inflación de Estados Unidos se desacelere gradualmente durante 2006 hasta alcanzar una tasa de 2,9% (Cuadro I.2).

En la Zona del Euro, los efectos del incremento de precios del petróleo y de la depreciación del euro respecto al dólar estadounidense sobre la inflación fueron contrarrestados parcialmente por el escaso crecimiento de las economías que conforman este bloque. Durante los primeros cinco meses del año, la inflación estuvo en torno a 1,9% y llegó a 2,2% a fines de 2005. Para 2006, se prevé que la inflación no será mayor a 2%.

El mayor dinamismo de la economía japonesa contribuyó a que se supere el ciclo de deflación (0,3% en 2005). Para 2006, se estima una inflación de 0,2%. En el caso de China, la inflación se redujo de 3,9% en 2004 a 1,8% en 2005; se espera un ligero aumento a 2,2% en 2006.

América Latina mantuvo en 2005 un nivel de inflación similar al del año previo. Sin embargo, al interior de la región, se observaron comportamientos diferenciados. Por un lado, Argentina parece haber experimentado con mayor intensidad los efectos de los elevados precios del petróleo, aunque también afectó el incremento del rubro de alimentos y bebidas (15,1%); su inflación alcanzó 9,6% (versus 4,4% en 2004), por encima del objetivo fijado por la autoridad monetaria (entre 5% y 8%). En el caso de Chile, la inflación (3,7% en 2005 versus 2,4% en 2004, ambos punta a punta) estuvo cerca del límite superior del rango establecido (2-4%). Por otro lado, países como Brasil, Colombia, Perú, México y Venezuela lograron reducir sus tasas de inflación en 2005, lo que denotaría un menor impacto del precio del petróleo en la inflación, sobre todo en países productores como México y Venezuela. Para 2006 se espera una ligera reducción de la inflación de América Latina a 5,7%; Argentina y Perú podrían tener tasas de inflación más altas que las de 2005.

CUADRO I.2: INFLACIÓN EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADAS
(Variación promedio anual del IPC, en porcentajes)

	Promedio				
	1990-1999	2000-2003	2004	2005	2006p
Estados Unidos	3,0	2,5	2,7	3,4	2,9
Zona Euro	2,9	2,2	2,1	2,2	2,0
Japón	1,2	-0,7	0,0	-0,3	0,2
América Latina (1)	47,9	8,5	5,9	5,8	5,7
Argentina	252,9	9,3	4,4	9,6	13,2
Brasil	854,8	9,3	6,6	5,8	4,8
Chile	11,7	3,2	1,1	3,1	3,1
Colombia	22,2	7,7	5,9	5,1	4,6
México	20,4	6,4	4,7	4,0	3,6
Perú	807,9	2,1	3,7	1,6	2,4
Venezuela	47,4	20,6	21,7	16,0	13,7
Asia (2)	7,5	1,4	3,8	2,9	3,1
China	4,2	0,2	3,9	1,8	2,2

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial* (septiembre 2005) y otros pronósticos de varias entidades públicas y privadas

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

(1) Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

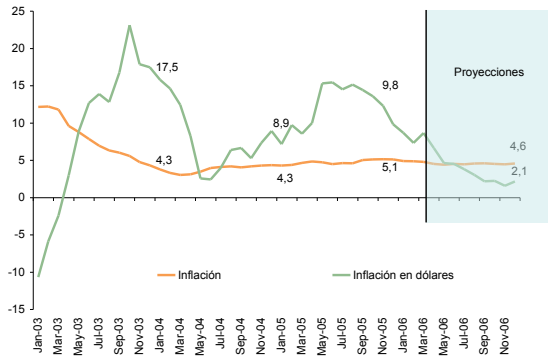
(2) China, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Hong Kong, Corea, Taiwán y Singapur.

(p) Proyección con base en información de *Perspectivas de la Economía Mundial (FM)* y otras fuentes privadas.

(e) Cifras estimadas.

Nota: Las estimaciones y proyecciones de los países latinoamericanos (2004- 2006), son de fin de período (diciembre-diciembre).

GRÁFICO I.1: MEDIDAS DE INFLACIÓN DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DE BOLIVIA (Variación porcentual a 12 meses)



Nota: La proyección de datos se realiza con datos observados hasta 2005.

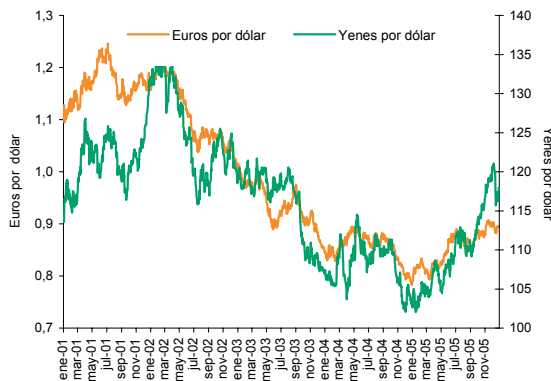
FUENTE: Bancos Centrales y otros pronósticos
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

La inflación de los principales socios comerciales de Bolivia, expresada en la moneda de cada país y ponderada por su participación en el comercio exterior, se ha mantenido por debajo de 5% desde 2004, aunque finalizó 2005 en torno a 5,1%, dentro del proceso de estabilización gradual y normalización monetaria. Sin embargo, debido a los movimientos cambiarios hacia la apreciación, la inflación en dólares (la relevante para la inflación interna y la competitividad) fue mayor que la inflación expresada en moneda local. La inflación en dólares se reduciría notablemente de 9,8% en 2005 a 2,1% a fines de 2006, por efecto de una tendencia a la depreciación de las monedas (Gráfico I.1).

b. Movimientos cambiarios

El buen desempeño de la economía norteamericana y el creciente diferencial entre las tasas de interés referenciales de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE) contribuyeron a la fortaleza del dólar respecto al euro y al yen en 2005. La apreciación del dólar respecto al euro fue de 12% y frente al yen de 14,5% (Gráfico I.2). La sustancial repatriación de utilidades de filiales extranjeras hacia Estados Unidos, que pasaron de un promedio de \$us38,6 mil millones en el período 2001-2004 a \$us258,6 mil millones en 2005 (cifra anualizada al tercer trimestre), habría ayudado a financiar el creciente déficit en cuenta corriente de este país (6,1% respecto al PIB para 2005) y a despejar en el corto plazo la expectativa de debilitamiento del dólar.

GRÁFICO I.2: COTIZACIÓN DEL EURO Y DEL YEN RESPECTO DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE (Unidades monetarias por dólar estadounidense)



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

Para 2006, sin embargo, los mercados de futuros y las previsiones de los analistas señalan una posible depreciación frente al euro y al yen. Ello dependerá de las presiones que ejerza el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos sobre el valor de su moneda versus las expectativas de que la Reserva Federal continúe subiendo su tasa de política, que tendría el efecto contrario y fortalecería la moneda estadounidense.

En Latinoamérica, las monedas de las principales economías continuaron con la tendencia a la apreciación observada desde inicios del tercer trimestre de 2004. Durante 2005, se apreciaron las monedas de Brasil (12,7%), Chile (9%), México (5,3%) y Colombia (5%). Los importantes flujos de capital que recibió la región a raíz del favorable contexto internacional y de la buena administración macroeconómica en estos países contribuyeron a ese comportamiento.

El peso argentino se depreció (2%); la autoridad monetaria efectuó importantes compras de divisas en el año. El sol peruano se depreció (4,2%) y en Venezuela, el bolívar tuvo una devaluación de 11,9%.

Para 2006, las proyecciones de los mercados prevén una depreciación de alrededor de 5% para las monedas latinoamericanas, aunque a diferentes ritmos. Varios factores explicarían estas depreciaciones: el acortamiento del diferencial de tasas de interés con los países desarrollados (Brasil y México), compensaciones de las apreciaciones reales pasadas (Argentina y Venezuela) y en varios países, eventos políticos relacionados con elecciones presidenciales y legislativas (Perú, Colombia, México, Ecuador, Brasil y Venezuela).

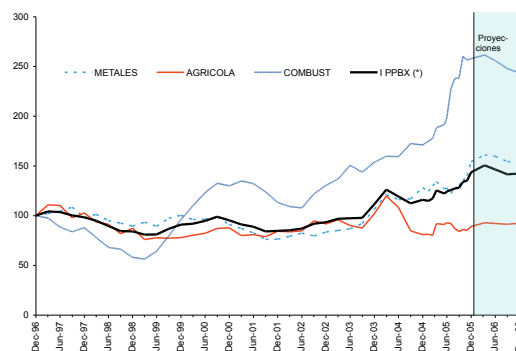
1.3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

Los precios de las materias primas se incrementaron a partir de 2002, a consecuencia de una vigorosa demanda externa de estos productos y limitaciones de oferta en el conjunto de los países productores. Los precios del complejo soya (grano, harina y aceite de soya) aumentaron 12,9% durante 2005, aunque mostraron un comportamiento variable a lo largo del año. Se espera que aumenten 7% durante 2006.

Se prevé que el índice general de precios de productos agrícolas exportados por Bolivia se incremente 3,9% en 2006, con un primer semestre más favorable que el segundo (Gráfico 1.3). Junto con la soya, se espera que el incremento del precio del café (4,3%) logre compensar la caída del precio del algodón (2,2%).

El índice de precios de minerales que exporta Bolivia creció 20,5% en 2005, debido a una importante expansión de la construcción y manufactura en Estados Unidos y China. Se destacan los incrementos en los precios del zinc (53%), plata (22%) y oro (15%). Para 2006 se prevé que, en promedio, los precios de minerales mantengan los niveles alcanzados en 2005. Resalta el aumento previsto en el precio del oro (8,6%), ante las expectativas de compra del metal por parte de Bancos Centrales de Asia (China, Japón, India, Rusia), una mayor demanda de joyas por parte de la población de Asia y Medio Oriente, la posible inestabilidad de las monedas duras y las bajas tasas de interés de largo plazo.

GRÁFICO 1.3: ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA
(Índices, 1996T4=100)



FUENTE: *Elaboración del BCB con base en información del FMI (enero 2006)*

ELABORACIÓN: *BCB – Asesoría de Política Económica*

NOTA: (*) *Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación*

GRÁFICO I.4: ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO DE BOLIVIA
(Índice 1990=100)



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

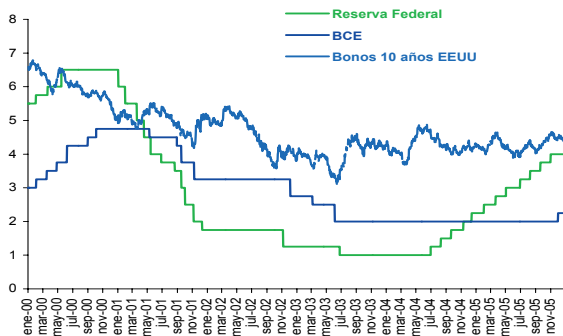
En 2005 se registró un crecimiento de 50,7% en el índice de combustibles, influenciado por el incremento del precio del petróleo y también por mejores precios de exportación de gas natural boliviano. Para 2006, se prevé que los precios del petróleo continúen siendo elevados, aunque con incrementos más moderados (11,9%).

Los términos de intercambio registraron un incremento de 3,4% en 2005, como resultado del alza de 11,7% en el índice de precios de exportación, frente al incremento de 8% en los precios de importación (Gráfico I.4). Para 2006, en cambio, se espera un deterioro de 1,3% en los términos de intercambio.

I.4 MERCADOS FINANCIEROS Y FLUJOS DE CAPITALES

Durante 2005 la Reserva Federal subió 200 puntos básicos (pb) su tasa de interés, hasta alcanzar 4,25% en diciembre (Gráfico I.5). Las previsiones señalan que esta tasa de interés referencial continuará incrementándose hasta alcanzar un nivel de alrededor de 5% a fines de 2006.

GRÁFICO I.5: TASAS DE INTERÉS REFERENCIALES Y DE RENDIMIENTO DE LARGO PLAZO
(En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En la Zona del Euro, la tasa de interés fijada por el BCE subió 25 pb, después de dos años y medio, hasta alcanzar 2,25% en diciembre 2005. Para 2006, existen expectativas de recuperación de las principales economías que conforman el bloque, y de moderado aumento en las tasas de interés de referencia (hasta en 50 pb).

Por otra parte, las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos reaccionaron muy poco con respecto al alza gradual de las tasas de interés de la Reserva Federal durante 2005. Esto se explicaría por la abundante liquidez internacional en los países productores de petróleo y en los países que se beneficiaron del alto nivel de precios de los productos básicos, incluida la liquidez de las empresas corporativas de las principales economías desarrolladas. La sostenida demanda internacional de bonos de países desarrollados (bancos centrales y fondos de pensiones) y la disminución del premio por riesgo debido a la declinación de las expectativas de inflación, son otros factores que explicarían esta inelasticidad.

Las bajas tasas de interés de largo plazo promovieron el traslado de capitales hacia economías emergentes con buen desempeño macroeconómico, en busca de mayores rendimientos. Los índices de percepción de riesgo, medidos por el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) elaborado por *JPMorgan*, alcanzaron niveles históricamente mínimos. Para América Latina, el índice registró 279 pb a diciembre 2005 (menor en 144 pb al de diciembre de 2004). La disminución del riesgo soberano medido por EMBI+ fue generalizada en los países de la región, a pesar del alza en las tasas de interés internacionales. Los países que registraron las mayores disminuciones de riesgo soberano durante 2005 fueron Argentina, Venezuela, Colombia y Brasil.² Para 2006, la percepción de riesgo se verá influenciada por las elecciones presidenciales y legislativas que tendrán lugar en varios países de la región.

Por tercer año consecutivo la región mostró un superávit en cuenta corriente, que alcanzó a alrededor de \$us29,7 miles de millones en 2005. Se destacan los superávits de Venezuela y Brasil. Los flujos de inversión extranjera directa neta (sin deducir desinversión) alcanzaron \$us47,3 miles de millones en la región, destacándose nuevamente Brasil y, en menor medida, México (Cuadro I.3). En consecuencia, se observó un aumento importante en las reservas internacionales de los bancos centrales de la región. Para 2006, se prevé que se mantengan condiciones similares, influenciadas por el alza de las tasas de interés en las principales economías.

CUADRO I.3: CUENTA CORRIENTE, INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y RESERVAS INTERNACIONALES
(En miles de millones de dólares estadounidenses)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005e	2006p
Cuenta Corriente							
Brasil	-24,2	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,1	6,0
Argentina	-9,0	-3,3	8,7	7,7	3,4	4,4	4,1
Chile	-0,9	-1,1	-0,6	-1,1	1,4	0,1	-1,3
México	-18,6	-17,3	-13,0	-6,5	-7,4	-7,8	-11,0
Venezuela	11,9	2,0	7,6	11,4	13,8	22,4	18,4
Inversión Extranjera Directa Neta 1/							
Brasil	30,5	24,7	14,1	9,9	8,7	14,0	
Argentina	9,5	2,0	2,8	0,9	3,7	5,2	
Chile	0,9	2,6	2,2	2,5	6,7	5,2	
México	16,9	23,3	14,4	9,9	13,1	11,3	
Venezuela	4,2	3,5	-0,2	1,3	1,9	0,5	
Saldos de Reservas Internacionales (excluido oro) 2/							
Brasil	32,5	35,7	37,7	49,1	52,7	60,0	59,8
Argentina	25,1	14,6	10,5	14,2	18,9	22,6	26,8
Chile	15,0	14,4	15,3	15,8	16,0	15,9	15,9
México	35,5	44,7	50,6	59,0	64,1	67,0	69,3
Venezuela	13,1	9,2	8,5	16,0	18,4	25,5	27,2

FUENTE: FMI, IFS (septiembre de 2005) y otras fuentes

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS:

1/ Los datos para 2005 son observados y tomados de la CEPAL, Balance Preliminar 2005 (diciembre 2005).

2/ Las cifras proyectadas hacen referencia a las Reservas Internacionales en Divisas.

(e) Cifras estimadas.

(p) Cifras proyectadas.

² Un caso particular fue Argentina, cuyo spread cayó a 499 pb a fines de diciembre. La reducción más importante ocurrió el 10 de junio cuando el spread se redujo de 6.607 pb a 910 pb al removerse del EMBI(+) los bonos incumplidos. *JPMorgan* retiró parte de los viejos bonos en cesación de pagos desde enero 2002 e incorporó los nuevos títulos emitidos por el gobierno argentino tras completar una cuantiosa reestructuración de deuda. Asimismo, este país recibió una mejora en su nota de riesgo soberano por parte de las calificadoras *Standard & Poor's* y *Fitch Ratings*.

II. Actividad económica

II.1 PRODUCCIÓN Y GASTO

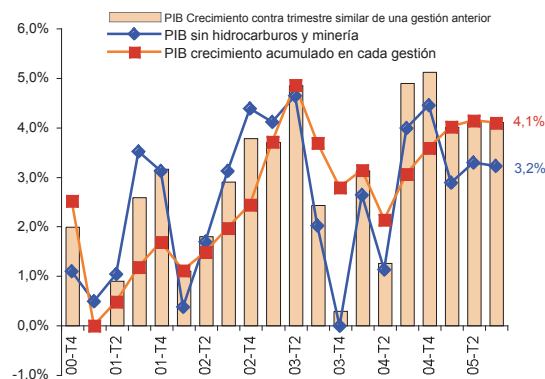
Debido al buen desempeño en el sector exportador y a la gradual recuperación de la demanda interna, hasta el tercer trimestre de 2005 la economía boliviana completó cinco trimestres de crecimiento superior a 4%. En efecto, el PIB en 2005 acumuló hasta dicho período un crecimiento de 4,1% (Gráfico II.1).

II.1.1 COMPORTAMIENTO DEL PIB SEGÚN SECTOR ECONÓMICO

El crecimiento económico de 2005 se debió en gran medida al comportamiento del sector extractivo, en particular al sector de hidrocarburos por las exportaciones de gas natural a Brasil y Argentina. También es de destacar el buen desempeño del sector minero; luego de contraerse fuertemente en 2004, este sector creció 6,9% al tercer trimestre de 2005. Como resultado, casi un tercio del crecimiento económico es atribuible al sector extractivo. Por otra parte, si bien el resto de las actividades económicas creció a tasas menores a las registradas en la segunda mitad de 2004, las expansiones superaron el 3% por quinto trimestre consecutivo.³

En términos del PIB a precios básicos por sectores económicos, el sector agropecuario mostró una importante recuperación respecto a 2004. Al tercer trimestre de 2005, registró una tasa de crecimiento de 4,5% (versus -0,04% en similar período de 2004) debido al aumento de la superficie cosechada y al incremento del rendimiento de productos como el maíz, el arroz y

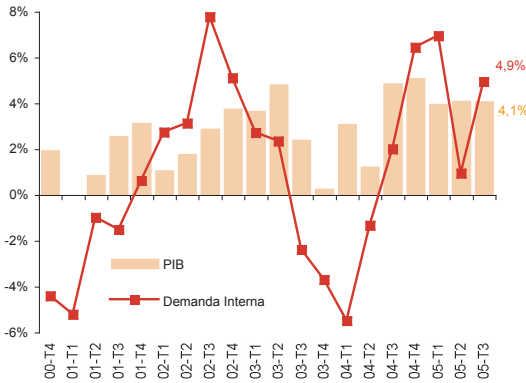
**GRÁFICO II.1: CRECIMIENTO DEL PIB
(En porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: Cifras preliminares desde 2002.

³ En términos del PIB a precios de mercado, los impuestos indirectos y derechos de importación muestran una elevada tasa de crecimiento (7,7%) e incidencia (0,7%); situación asociada al dinamismo de la demanda interna y a la aceleración de las importaciones.

GRÁFICO II.2: CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA DEMANDA INTERNA
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: Cifras preliminares desde 2002.

la soya. Se destaca la mayor producción de arroz en cáscara (24,2%), maíz (23,4%), trigo en grano (10,2%) y soya (5,11%).

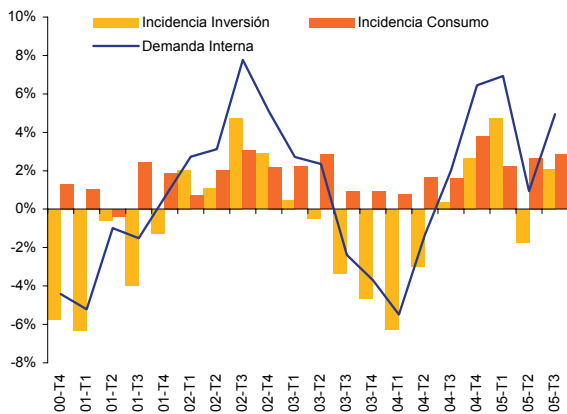
La industria manufacturera, por el contrario, fue menos dinámica que en 2004. Se perdió una importante cuota del mercado externo de la soya por problemas asociados a la competitividad del producto. Esto afectó el crecimiento del sector industrial, a pesar del buen desempeño en la producción de tabaco elaborado (incremento de 48,4%), productos de minerales no metálicos (10,8%) y bebidas (10,6%).

En el sector de servicios, se destaca el repunte de los sectores de comunicaciones, comercio y transporte que registraron tasas de 4,3%, 3,3% y 3,2% respectivamente, y la recuperación del sector de servicios financieros, que mostró una tasa positiva de crecimiento después de cinco años, producto del crecimiento en los depósitos y la cartera.

II.1.2 GASTO

La recuperación de las tasas de crecimiento desde mediados de 2004 responde en gran parte al mayor dinamismo de la demanda interna, que registró un crecimiento de 4,9% en el tercer trimestre de 2005 (Gráfico II.2). La volatilidad del comportamiento de la demanda es atribuible a la inversión.

GRÁFICO II.3: INCIDENCIA DE LA INVERSIÓN Y EL CONSUMO EN LA DEMANDA INTERNA
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: Cifras preliminares desde 2002.

El consumo contribuyó en 2005 al crecimiento de la demanda interna (Gráfico II.3), luego de un período de estancamiento entre fines de 2003 y principios de 2004. Al tercer trimestre de 2005, la mitad del crecimiento de la demanda interna correspondió al consumo, donde el componente privado ha sido tradicionalmente el más importante.

Debido a los altos precios internacionales de las materias primas y al comportamiento del sector de hidrocarburos, el sector externo generó un impulso importante a la economía nacional. El comportamiento de los minerales y de los productos relacionados con la soya también fue importante en 2005. La balanza comercial, a precios constantes, continuó siendo positiva por octavo trimestre consecutivo. Destaca el hecho de que durante 2005 se observó una fuerte aceleración del crecimiento de las importaciones, lo que estaría asociado en gran medida con la recuperación

de la demanda interna y con las importaciones de bienes de capital destinadas a importantes proyectos mineros.

II.1.3 ACTIVIDAD ECONÓMICA, BRECHA DEL PRODUCTO E INFLACIÓN

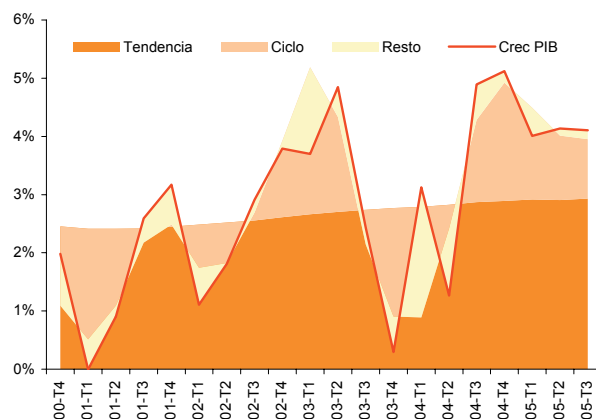
La descomposición del crecimiento del PIB en sus componentes de series de tiempo (tendencia de mediano plazo, ciclo, estacionalidad y factores irregulares) señala que la recuperación del crecimiento de tendencia explica tres cuartas partes del crecimiento económico al tercer trimestre de 2005, mientras que el resto estaría relacionado con el ciclo positivo de actividad (Gráfico II.4).

No obstante, es importante advertir que el crecimiento de tendencia es todavía bajo (menor a 3%). Además, este crecimiento de tendencia del PIB podría estar sesgado por la importante incidencia del sector de hidrocarburos en los últimos años.

Dependiendo de las circunstancias, los ciclos de la actividad económica repercuten en la inflación. Por lo general, durante las fases del ciclo cuando el producto crece temporalmente más allá de su tendencia de largo plazo (expansiones) se crean presiones inflacionarias, debido a que los aumentos de la demanda agregada no pueden ser correspondidos plenamente por incrementos en la producción. Por el contrario, en las fases bajas del ciclo económico (contracciones), la situación se invierte y disminuyen las presiones sobre la inflación. El Gráfico II.5 muestra que en los últimos años la medida convencional de brecha del producto (que mide la diferencia porcentual entre el crecimiento del PIB desestacionalizado y el de tendencia), no tuvo repercusiones significativas en la brecha de inflación (la inflación menos su componente de tendencia).

En efecto, es importante destacar que en el período 2003 – 2005, con excepción de los primeros dos trimestres de 2005, no parece existir una relación clara entre la brecha del producto y la de la inflación, lo que permitiría conjeturar que la variación de precios observada en los últimos meses no se habría originado por presiones de demanda agregada. Si un ejercicio similar se aplica excluyendo al sector extractivo, los resultados determinan que no existieron impulsos provenientes de la demanda en 2005.

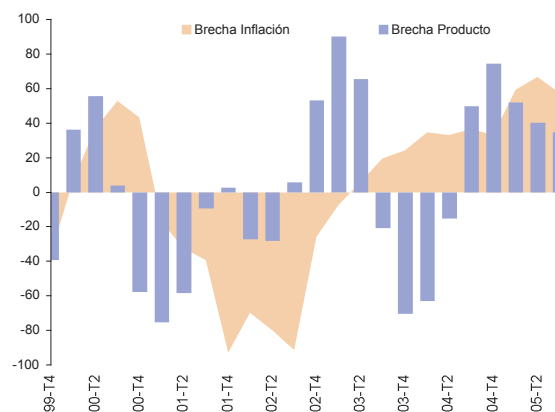
GRÁFICO II.4: CRECIMIENTO DEL PIB Y SUS COMPONENTES
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: Con cifras preliminares desde 2002.

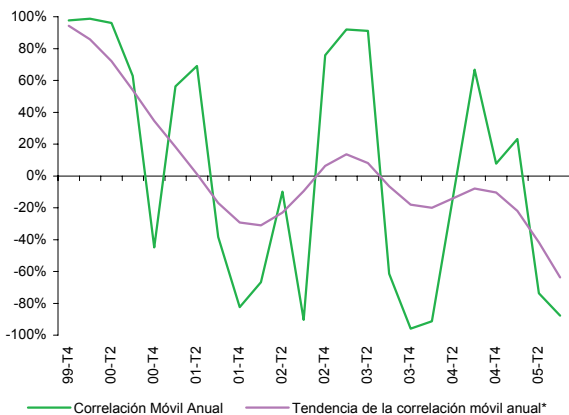
GRÁFICO II.5: BRECHAS DEL PRODUCTO Y LA INFLACIÓN
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
Nota: Con cifras preliminares desde 2002.

GRÁFICO II.6: CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE LAS BRECHAS DEL PRODUCTO Y LA INFLACIÓN (En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Nota: Con cifras preliminares desde el cuarto trimestre de 2002.

* Utilizando el filtro de Hodrick y Prescott.

Con el fin de determinar si las fuerzas de demanda y oferta agregadas habrían impulsado la inflación, se calculó la correlación con ventanas móviles de un año entre ambas brechas. Si la correlación es positiva, la fuerza predominante sería la demanda agregada. En caso de ser negativa, la fuerza más importante sería la oferta agregada (Gráfico II.6). En esa línea, la demanda agregada habría predominado como fuerza determinante en la inflación hasta mediados de 2000, durante 2002 y parte de 2003. En los restantes períodos, la oferta agregada habría sido el factor más importante en el comportamiento de la inflación.

Debido a que la información desde fines de 2004 muestra una correlación negativa entre la brecha del producto y la de la variación de precios, se concluye que las mayores presiones inflacionarias provendrían de la oferta agregada en 2005. Esto comprende a factores como los precios internacionales del petróleo, el estado de la productividad de la economía y el efecto de los conflictos sociales que generan desabastecimiento y alzas de precios puntuales.

II.1.4 PERSPECTIVAS DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO

Debido al buen desempeño del sector agropecuario, el repunte de la minería (por los buenos precios internacionales) y la recuperación del sector financiero, se calcula que la economía habría crecido ligeramente por encima de 4% en 2005, situación que ocurre luego de seis años de bajo crecimiento.

Para el 2006, el PIB podría crecer a una tasa en torno a 4,1%, debido principalmente al impacto de proyectos mineros y de la construcción, sector que podría aumentar su producción por encima de 15% (Cuadro II.1). Por otra parte, y dadas las perspectivas de los precios internacionales de los minerales, la minería continuaría mostrando un dinamismo importante.

Por el lado del gasto, se estima que la demanda interna explicaría cerca de 80% del crecimiento del producto en 2005 y 2006. Al contrario de lo ocurrido en 2004, cuando las exportaciones netas explicaron la mayor parte del crecimiento del PIB de ese año, el incremento de las importaciones en 2005 estaría contrarrestando una parte importante del notable crecimiento de las exportaciones.

CUADRO II.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO POR SECTOR, 2005-2006 (En porcentajes)

	Crecimiento anual	
	2005e	2006p
PIB (a precios de mercado)	4,0	4,1
Derechos s/M, IVAnd, IT Y Ot.	7,5	6,5
PIB (a precios básicos)	3,7	3,9
1. Agropecuaria	4,3	3,4
2. Extracción	12,3	7,3
- Petróleo crudo y gas natural	14,7	7,1
- Minería	8,4	7,7
3. Industria	2,7	2,7
4. Electricidad gas y agua	3,2	5,0
5. Construcción	2,0	15,3
6. Comercio	3,2	3,0
7. Transp., Alma. y Comun.	3,4	3,1
8. Est.Finan., y otros servicios	0,0	1,9
9. Serv.Comun., Soc., Pers.	2,1	2,5
10. Restaurantes y hoteles	0,4	2,5
11. Administración pública	3,0	3,5

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

(e) estimado

(p) proyectado

El favorable entorno externo aún no se ha traducido en tasas de inversión más altas que generen una mayor absorción de recursos en la economía nacional. Existe la percepción de que este entorno puede reflejar una situación transitoria. También hay incertidumbre con relación a las perspectivas de la economía en general, acentuada por la expectativa de modificaciones sustanciales -aún no precisadas- en las políticas económicas a futuro.

II.2 BALANZA DE PAGOS

Durante la gestión 2005, la balanza de pagos presentó resultados superavitarios tanto en la cuenta corriente como en la cuenta capital y financiera. Sumados alcanzan a un superávit global de \$us492,9 millones, lo que causó un sustancial incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB. En efecto, a fines de 2005 las RIN alcanzaron \$us1.714,2 millones, un nivel récord para la economía boliviana (Cuadro II.2).

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit por tercer año consecutivo, equivalente a 4,9% del PIB de 2005. Tres aspectos incidieron en este resultado: el crecimiento de las exportaciones que alcanzaron un valor récord de \$us2.670,8 millones, por el favorable entorno externo, la disminución de salidas por renta de la inversión debido a mayores impuestos a hidrocarburos y el incremento de las transferencias unilaterales netas por remesas de los últimos años. Empero, se observó también un fuerte crecimiento en las importaciones que respondió al mayor dinamismo en la demanda agregada y a la implementación de proyectos mineros importantes (Cuadro II.3).

Los principales productos que contribuyeron al crecimiento de las exportaciones (en valor), correspondieron a hidrocarburos y minerales. Tanto mejores precios internacionales como incrementos en los volúmenes de exportación dieron lugar a este resultado.⁴ Otros bienes, que incluyen reexportaciones, reparaciones, combustibles para aeronaves y exportaciones bajo el sistema RITEX, tuvieron también

⁴ El precio promedio de exportación del gas natural se incrementó en 28,4% y el volumen subió en 24%. Las exportaciones de minerales aumentaron 8,5% en volumen y 9,7% en precios. Es de destacar el incremento en los precios internacionales de zinc (28%), wólfiram (121%), antimonio (18%), plata (10%) y oro (11%) (estas variaciones corresponden a los precios efectivos de exportación mientras que los del IPPBX de la sección Contexto Internacional son los precios en los principales mercados de materias primas). Por su parte, la disminución del valor exportado en productos no tradicionales se debe, principalmente, a menores exportaciones de torta y aceite de soya y, en menor medida, a disminuciones en azúcar, algodón, cueros y joyería.

CUADRO II.2: BALANZA DE PAGOS, 2004-2005
(En millones de dólares estadounidenses y porcentajes)

	2004 (p) 2005 (p)		Variación		En porcentaje del PIB	
			Absoluta	%	2004 (p)	2005 (p)
CUENTA CORRIENTE	337,4	466,6	129,2	38%	3,8%	4,9%
Balanza Comercial	301,8	329,5	27,6	9%	3,4%	3,5%
Exportaciones FOB	2.146,0	2.670,8	524,8	24%	24,4%	28,1%
Importaciones CIF	-1.844,2	-2.341,3	-497,1	27%	-21,0%	-24,7%
Renta (neta)	-384,7	-372,9	11,8	-3%	-4,4%	-3,9%
Otros servicios netos	-70,8	-73,9	-3,1	4%	-0,8%	-0,8%
Transferencias unilaterales corrientes	491,1	583,9	92,9	19%	5,6%	6,2%
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-211,5	26,3	237,8	-112%	-2,4%	0,3%
Transferencias de capital	8,0	8,7	0,7	9%	0,1%	0,1%
Inversión directa	62,6	-279,6	-342,2	-546%	0,7%	-2,9%
Inversión de cartera	-35,4	-153,4	-118,0	333%	-0,4%	-1,6%
Otra inversión	387,6	519,3	131,6	34%	4,4%	5,5%
Errores y omisiones	-634,3	-68,6	565,7	-89%	-7,2%	-0,7%
BALANCE GLOBAL	125,9	492,9	367,0	291%	1,4%	5,2%
FINANCIAMIENTO	-125,9	-492,9	-367,0	291%	-1,4%	-5,2%
RIN BCB (aumento: -)	-138,5	-503,6	-365,1	264%	-1,6%	-5,3%
Alivio HIPC (Reprogramación)	12,5	10,7	-1,9	-15%	0,1%	0,1%

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
(p) preliminar

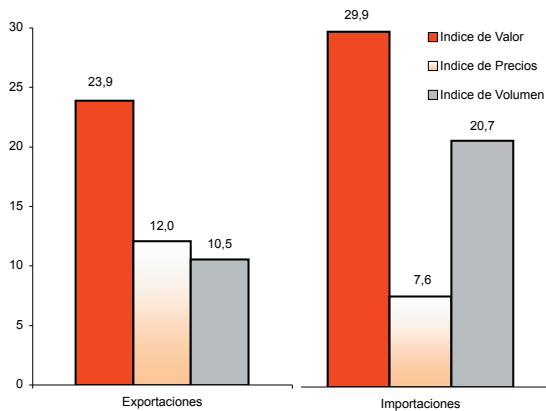
CUADRO II.3: BALANZA COMERCIAL
(En millones de dólares estadounidenses y porcentajes)

	2004 (p)	2005 (p)	Variación (%)
Exportaciones	2.146,0	2.670,8	24,5%
Minería	455,8	539,9	18,4%
Hidrocarburos	838,9	1.321,4	57,5%
No Tradicionales	788,5	701,1	-11,1%
Otros	62,8	108,4	72,5%
Importaciones	1.844,2	2.341,3	27,0%
Bienes de Consumo	376,6	486,9	29,3%
Bienes Intermedios	985,3	1.270,4	28,9%
Bienes de Capital	465,6	559,8	20,2%
Bienes Diversos	16,7	24,3	45,2%

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
(p) preliminar

GRÁFICO II.7: ÍNDICES DE PRECIO, VALOR Y VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (Variaciones anuales en 2005)



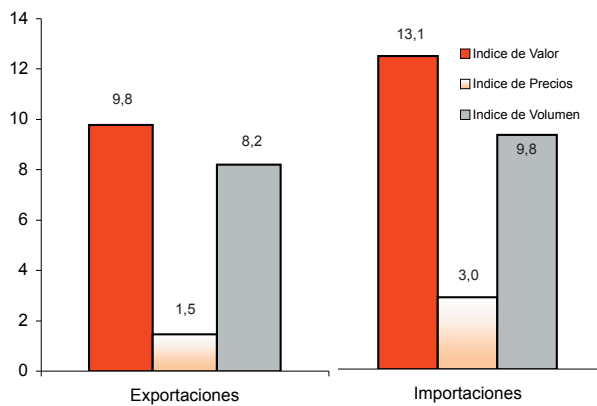
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

incrementos apreciables. El valor de las exportaciones no tradicionales, sin embargo, registró un descenso.

El valor exportado aumentó tanto por precios y volúmenes, en proporción similar. En cambio, el incremento del valor importado tiene como principal fuente los mayores volúmenes. Asimismo, hay que destacar la mejora de los términos de intercambio, aunque en porcentaje menor al del año anterior (Gráfico II.7).

Los términos de intercambio pueden afectar a los precios internos, en la medida en que determinan el poder de compra de las exportaciones. Por un lado, una mayor relación de términos de intercambio, al aumentar el ingreso nacional, puede generar una expansión de la demanda agregada. Por otro lado, un incremento de los precios de las importaciones de bienes de consumo tiene un efecto directo en el IPC; el BCB hace también un seguimiento de este posible efecto. Asimismo, mayores precios de bienes intermedios y de capital, al encarecer los costos de producción, pueden trasladarse a precios de bienes de consumo final, dependiendo de los márgenes y competitividad que caracterice al mercado.

GRÁFICO II.8: ÍNDICES DE PRECIO, VALOR Y VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (Variaciones anuales proyectadas para 2006)



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

Para la gestión 2006, se estima que la cuenta corriente alcanzará un superávit equivalente a 4% del PIB, sustentado en el dinamismo de la economía mundial que mantendría elevados niveles de volúmenes y precios de los principales productos que exporta Bolivia. Se proyecta un incremento en el volumen de la mayoría de los minerales y metales exportados. Asimismo, se proyectan incrementos en los precios promedio de los principales productos mineros que exporta Bolivia: zinc (9%), oro (15%), antimonio (5%) y plata (4%); con excepción del precio del estaño (que caería en 5%). Con respecto a los hidrocarburos se proyecta un incremento de 12% y 2% en los precios del petróleo y gas natural, respectivamente. En cuanto a volúmenes de gas natural, se estima que se mantendrá la exportación a Brasil y Argentina en los niveles determinados por los contratos actuales.

En cuanto al principal producto no tradicional de exportación, la soya y sus derivados, se espera un leve incremento en los volúmenes (1%); los pronósticos pertinentes consideran una caída del precio promedio del complejo soya (5%). Con estas proyecciones, el índice general de precio de las exportaciones

presentaría un ligero incremento de 1,5%. Los precios de las importaciones, por su lado, se incrementarían en aproximadamente 3% (Gráfico II.8). De esa forma, 2006 terminaría con una caída de términos de intercambio de 1,3%.

II.3 FINANZAS PÚBLICAS

En los últimos tres años, el sector público controló y revirtió la tendencia creciente del déficit fiscal. Éste registró un nivel récord de 8,8% del PIB en 2002 reduciéndose sostenida y rápidamente hasta alcanzar 2,1% del PIB en 2005.

II.3.1 INGRESOS FISCALES

Los ingresos fiscales aumentaron significativamente en 2005 por el mejor desempeño del PIB, el nuevo impuesto a los hidrocarburos y las ganancias de eficiencia en la administración aduanera y tributaria. Los ingresos tributarios (incluyendo los impuestos sobre hidrocarburos), que son los más importantes dentro de los ingresos públicos, representaron 25,3% del PIB en 2005 (20,5% de 2004). A mediados de la gestión se creó el Impuesto Directo a los Hidrocarburos (IDH) que en el período junio-diciembre de 2005 recaudó Bs2.321,1 millones, equivalente a 3% del PIB (ver recuadro). Los buenos precios internacionales de los principales productos de exportación, en particular los de hidrocarburos y minerales, incrementaron los ingresos. Los mayores volúmenes de exportación de gas natural a Argentina y Brasil también se reflejaron en elevadas recaudaciones provenientes del sector de hidrocarburos.

LOS IMPUESTOS A LOS HIDROCARBUROS EN LAS LEYES 1689 Y 3058

La Ley 1689 de 30 de abril de 1996, establecía que los campos nuevos de hidrocarburos, que representaban aproximadamente el 75% del total de campos disponibles a diciembre 2004, pagaran 6% por concepto de regalías nacionales y 12% por regalía departamental. Los campos existentes, en cambio, cancelaban 38% por regalías nacionales con la siguiente distribución: i) 6% para la empresa Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos, ii) 13% como regalía nacional complementaria y iii) 19% como participación nacional.

Con la promulgación de la Ley 3058 de 17 de mayo de 2005, se modificó la estructura impositiva y de regalías sobre los hidrocarburos. Todos los campos deben cancelar 6% como regalías nacionales, 12% como departamentales y 32% como Impuesto Directo a los Hidrocarburos.

Los impuestos tradicionales, como el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el Impuesto a las Utilidades de las Empresas (IUE) también tuvieron un buen desempeño, superando -en términos del PIB- los máximos alcanzados en el último quinquenio. Las recaudaciones de IVA crecieron más de 19% en 2005. Por su parte, las recaudaciones por el IUE alcanzaron 2,8% del PIB, registrando el mejor desempeño de los últimos años. Influyó de manera importante el incremento del precio internacional del petróleo, que se reflejó en mayores utilidades para las empresas petroleras y permitió la captación del *surtax*.⁵

El Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), que se aplica desde julio de 2004, grava una parte importante de las operaciones del sistema financiero. En 2005, las recaudaciones por este impuesto alcanzaron Bs640 millones, equivalente a 0,8% del PIB.

II.3.2 GASTO PÚBLICO

El gasto público total mostró un aumento de alrededor de 1% del PIB en 2005, por mayores gastos de capital que, como proporción del PIB, pasaron de 9,1% en 2004 a 10,2% en 2005. El gasto corriente continuó bajo la política de austeridad iniciada en 2004. En efecto, el componente de servicios personales disminuyó de 9,6% del PIB en 2004 a 9,3% del PIB en 2005.

Hubo una disminución en el pago de pensiones, de 4,3% del PIB en 2002 a 4,1% en 2005. Un trabajo minucioso, aún no concluido, en la depuración de listas de beneficiarios del antiguo sistema de reparto y la fijación de un máximo de Bs8.000 para las rentas en curso determinaron esta importante reducción. El gasto en bienes y servicios aumentó ligeramente en 2005, pero exhibe todavía una importante reducción respecto a 2002 (de 3,8% del PIB en 2002 a 2,9% del PIB en 2005).

El pago de intereses por deuda externa e interna se incrementó ligeramente en 2005, principalmente por concepto de intereses de deuda externa. Este comportamiento puede estar reflejando los importantes déficit de años previos, que fueron financiados con mayor endeudamiento. Sin embargo, es de destacar

⁵ Alicuota adicional a las utilidades extraordinarias por actividades extractivas de recursos naturales no renovables.

que en 2005 se registró un superávit primario de 0,9% del PIB que contribuyó a reducir las presiones sobre la inflación.

II.3.3 FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT Y ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Los recursos de origen externo fueron preponderantes en el financiamiento del déficit de 2005; los desembolsos externos, netos de amortizaciones pagadas, alcanzaron 2,3% del PIB en 2005. Los principales organismos financiadores fueron la Corporación Andina de Fomento, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.

El financiamiento interno fue negativo, 0,2% del PIB. Un análisis de sus componentes señala dos aspectos. Primero, los mayores ingresos tributarios y el gasto controlado permitieron una importante acumulación de depósitos del sector público en el BCB, lo que se tradujo en una contracción del crédito neto (Cuadro II.4). Este comportamiento reforzó las medidas del BCB para controlar la liquidez, pero entraña el riesgo potencial de que el uso de estos recursos en el futuro pueda tener efectos inflacionarios. Segundo, si bien disminuyó el crédito neto del sistema financiero como resultado global, se observó un importante incremento en las colocaciones de títulos públicos a las Mutuales, AFP, Agentes de Bolsa y Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI). También es de destacar la importante participación de las AFP en el financiamiento interno, principalmente a través de las colocaciones directas que se realizan por ley.

El saldo de la deuda pública externa se redujo de 57,4% en 2004 a 52,1% del PIB en 2005. En cambio, el saldo de la deuda interna se incrementó en \$us223 millones, equivalente a 0,7% del PIB (Cuadro II.5). Como se mencionó previamente, la colocación de títulos del Tesoro General de la Nación, explica la mayor parte del aumento en el saldo de la deuda interna. Los títulos se emitieron principalmente en UFV. La participación de títulos en bolivianos en el total de títulos públicos aumentó de 29,7% en 2004 a 47,4% en 2005.

II.3.4 PERSPECTIVAS

Con supuestos de crecimiento económico de 4,1% e inflación de 4% y asumiendo la continuidad del

CUADRO II.4: FINANCIAMIENTO INTERNO DEL DÉFICIT FISCAL
(Flujos en millones de Bs. y porcentajes del PIB)

	2004	2005	En porcentajes del PIB	
			2004	2005
FINANCIAMIENTO INTERNO	1.035	-120	1,5	-0,2
CREDITO NETO DEL BCB	-561	-1.543	-0,8	-2,0
Cuasifiscal	-201	-259	-0,3	-0,3
Crédito Neto	-360	-1.285	-0,5	-1,7
Crédito Bruto	462	-2	0,7	0,0
Depósitos	-822	-1.283	-1,2	-1,7
CREDITO NETO DEL SISTEMA FINANCIERO	606	328	0,9	0,4
del cual: Resto Sistema Bancario	123	-304	0,2	-0,4
del cual: Mutuales, Fonvis AFP, SAFI y Ag. de Bolsa (LT's)	438	660	0,6	0,9
OTRO FINANCIAMIENTO INTERNO	989	1.096	1,4	1,4
del cual: Bonos, Cupones y Pagarés	1.055	1.107	1,5	1,4

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO II.5: SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA

	2004	2005	Variación	
			Absoluta	%
(en millones de dólares y porcentajes)				
Externa	5.045	4.941	-104	-2,1
Interna	1.949	2.172	223	11,5
Total	6.994	7.113	119	1,7
(en porcentajes del PIB)				
Externa	57,4	52,1	-5,4	-9,3
Interna	22,2	22,9	0,7	3,2
Total	79,6	75,0	-4,7	-5,8

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO II.6: PERSPECTIVAS DE INGRESOS Y EGRESOS FISCALES
(En porcentajes del PIB)

	2005e	2006p
Ingresos	32,0	34,4
Corrientes	29,9	31,6
Tributarios	16,3	15,8
Impuestos s/hidrocarburos	9,0	11,4
Otros	4,5	4,4
Capital	2,2	2,8
Gastos	30,0	33,0
Corrientes	19,9	21,6
Capital	10,2	11,5
Pensiones	4,1	4,1
Saldo netos global	-2,1	-2,7
Saldo primario	0,9	0,0
Financiamiento	2,1	2,7
Externo	2,3	1,9
Interno	-0,2	0,7

FUENTE: Unidad de Programación Fiscal

ELABORACIÓN: Banco Central de Bolivia – Asesoría de Política Económica

(e) estimado

(p) proyectado

programa de austeridad y control fiscal, se estima que el déficit del SPNF alcanzará 2,7% del PIB en 2006 (Cuadro II.6). El aumento en el déficit en 2006 requerirá de mayores fuentes internas de financiamiento. Los ingresos totales se incrementarían alrededor de dos puntos porcentuales del PIB, principalmente por las recaudaciones del IDH que pasarían de 3% del PIB en 2005 a 5,8% del PIB en 2006. Los ingresos tributarios provenientes de renta interna, aduanera y regalías mineras mostrarían un aumento nominal moderado y experimentarían una ligera reducción en términos del PIB. Los ingresos de capital, por su parte, aumentarían en 0,6% del PIB.

En lo que se refiere al gasto total, se prevé un aumento en tres puntos porcentuales del PIB; la mitad por mayores gastos de capital (inversión pública), y el resto por un mayor gasto corriente atribuible a la creación de nuevos ítems y a los aumentos salariales, especialmente en los sectores de educación y salud. Se asume que estos incrementos serían moderados y coherentes con un programa fiscal de austeridad. También aumentaría el monto de transferencias corrientes, en particular las asociadas a la emisión de certificados fiscales para el subsidio de los precios internos de los combustibles. Los aumentos de sueldos podrían representar un impulso de demanda -a través del consumo- con posibles efectos en los precios. En el segundo caso, el costo del subsidio a los precios de los combustibles podría requerir, en el futuro, un nuevo ajuste en los precios de estos productos, con el consiguiente impacto sobre la inflación.

III. Entorno monetario

III.1 PROGRAMA MONETARIO

Con el objetivo de mantener una tasa de inflación baja y estable, el BCB instrumenta un esquema de política monetaria basado en metas intermedias de cantidad. Es decir, fija límites a la expansión del Crédito Interno Neto (CIN), a objeto de que la oferta monetaria sea consistente con la demanda de dinero del público y no resulte en presiones inflacionarias. El esquema se complementa con la determinación de una meta de Reservas Internacionales Netas (RIN), que responde a las características de la economía boliviana: abierta, con régimen de tipo de cambio fijo aunque deslizante y con elevados niveles de dolarización. Por tanto, el programa monetario del BCB tiene como metas intermedias niveles máximos de CIN y límites mínimos de RIN. La meta operativa es la liquidez del sistema financiero, definida como el excedente de encaje. El esquema descrito se expresa en un Programa Monetario que de manera anual aprueba el Directorio del BCB.⁶

La sexta revisión del Acuerdo *Stand By* con el FMI estableció la modificación de los criterios de desempeño para la gestión 2005. El Programa Monetario y Financiero reformulado se sustentó en la revisión de las proyecciones de crecimiento de la actividad económica de 4,5% a 3,9% y de inflación de 3,8% a 4,2%. El nuevo programa determinó un crecimiento máximo del CIN de Bs10 millones, un aumento mínimo de las RIN de \$us135 millones y una contracción del crédito neto del BCB al Sector Público

⁶ El Programa Monetario forma parte de un programa macroeconómico más amplio (programa financiero), que permite establecer consistencia con la política fiscal y las proyecciones de la actividad económica y de las operaciones del sector privado financiero y no financiero.

CUADRO III.1: PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO 2005
(Flujos programados y ejecutados, en millones)

		Original ^{1/}	Meta		Ejecución ^{3/}	Margen (+) Desvío (-)
			Reprog. ^{2/}	Ajustada		
VARIABLES FISCALES						
Déficit del Sector Público	millones de Bs	3.763	2.728	2.721	1.557	1.165
Financiamiento Interno al Sector Público	millones de Bs	1.174	1.174	1.285	-120	1.404
Deuda ext. neta púb. o con garantía pública hasta 1 año	millones de \$us	25	25	25	0	25
Deuda ext. neta púb. o con garantía púb.no concesional	millones de \$us	14	14	10	-33	43
VARIABLES MONETARIAS						
Crédito Interno Neto total	millones de Bs	102	10	161	-2.208	2.369
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	millones de Bs	137	-30	-30	-1.285	1.255
Reservas Internacionales Netas del BCB	millones de \$us	40	135	117	504	387

Fuente: Banco Central de Bolivia

/1 Cifras aprobadas por el Directorio del BCB el 22/02/2005 y por el Directorio del FMI el 08/04/2005.

/2 Acordado en octubre 2005.

/3 Cifras preliminares.

Nota: La información es a tipo de cambio fijo de dólar, DEG y oro.

CUADRO III.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO DEL BCB
(Flujos en millones de bolivianos)

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA	I Sem-2005	II Sem-2005	Ene-Dic - 2005
1. EMISION		-238	2.135
2. CREDITO INTERNO NETO	-451		-1.757
2.1 Sector Público	-752		-792
2.2 Sistema Financiero	210		-814
del cual: Encaje legal	237		-517
LT's D y BT's	100		-321
2.3 Otras Instituciones Financieras	13		1
2.4 Otros	74		-157
2.5 Obligaciones de Mediano y Largo Plazo	4		4
3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (en mill.\$us.)	212		3.892
	26		478

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACION: BCB –Asesoría de Política Económica

no Financiero de Bs30 millones.⁷ Con base en estos supuestos macroeconómicos y otras medidas de ajuste fiscal, se redujo la meta de déficit fiscal para 2005, de 5% a 3,5% del PIB.

El Cuadro III.1, revela que en 2005 todas las metas cuantitativas del Programa Financiero fueron cumplidas con amplios márgenes. El déficit fiscal y su financiamiento fueron menores debido al importante incremento de las recaudaciones por la introducción del IDH, el aumento de recaudaciones del Impuesto a las Utilidades de las Empresas, la mayor eficiencia del Servicio de Impuestos Nacionales y precios favorables de exportación del gas. También influyó el incremento de la demanda interna y externa, y la evolución del tipo de cambio que se tradujo en menor presión del servicio de la deuda pública.

Por su parte, el margen observado en las RIN se explica tanto por el comportamiento de las exportaciones como por la política cambiaria seguida por el banco central (ver la sección de política cambiaria). Durante 2005, se acentuó la acumulación de RIN observada en los últimos tres años, obteniéndose un incremento de \$us503,6 millones, sobre todo en el segundo semestre cuando la política cambiaria permitió una mayor captación de dólares.⁸ A fines de 2005 el nivel de cobertura de las reservas alcanzó 71,1% de los depósitos bancarios en moneda extranjera, en contraste con 49,4% a fines de 2004.⁹

Las operaciones de cambio que se generaron en el segundo semestre como resultado de la reorientación de la política cambiaria, determinaron fuertes incrementos de las RIN del BCB y de la emisión monetaria. La expansión de la emisión fue atenuada en parte con los instrumentos que dispone el BCB: mayores colocaciones netas de títulos e incrementos de encaje constituido.¹⁰ Además, las acciones de la política monetaria se vieron facilitadas con la reducción del CIN al Sector Público no Financiero y

⁷ El programa monetario original consideraba un crecimiento del CIN del BCB de Bs102,3 millones, expansión del CIN del BCB al SPNF en Bs137,2 millones y aumento de las RIN del BCB de \$us40,0 millones.

⁸ El monto señalado corresponde a las reservas calculadas según acuerdos con el FMI, manteniendo constante el precio del oro y el tipo de cambio del DEG.

⁹ La cobertura se define como la relación entre las reservas disponibles del BCB y los depósitos bancarios en dólares. (Reservas disponibles del BCB = Reservas brutas del BCB – Oro + RAL ME de bancos).

¹⁰ El incremento del encaje constituido respondió, en su mayor parte, a depósitos voluntarios por una actitud cautelosa de las entidades financieras. Sin embargo, durante la gestión se incrementaron también los requerimientos de encaje legal para depósitos en moneda extranjera.

con la acumulación de encajes voluntarios en el BCB por parte de las entidades financieras. La contracción del CIN apoyó los esfuerzos dirigidos al control de la emisión e inflación. De esta forma, el incremento de las RIN fue sustancialmente mayor al incremento de la emisión monetaria (Cuadro III.2). Sin embargo, esta última registró un incremento importante de 44,3%, que estuvo sustentado principalmente por el mayor dinamismo de la economía y el proceso de sustitución de circulante en moneda extranjera por moneda nacional.¹¹

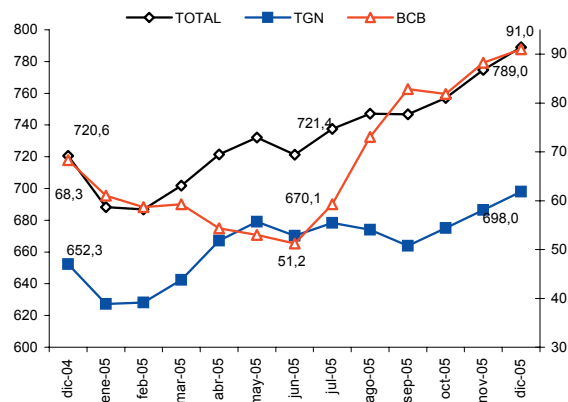
III.2 MERCADO MONETARIO

III.2.1 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) constituyen el principal instrumento indirecto del BCB para regular la cantidad de dinero de la economía.¹² Además, el BCB cuenta con otros instrumentos indirectos: créditos de liquidez otorgados a las entidades financieras donde la modalidad más importante es el otorgamiento de créditos con garantía del Fondo RAL (Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos que se constituye con recursos del encaje legal en títulos) y, servicios de depósito en el banco central mediante los cuales las entidades colocan recursos financieros en el BCB que son remunerados. El régimen de encaje legal también sirve como instrumento de regulación monetaria, aunque su principal uso es más de tipo prudencial. Las operaciones de compra y venta de divisas regulan también la liquidez en MN.

Como el BCB es uno de los participantes más importantes del mercado de títulos públicos, puede influir significativamente, tanto en el volumen como en sus tasas de rendimiento. Junto al TGN determinan casi la totalidad de la oferta de títulos públicos. Sin embargo, a diferencia de las colocaciones del BCB, que sirven para regulación monetaria, las del TGN no tienen impacto monetario, más allá de un efecto transitorio, ya que los recursos obtenidos son utilizados para financiar el gasto público o refinanciar la deuda que vence. Los bancos y otras entidades de intermediación financiera, como las SAFI, Agencias de

GRÁFICO III.1
EVOLUCIÓN DE LA COLOCACIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS
(Saldos netos en millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACION: BCB –Asesoría de Política Económica

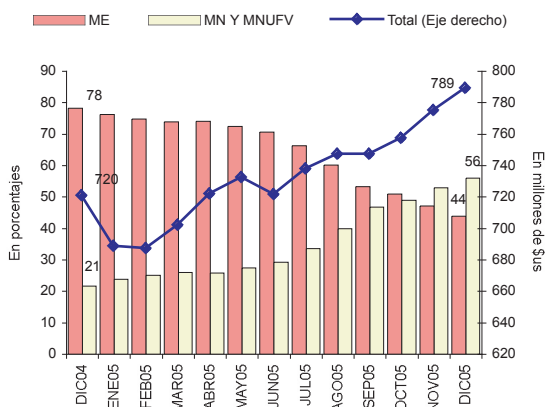
¹¹ Hay que notar que en una economía dolarizada como la boliviana, el público utiliza circulante en dólares.

¹² Las OMA consisten principalmente en la colocación y redención de títulos públicos, principalmente Letras del Tesoro serie D (LT-D). Asimismo, se realizan operaciones de reperto con estos títulos.

Bolsa y otras, son los principales demandantes de los títulos públicos.

A partir del segundo semestre de 2005, en vista del potencial impacto monetario de las operaciones de cambio, el BCB llevó a cabo colocaciones netas de títulos públicos, para disminuir las presiones inflacionarias. Al 30 de diciembre de 2005, el saldo de títulos públicos colocados por el BCB alcanzó \$us91 millones que, comparado con el saldo de fines de la gestión anterior, significó una emisión neta de \$us22,7 millones, y de \$us39,8 millones en el segundo semestre. El TGN, por su parte, realizó también una colocación más activa en el segundo semestre, el incremento neto en el año alcanzó aproximadamente a \$us46 millones (Gráfico III.1).

GRÁFICO III.2
COMPOSICIÓN DE LOS TÍTULOS PÚBLICOS POR MONEDAS
(En millones de dólares y porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB –Asesoría de Política Económica
(1) Letras y Bonos del Tesoro series C y D

Las autoridades monetarias y fiscales aprovecharon las ventajas de las condiciones de mercado (alta liquidez y moderadas tasas de interés), para cambiar la composición de la deuda, en favor de la moneda nacional, y alargar los plazos de vencimiento de la deuda del TGN (Gráfico III.2).

III.2.2 TASAS DE INTERÉS

Las tasas de rendimiento de LT's en moneda nacional (MN) a 13 semanas disminuyeron de 5,82% en diciembre de 2004 a 4% en diciembre de 2005 mientras que en moneda extranjera (ME) aumentaron 42 puntos básicos, de 2,53% a 2,95%. En el mercado interbancario, las tasas en moneda extranjera subieron de 1,53% en diciembre de 2004 a 4,44% en diciembre de 2005. En moneda nacional, aumentaron de 1,78% a 2,86%. Las tasas de interés ponderadas para créditos de liquidez con garantía de Fondos RAL en MN y ME disminuyeron de 7,5% a 6,75% en el primer caso y de 9% a 8,75% en el segundo. Con relación a la tasa de reportos para operaciones en moneda nacional ésta disminuyó de 6,01% a 5,26% y en moneda extranjera de 7,52% a 7,25%.

La caída de las tasas de interés de Repos y RAL fue posible debido a los altos niveles de liquidez del sistema. El incremento a mediados de año debido a los efectos de los conflictos sociales fue transitorio. Con relación a las tasas de colocación de títulos públicos, la disminución de la tasa en moneda nacional refleja una reducción en las expectativas inflacionarias y de depreciación del boliviano (Gráfico III.3) mientras

que la subida en moneda extranjera es atribuible al aumento de tasas internacionales, que también afectó a la tasa interbancaria en ME.

III.2.3 LIQUIDEZ

Las condiciones de colocación de títulos dependen de la disponibilidad de liquidez de los demandantes de estos instrumentos, particularmente de las entidades de intermediación. Mientras mayor sea la liquidez, las colocaciones de títulos públicos pueden realizarse en mayores volúmenes y con menores tasas de interés, lo que efectivamente ocurrió en 2005. En efecto, el año pasado aumentaron los excedentes de encaje legal del sistema bancario, en especial en el último bimestre del año cuando los bancos acumularon recursos líquidos con fines precautorios ante la posible caída de depósitos.

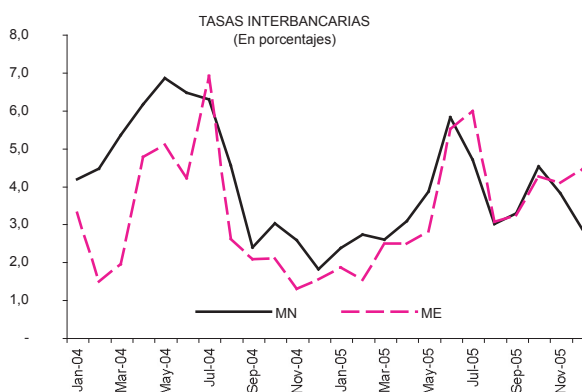
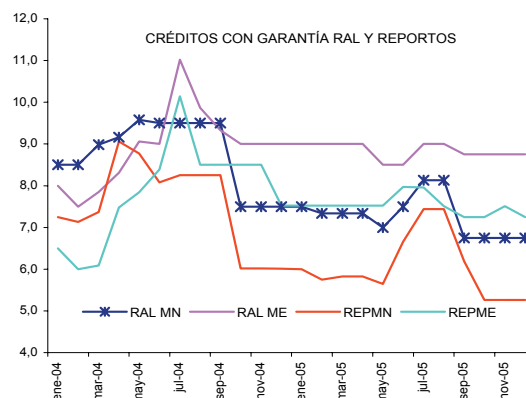
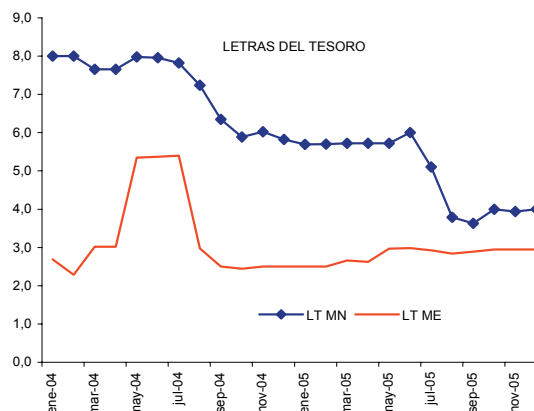
Otros síntomas de la alta liquidez del mercado en 2005 fueron:

- i) El menor volumen de operaciones interbancarias en ME y MN. En 2005, las operaciones interbancarias en ME fueron casi la mitad de las registradas en 2004, mientras que las operaciones en MN rondaron el 95% de las realizadas en 2004.¹³
- ii) En su rol de prestamista de última instancia, el BCB mantuvo los mecanismos de provisión inmediata de liquidez (reportos y créditos con garantía del Fondo RAL). Empero, el volumen de requerimientos fue bajo, a excepción de mayo y junio, cuando se atendió solicitudes del sistema financiero derivadas del retiro de depósitos del público ante la incertidumbre política y social que finalmente fue superada.

III.2.4 ENCAJE LEGAL

El encaje legal es un instrumento prudencial de la política monetaria del BCB. El artículo 7 de la Ley 1670 da facultades al BCB para establecer encajes legales de obligatorio cumplimiento por parte de los bancos y entidades de intermediación financiera. Los requerimientos de encaje inciden en la disponibilidad

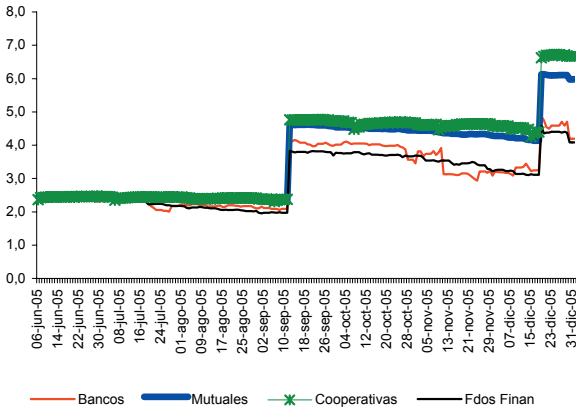
GRÁFICO III.3: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL MERCADO MONETARIO (En porcentajes)



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

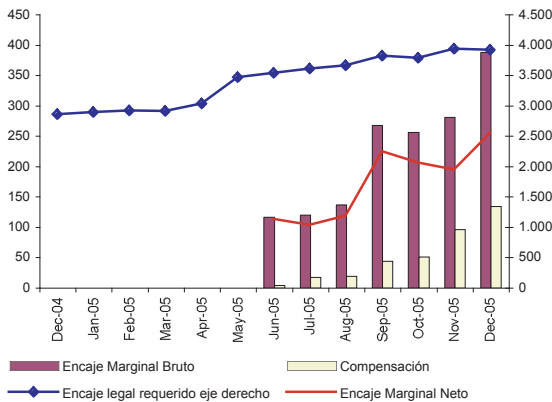
¹³ Durante 2005, el BCB no activó el servicio extendido de depósitos ni el servicio restringido de depósitos para la captación de recursos del sistema financiero, dado el comportamiento de las tasas interbancarias y de las Reservas Internacionales Netas.

GRÁFICO III.4: TASAS EFECTIVAS DIARIAS DE ENCAJE ADICIONAL (En porcentaje)



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

GRÁFICO III.5 EVOLUCIÓN DEL ENCAJE CONSTITUIDO EN 2005 (En millones de Bs.)



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

de recursos del sistema y consiguientemente en el nivel de liquidez y en el volumen de crédito.

A efectos de introducir mayores requerimientos de activos líquidos que permitan disminuir los riesgos en el sistema financiero y contribuyan a fortalecer la capacidad del Ente Emisor como prestamista de última instancia, el BCB aprobó un nuevo Reglamento de Encaje Legal en abril de 2005 (R.D. 048/2005). Se determinó mantener el encaje para depósitos en moneda nacional y en UFV en 12% (2% en efectivo y 10% invertido en títulos), pero aumentarlo para las operaciones en ME y MVDOL a 14% (2% en efectivo y 12% en títulos).

Adicionalmente, se estableció que los depósitos en ME y en MVDOL por encima de 80% del nivel registrado al 31 de marzo de 2005 estén sujetos a un encaje adicional con tasas sujetas a un incremento gradual: 2,5% (entre el 06/06/05 y 11/09/05), 5% (entre el 12/09/05 y 18/12/05) y 7,5% (a partir del 19/12/05). Esta norma también dispuso la posibilidad de compensar el encaje adicional con el crecimiento de los depósitos en moneda nacional o en UFV por encima del nivel registrado al 31 de marzo de 2005. Estos cambios reducen la vulnerabilidad del sistema financiero a través de la constitución de mayores recursos líquidos e incentivan la captación de depósitos en moneda nacional y en UFV. Producto de la norma, se incrementaron las tasas efectivas de encaje aunque su efecto se moderó con la expansión de depósitos en moneda nacional (Gráfico III.4).

Tanto el incremento del encaje en títulos de 10 a 12%, como el encaje marginal, tuvieron un impacto importante en los requerimientos de encaje. El mecanismo de compensación indujo a los bancos a captar depósitos en bolivianos, como medio para disminuir los requerimientos de encaje (Gráfico III.5).

III.2.5 PERSPECTIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 2006

Durante 2006 la política monetaria estará orientada a afianzar el entorno de inflación baja y estable de los últimos años. Se buscará el cumplimiento de los límites de CIN en el programa monetario, para asegurar que la oferta de dinero sea consistente con las estimaciones de la demanda, con el objetivo de mantener la estabilidad de precios. Con sujeción

a lo anterior, se continuará impulsando políticas que privilegien una mayor participación de la moneda nacional en los agregados monetarios.

El programa monetario considera un crecimiento de la actividad económica de 4,1% y un objetivo de inflación en torno a 4%. Asimismo, se proyecta que el crédito neto del BCB al sector público no financiero tendría una variación moderada durante la gestión. Con los supuestos macroeconómicos mencionados, se estima un déficit fiscal en torno a 2,7% del PIB; que refleja el incremento de los ingresos por IDH y los aumentos anunciados a los sectores de educación y salud, además de un incremento moderado a la masas salarial.

Como resultado, las principales metas cuantitativas del programa monetario de 2006 son: i) expansión máxima del CIN total de Bs451 millones; ii) límite máximo de CIN del BCB al sector público no financiero (sin cuasifiscal) de Bs500 millones; y iii) acumulación de RIN del BCB por al menos \$us100 millones. Se estima que a lo largo del año será necesaria una activa colocación neta de títulos del BCB mediante OMA.

III.3 EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

III.3.1 BASE MONETARIA

El nivel de RIN alcanzado en 2005 es inédito en nuestra historia económica. En 2005 éstas registraron un crecimiento -en bolivianos- de 51,8%, constituyéndose en el principal determinante del crecimiento de la oferta de Base Monetaria (36,6%). En cuanto a la demanda de base, el circulante en poder del público creció en 44,7%, y las reservas bancarias en 20,2%. Resalta el aumento de la participación de las reservas bancarias en moneda nacional y en UFV, de 62,8% a fines de 2004 a 76% a fines de 2005, resultado de los incentivos para operaciones en moneda nacional. (Cuadro III.3).

En términos reales, tanto los billetes y monedas en poder del público como las reservas bancarias crecieron a un ritmo mayor: 38% en 2005, vs. 14,6% en 2004. El agregado M1 creció a una tasa real de 34,7% mientras que el M'1, que incluye el componente en moneda extranjera, solamente en 16,8%. Un comportamiento

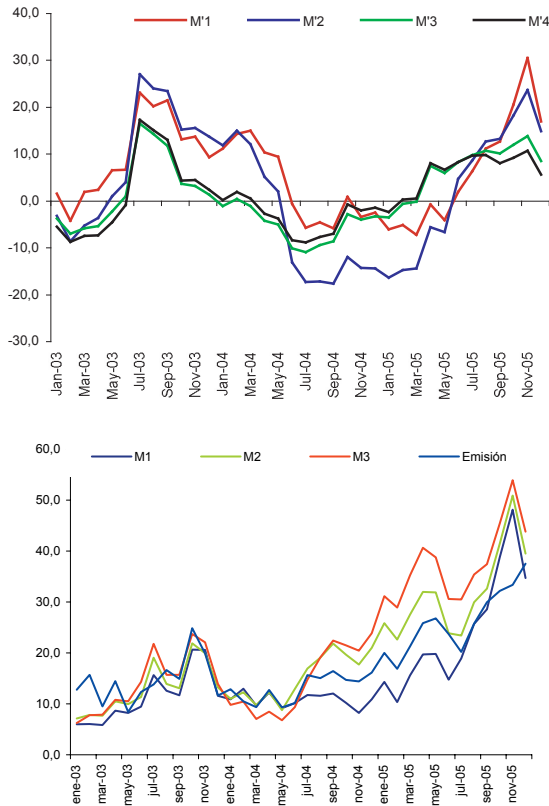
CUADRO III.3: DETERMINANTES Y COMPONENTES DE LA BASE MONETARIA
(Millones de bolivianos y porcentajes)

	2004	2005	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
DETERMINANTES	5.769,2	7.882,7	2.113,5	36,6%
Reservas Internacionales Netas	9.031,3	13.713,3	4.682,0	51,8%
Crédito Neto al Sector Público	1.905,0	688,1	-1.216,9	-63,9%
Crédito a Bancos	2.182,1	2.071,4	-110,7	-5,1%
OMA	535,1	710,1	175,0	32,7%
Otras Cuentas (Neto)	-6.814,2	-7.880,0	-1.065,8	-15,6%
COMPONENTES	5.769,2	7.882,7	2.113,5	36,6%
Billetes y Monedas	3.865,4	5.594,2	1.728,8	44,7%
Reservas Bancarias	1.903,8	2.288,5	384,7	20,2%

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACION: BCB -Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.6: AGREGADOS MONETARIOS
(Tasas de crecimiento reales a doce meses)



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

similar se observó en M2 y M3, que crecieron en términos reales a tasas elevadas. En cambio, los respectivos agregados que incluyen moneda extranjera (M'2 y M'3) crecieron más moderadamente (Gráfico III.6). Este comportamiento ilustra el crecimiento de la demanda por bolivianos y la sustitución de depósitos en moneda extranjera por moneda nacional.¹⁴ Hubo una recuperación de los depósitos en ME que, sin embargo, no fue de la magnitud observada en los depósitos en moneda nacional. En términos reales, el incremento de M'3 especialmente a partir del segundo semestre de 2005, respondió en gran medida al entorno político y social más estable.

La preferencia del público incidió directamente en una mayor participación de la moneda nacional y de la UFV en los mercados financieros, permitiendo una reducción significativa de la dolarización de depósitos, de 89% en diciembre de 2004 a 83,9% a fines de 2005. En este sentido, durante 2005 el boliviano acrecentó sus funciones de dinero y fue cada vez más utilizado tanto con fines de transacción como de unidad de cuenta y de reserva de valor.

En el marco de los objetivos de inflación, crecimiento y una remonetización de 10,9%, se estima un aumento de la demanda por bolivianos en términos nominales de 20,2% en 2006 (Bs1.250 millones). Por otra parte, se estima un incremento del ahorro financiero de 4,7% (equivalente a \$us557,2 millones).

III.4 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA¹⁵

De forma general se podría indicar que el favorable entorno macroeconómico interno y externo de 2005 y la disminución de la dolarización de los pasivos con el sector privado, así como la mejora de las expectativas de los agentes económicos, contribuyeron a un mejor desempeño y a la reducción de vulnerabilidades del sector financiero.

¹⁴ No existe información sobre el circulante en ME. El agregado M'1 incorpora M1 y depósitos vista en ME pero no el circulante en ME. La sustitución de circulante en ME por MN provoca un incremento en el agregado M1 (que incorpora circulante en MN y depósitos vista en MN) y en M'1. Sin embargo, un cambio de composición en el circulante total no genera presiones inflacionarias porque no altera el volumen de medios de pago.

¹⁵ Los depósitos y la cartera se compilan de acuerdo con normas y metodologías del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del FMI (MEMF). Tanto en depósitos como cartera se incluye la información de bancos en liquidación. En cartera, se excluyen los créditos del sistema financiero al sector público.

III.4.1 DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO

A fines de 2005, los depósitos del público en el sistema financiero alcanzaron \$us3.590,7 millones, lo que representó un crecimiento de 9,7% respecto a 2004. Esta recuperación de los depósitos se debe principalmente al dinamismo de la actividad económica y a la mayor confianza del público en el sistema financiero. Está recuperación tuvo la particularidad de haberse producido mediante un incremento significativo de los depósitos en bolivianos (Gráfico III.7).

Durante la gestión, las tasas de crecimiento para los depósitos en moneda nacional alcanzaron porcentajes de hasta 72,3% mientras que las tasas correspondientes a moneda extranjera no sobrepasaron el 10,2%. En variaciones absolutas, entre diciembre de 2004 y diciembre de 2005, se produjo un incremento de \$us216,8 millones en los depósitos en moneda nacional y de \$us99,3 millones en moneda extranjera. Los depósitos en caja de ahorros fueron los que mayor crecimiento observaron (17,8%), seguidos de los depósitos a la vista (7,6%) y los depósitos a plazo fijo (6,2%).

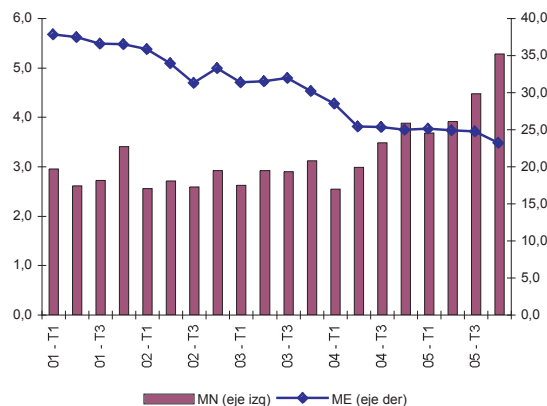
III.4.2 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

Después de varios años de contracción, el crédito del sistema financiero al sector privado se expandió durante 2005. El saldo de préstamos totales alcanzó a aproximadamente \$us3.751 millones, originando un aumento de \$us134 millones.

Por otra parte, el índice de morosidad disminuyó porque los principales sectores que reciben préstamos del sistema (industria manufacturera, agricultura y ganadería) mejoraron su capacidad de repago, debido al mayor dinamismo de su actividad económica. La apreciación del tipo de cambio en el mercado cambiario también puede haber contribuido a mejorar la capacidad de pago de los prestatarios, sobre todo de empresas pertenecientes al sector no transable.

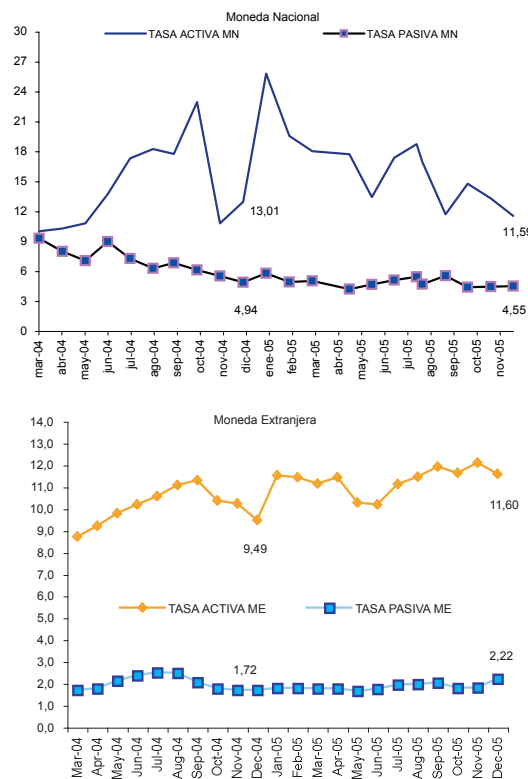
La sustitución de depósitos permitió una mayor colocación de préstamos en moneda nacional. Si bien todavía este fenómeno es incipiente, el incremento es digno de destacar. El incremento de los créditos en moneda nacional representó el 87,1% del aumento total observado. En la medida que se produzcan

GRÁFICO III.7: EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO POR MONEDA (En porcentajes del PIB)



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

GRÁFICO III.8: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE INTERMEDIACIÓN (Porcentajes)



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

mayores captaciones en moneda nacional, el crédito en bolivianos podrá ir dinamizándose.

III.4.3 TASAS DE INTERÉS

Entre diciembre de 2004 y 2005, la tasa pasiva en moneda nacional disminuyó de 4,94% a 4,55% y la activa de 13,01% a 11,59%. La reducción de la tasa activa habría generado mayor demanda de crédito en moneda nacional. Por su parte, las tasas en moneda extranjera se incrementaron: la pasiva de 1,72 a 2,22% mientras que la activa de 9,49% a 11,6% (Gráfico III.8).

CUADRO III.4: DEPÓSITOS Y COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO
(Tasas de crecimiento anual y porcentajes)

	2005	2006p
Depósitos	9,1	10,8
Bolivianos	46,2	98,1
UFV	192,0	104,2
Moneda extranjera	2,9	-6,0
Colocaciones	3,2	11,0
Bolivianos y Ufv	98,4	131,1
Depósitos en dólares (% del total)	83,9	71,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACION: BCB –Asesoría de Política Económica
(p) proyectado

III.4.4 PERSPECTIVAS DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN 2006

De mantenerse las condiciones macroeconómicas favorables, las perspectivas de la intermediación financiera podrían continuar siendo positivas. Se estima un crecimiento cercano a 11% tanto para los depósitos como para las colocaciones al sector privado (Cuadro III.4).

Continuando con el proceso de remonetización, que apunta a disminuir la vulnerabilidad del sistema financiero nacional, se continuaría incrementando la participación de la moneda nacional tanto en depósitos como en colocaciones. En este sentido, se espera que los depósitos en bolivianos y Ufv, se dupliquen en 2006; por el contrario, los depósitos en moneda extranjera disminuirían como resultado de una mayor preferencia por la moneda nacional. Por el lado de la cartera, las colocaciones en moneda nacional contribuirían a reducir el riesgo crediticio al aminorar de manera parcial el riesgo de descalce en la fuente de repago.

IV. Mercado cambiario

La Ley 1670 establece que la determinación del régimen cambiario y la ejecución de la política cambiaria son atribuciones del Banco Central de Bolivia. Desde la segunda mitad de los ochenta, Bolivia cuenta con un régimen de tipo de cambio deslizando (*crawling peg*) incompleto, que consiste en pequeñas depreciaciones o apreciaciones -no anunciadas- del boliviano respecto al dólar estadounidense. La política cambiaria se orienta a mantener un tipo de cambio real competitivo, con sujeción al logro de una inflación baja y estable.

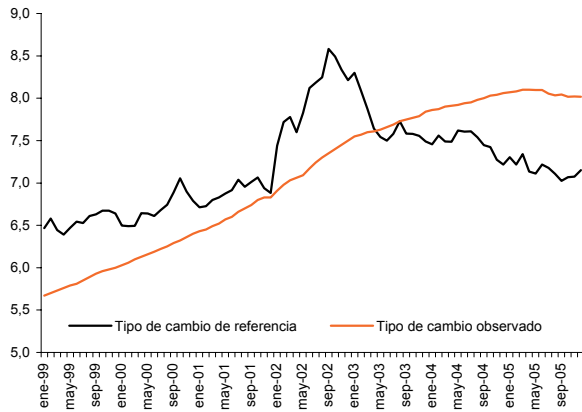
Los movimientos cambiarios de los principales socios comerciales han favorecido la competitividad, por lo que en 2005 el BCB ha continuado con el manejo cauteloso de la política cambiaria. El cálculo del tipo de cambio de referencia¹⁶ muestra que el boliviano ha alcanzado un nivel competitivo desde el segundo semestre de 2003, lo que ha motivado a dirigir esfuerzos hacia una menor depreciación nominal del tipo de cambio (Gráfico IV.1). También se ha considerado la existencia del efecto transmisión de la depreciación a la inflación, por lo que la política cambiaria habría contribuido a controlar el aumento de precios.¹⁷

Las medidas cambiarias adoptadas a partir de julio de 2005 contribuyeron en forma efectiva a la remonetización de la economía. Durante el primer trimestre de 2005 el boliviano se depreció levemente 0,4%, mientras que en el segundo trimestre la cotización oficial del dólar en el Bolsín se mantuvo en Bs8,10 por

¹⁶ El BCB calcula internamente y de forma diaria un indicador de tipo de cambio real que es comparado (en las mismas unidades de medición) con la evolución del tipo de cambio nominal.

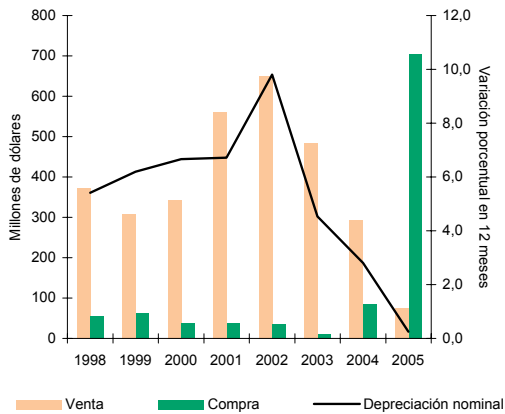
¹⁷ La política cambiaria considera también la estabilidad del sistema financiero. Debido al elevado grado de dolarización financiera y el problema de descalce de monedas entre los prestatarios de las entidades financieras, una depreciación importante del tipo de cambio podría reducir la capacidad de pago de los prestatarios, empeorando la calidad de la cartera crediticia y ocasionando un deterioro en el balance de las entidades financieras.

GRÁFICO IV.1: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y DE REFERENCIA¹⁸
(Bolivianos por dólar estadounidense)



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

GRÁFICO IV.2: COMPRA Y VENTA DE DÓLARES POR EL BCB
(En millones de dólares y porcentajes)



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

dólar estadounidense. El 15 de julio de 2005, el Comité de Política Monetaria y Cambiaria del BCB (CPMC) decidió disminuir la cotización del tipo de cambio de venta de Bs8,10 por dólar a Bs8,09 y complementar la apreciación de la moneda con una disminución del tipo de compra de Bs8,08 a Bs8,05. El 29 de julio, el CPMC nuevamente amplió el *spread* entre el tipo de cambio de venta y compra reduciendo la cotización del tipo de cambio de compra a Bs8,03. El 12 de septiembre el CPMC decidió disminuir nuevamente la cotización del tipo de cambio de compra y venta a Bs8,02 y Bs8,08 respectivamente. Finalmente, el 25 de octubre el CPMC redujo por última vez el tipo de cambio de compra en 2 puntos con lo cual alcanzó una cotización de Bs8 por dólar. El *spread* entre el tipo de cambio de venta y compra alcanzó a 8 centavos, equivalente a 1% del tipo de cambio de compra.

La ampliación del *spread* tuvo el objetivo de profundizar el uso del boliviano en las transacciones económicas (en especial de carácter financiero); y significó una depreciación de 0,2% del tipo de cambio de venta, mientras que el de compra se apreció 0,5%. La ampliación del *spread* permitió un mayor dinamismo en el mercado cambiario del sector privado, terminando el año 2005 con un tipo de cambio de Bs8,02. Es de resaltar que a partir de mayo de 2005 el BCB recoge y difunde la información de montos y tipos de cambio observados en las operaciones del sistema financiero con el público y en el mercado interbancario. Estas apreciaciones han contribuido al desarrollo de un mercado cambiario privado, de carácter más dinámico y flexible, al margen de las operaciones del BCB, que se espera que se desarrolle aún más durante 2006.

La dirección tomada por la política cambiaria respondió tanto a la menor demanda de dólares en el Bolsín observada desde 2004 como a la mayor cantidad de dólares ofrecidos por el sistema financiero al banco central. La demanda del sistema financiero en el Bolsín en 2005 alcanzó a \$us74,6 millones, mientras que las compras del BCB al sistema financiero fueron muy superiores, alcanzando a \$us693 millones (Gráfico IV.2). El nivel de compras alcanzó un record histórico mientras que el nivel de ventas se constituyó en el más bajo de los últimos años.

¹⁸ El tipo de cambio de referencia se calcula manteniendo constante el tipo real (base Agosto de 1993=100). Un tipo de cambio observado por encima del de referencia indica subvaluación del tipo de cambio observado. Por debajo, muestra una sobrevaluación del mismo.

Este fenómeno respondió al mayor dinamismo del sector exportador a partir de 2004, así como a la importante tenencia de efectivo en dólares en poder del público, derivada de los episodios de retiros de depósitos ocurridos en años recientes en el sistema financiero. Otro factor importante que incidió en la menor demanda de dólares fue la aplicación del ITF desde mediados de 2004, que aumentó los costos de transacción en dólares. Asimismo, la nueva norma de encaje y las medidas cambiarias permitieron consolidar una mayor demanda por bolivianos. Como resultado, las reservas internacionales netas del BCB aumentaron 53% en 2005, llegando al nivel récord de \$us1.714 millones a fines de diciembre.

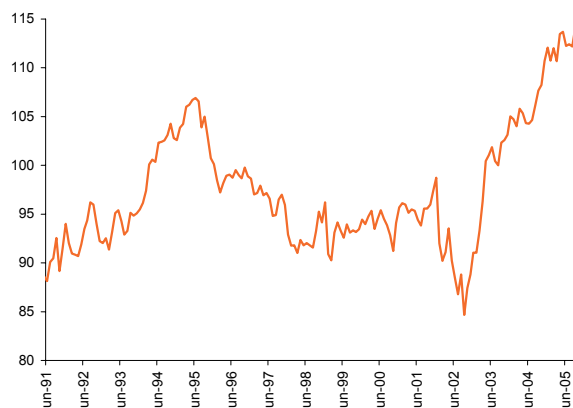
El Índice del Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) evalúa cuantitativamente la competitividad del país frente a nuestros socios comerciales en función a las inflaciones y depreciaciones de las monedas con relación al dólar estadounidense (Gráfico IV.3). Las apreciaciones de las monedas de nuestros socios comerciales respecto al dólar estadounidense ocurridas durante 2005 permitieron mejorar la competitividad del país. El ITCER alcanzó su nivel histórico máximo (114,24) en septiembre de 2005 y a fines de 2005 cayó a 111,21.

Durante la gestión 2005, el nivel alcanzado por el tipo de cambio real fue un incentivo para la actividad económica en general y el sector exportador en particular. Esto en virtud a que las exportaciones de productos no tradicionales como la soya, la madera, los artículos de cuero y los productos manufactureros son sensibles a las variaciones de precios de los artículos de exportación y del tipo de cambio real.

El tipo de cambio competitivo fue un instrumento de estabilización del PIB. Se estima que en los dos últimos años el tipo de cambio real habría contribuido con un punto porcentual al crecimiento de las exportaciones no tradicionales. De esa forma, se limitó la caída del sector exportador no tradicional en 2005 y al hacerlo se posibilitó que el PIB alcanzara un nivel más elevado.

Por otra parte, la política cambiaria contrarrestó las presiones inflacionarias provenientes de la inflación importada. Cálculos internos indican que la inflación se atenuó en 0,8% por el efecto de la política cambiaria más pausada.

GRÁFICO IV.3: EVOLUCIÓN DEL ITCER
(Índice, base Agosto-2003=100)



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

V. Evolución y perspectivas de la inflación

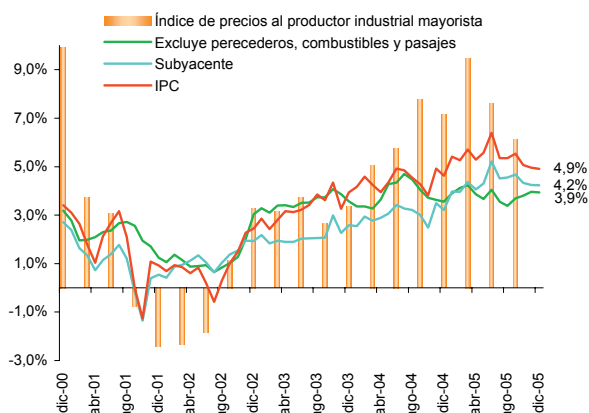
V.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación alcanzó 4,9% en 2005. Este nivel fue ligeramente mayor al registrado en 2004 y superior a las metas original (3,8%) y ajustada (4,2%) que estableciera el BCB. Los principales elementos en el comportamiento de la inflación fueron los factores de oferta, como el alza de los precios de los carburantes a fines de 2004 (10% la gasolina y 15% el diesel), que incidieron principalmente en los precios del transporte público en las ciudades de Cochabamba y Santa Cruz, y el desabastecimiento de productos de primera necesidad asociado a los problemas político-sociales de mayo y junio de 2005 que afectaron especialmente a las ciudades de La Paz y El Alto.

La inflación subyacente (que excluye los productos con variaciones extremas de precios y los productos estacionales) alcanzó 4,2%, en línea con la meta revisada del BCB. La medida de inflación que excluye bienes perecederos, combustibles y transporte público mostró una variación de 3,9%, lo cual refleja la importancia de los *shocks* de oferta durante 2005. Por otra parte, es importante destacar que el Índice de Precios al Productor Industrial Mayorista, que constituye un indicador líder de la inflación, mostró una clara tendencia a la baja, lo que estaría indicando el inicio de un ciclo descendente de la inflación desde el segundo trimestre de 2005 (Gráfico V.1).

El Gráfico V.2 muestra la descomposición de la inflación a doce meses en función a las incidencias de los principales grupos que conforman el IPC. A nivel nacional, los bienes perecederos, los combustibles y pasajes explicarían casi la mitad de la inflación de 2005. También es importante mencionar que debido a la apreciación de las monedas de los vecinos

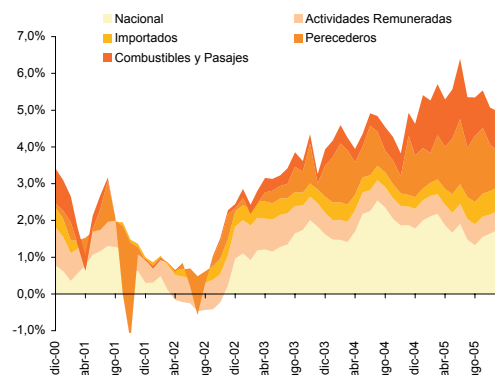
GRÁFICO V.1: INDICADORES DE INFLACIÓN
(Variación en 12 meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

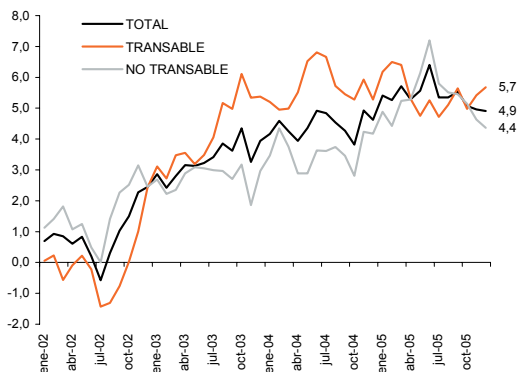
GRÁFICO V.2: DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN A DOCE MESES
(Incidencias, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO V.3: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD
(En porcentajes, variaciones a 12 meses)



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

comerciales de Bolivia, la incidencia de los precios de los bienes importados en el total se habría duplicado. Como era de prever, la inflación a 12 meses descendió a 3,9% en enero de 2006. Esta disminución en un punto porcentual, refleja el impacto puntual del alza de precios de los carburantes en la gestión 2005.

Mediante una descomposición de la inflación de acuerdo con el criterio de transabilidad, se observa que durante la primera mitad del año la inflación del componente no transable se situó por encima de la del componente transable. Ello se debió principalmente, mas no únicamente, al impacto de la elevación de los precios de los carburantes sobre los precios del transporte público y la escasez de productos de primera necesidad no transables (pan y verduras) durante los conflictos de medio año. Posteriormente, las variaciones de los precios de los bienes y servicios no transables fueron de menor magnitud que las de los transables. Al finalizar el año, la inflación de transables fue 5,7% y la de no transables 4,4%. Este comportamiento estaría asociado a la apreciación de las monedas de nuestros vecinos comerciales que, como se mencionó previamente, habría contribuido a elevar los precios de los productos importados (Gráfico V.3).

CUADRO V.1: INFLACIÓN E INCIDENCIAS POR CIUDADES EN 2005
(En porcentajes)

Inflación				
	La Paz	Santa Cruz	Cochabamba	El Alto
Dic/04	3,89	4,96	5,44	4,37
Dic/05	3,98	4,41	7,87	3,13
Incidencia				
	La Paz	Santa Cruz	Cochabamba	El Alto
Dic/04	1,40	1,60	1,20	0,41
Dic/05	1,42	1,43	1,75	0,30

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

La inflación por ciudades en las que se calcula el IPC, muestra un comportamiento diferenciado de los precios: mientras que La Paz y El Alto presentaron inflaciones menores a 4% en 2005 a pesar de los conflictos sociales de mediados de año, Santa Cruz y, en particular Cochabamba, registraron tasas más altas de inflación (4,4% y 7,9%, respectivamente). El comportamiento de los precios en Cochabamba se tradujo en la incidencia más importante en la inflación (1,75%), alrededor de un tercio de la inflación total. (Cuadro V.1).

Un primer aspecto que parece haber incidido de manera determinante en la evolución de precios en la ciudad de Cochabamba es la elevación de las tarifas del transporte público, tras haberse mantenido sin modificaciones desde mediados de 2000, cuyo incremento no sólo habría respondido al cambio en los precios de los carburantes de fines de 2004. Mientras que en las ciudades de La Paz, El Alto y Santa Cruz el incremento en las tarifas del transporte público fue nulo o relativamente pequeño, en la ciudad de Cochabamba éstas se incrementaron más de 35%, lo

que incidió fuertemente en la inflación de la ciudad y del país a principios de año.

Por otra parte, parecen existir presiones inflacionarias asociadas al mayor ritmo de actividad económica de la ciudad de Cochabamba con relación al resto del país, especialmente en el sector de la construcción (Gráfico V.4). También es posible que exista una mayor disponibilidad de liquidez relacionada con las remesas de trabajadores en el exterior, ya que una parte importante de los emigrantes procede de esa ciudad.

V.2 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

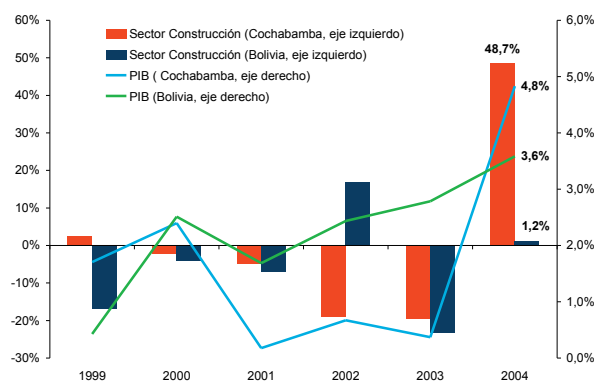
Esta sección presenta la proyección de la inflación para los cuatro trimestres de 2006, de acuerdo con el análisis técnico y el criterio expresado por el Directorio del BCB.¹⁹ La proyección está condicionada al comportamiento estimado de variables macroeconómicas externas e internas, que se detallará por separado.

V.2.1 ACTIVIDAD EXTERNA E INTERNA

Existe una relación importante entre la actividad externa e interna: un mayor dinamismo de la economía internacional se traduce en un aumento de la demanda por exportaciones bolivianas y mejores precios para los productos transables. La mayor actividad externa podría repercutir eventualmente en presiones inflacionarias internas si el mayor ingreso por exportaciones y el consecuente incremento de la demanda agregada no están correspondidos por alzas de la producción. Éste no sería el caso de los dos últimos años, pues la mayor parte del dinamismo se ha concentrado en el sector de hidrocarburos, con un impacto limitado en el resto de la economía nacional, en virtud a la política de ahorro fiscal de 2005.

Además, el dinamismo de la economía mundial se ha reducido levemente desde el segundo semestre de 2004, con un efecto similar en la actividad de los principales socios comerciales de Bolivia. Este fenómeno responde a un proceso de normalización monetaria (alza de tasas de interés) en la mayoría de las economías mundiales y al alto precio del petróleo en los mercados internacionales. No obstante, la

GRÁFICO V.4: ACTIVIDAD ECONÓMICA EN COCHABAMBA Y BOLIVIA
(Variaciones anuales, en porcentajes)



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

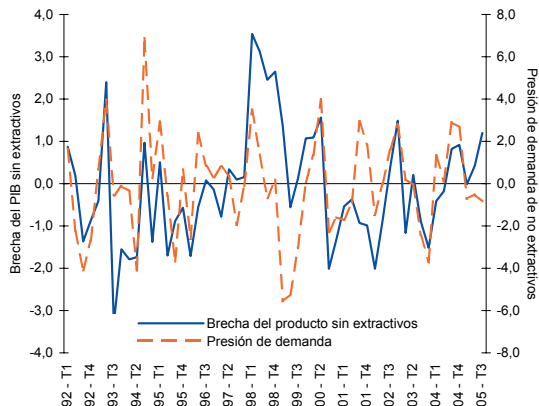
¹⁹ El análisis técnico realizado utilizó toda la información disponible hasta el 15 de febrero (fecha de cierre de información) y el Directorio y Gerentes expresaron sus criterios hasta 7 de marzo. El Directorio aprobó este Informe en fecha 7 de marzo.

caída en el ritmo de la actividad mundial ha sido más pausada y menos severa de lo que se pensaba hace un semestre.

El impacto de la gradual desaceleración mundial en la economía nacional sería limitado, concentrándose sus efectos en el sector transable de actividades no extractivas. Los efectos se mitigarían considerablemente por el nivel competitivo del tipo de cambio real. La posible menor actividad en estos sectores sería compensada por el comportamiento de la minería, que contempla importantes expansiones de actividad para el bienio 2006-2007. En el sector de hidrocarburos se anticipa una expansión de la producción en base a las perspectivas de los mercados de Argentina y Brasil. De esa forma, se espera que el crecimiento de la economía boliviana en 2006, 4,1% del PIB, sea similar al del año anterior.

Este comportamiento de la economía nacional no implicaría presiones inflacionarias importantes, pues la brecha del producto del sector no extractivo (la relevante para la dinámica de la inflación) se ha recuperado paulatinamente, pero todavía se mantiene dentro de rangos razonables, sin repercusiones importantes en la inflación (Gráfico V.5). En la medida que las fuertes expansiones proyectadas para la minería y, en menor medida, para hidrocarburos tengan un efecto limitado en el resto de la economía nacional, las presiones inflacionarias provenientes de la demanda agregada se mantendrían acotadas y sin riesgos importantes en el corto plazo. También será importante que los incrementos salariales al sector público y privado sean moderados para evitar que la demanda agregada aumente más allá de la expansión de la capacidad productiva, lo cual acarrearía consecuencias inflacionarias.

GRÁFICO V.5: BRECHA DEL PRODUCTO Y PRESIÓN DE DEMANDA DEL PIB NO EXTRACTIVO (En porcentajes)



Nota: La presión de demanda se define como el crecimiento del PIB no extractivo menos el promedio móvil del crecimiento de los cuatro trimestres previos.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

V.2.2 INFLACIÓN EXTERNA Y COMPORTAMIENTO CAMBIARIO

Después del aumento de la inflación en las principales economías mundiales por los altos precios del petróleo, se espera que 2006 sea un año con una trayectoria de expansión de precios más moderada, coherente con el alza de tasas de interés en la mayoría de las economías y con la asimilación y ajuste de precios relativos frente al elevado precio de los energéticos.

La continua apreciación de las monedas de los principales socios comerciales de Bolivia, en especial

Brasil, Colombia y Chile, incidieron en el alza de la inflación en dólares en 2005, (superior a 9% y por lo menos dos puntos porcentuales por encima de lo que se esperaba a mediados del año pasado). La inflación externa relevante para Bolivia superó el 15% entre mayo y agosto de 2005. Estas presiones fueron atenuadas por la apreciación del dólar estadounidense frente al euro, el yen y la libra esterlina.

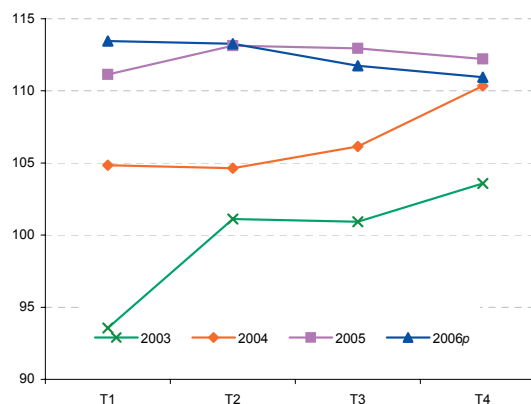
Las perspectivas cambiarias en 2006 apuntan a una depreciación de las monedas de los principales socios comerciales respecto al dólar estadounidense (con la posible excepción de Japón y la zona del Euro), lo cual se traduciría en una caída de la inflación externa, que se situaría entre 2% a 3%. Esto implica que existirían perspectivas moderadas de apreciación del tipo de cambio real hacia fin de año, aunque se estima que en promedio la competitividad cambiaria permanecería en torno a los niveles observados en 2005 (Gráfico V.6).

Se prevé que por la desaceleración del impulso al sector transable, disminuiría el ritmo de acumulación de la liquidez en moneda extranjera del mercado financiero, por lo que las presiones para que el boliviano gane valor con respecto a las monedas de los socios comerciales serían menores e incluso podrían revertirse hacia finales de año. De esa forma, el tipo de cambio para operaciones del sistema financiero con el público podría depreciarse levemente.

Por otra parte, y dependiendo de las condiciones de liquidez y del comportamiento esperado de la inflación, la dinámica del tipo de cambio oficial podría permanecer sin cambios significativos en el año. El principal interés del Banco Central continuará siendo mantener la inflación baja y estable y, en la medida de lo posible, contribuir a la competitividad del sector transable.

En resumen, los movimientos cambiarios externos e internos y el decreciente ritmo inflacionario de los socios comerciales, confluirían para que existan menores presiones inflacionarias en los siguientes trimestres. Los principales riesgos radican en la incertidumbre sobre el mercado internacional del petróleo y un escenario en el que no se hagan efectivas las depreciaciones de las monedas de los socios comerciales.

GRÁFICO V.6: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL, 2003-2006p
(índice, agosto de 2003=100)



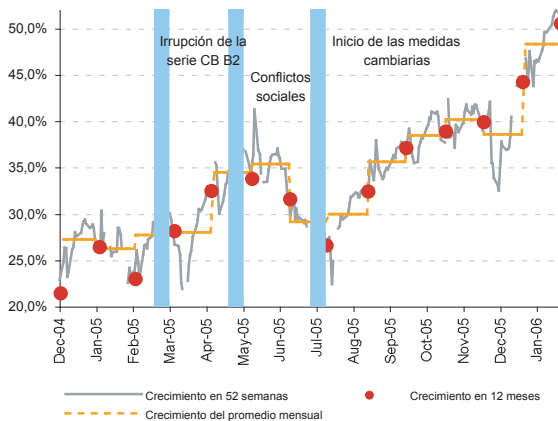
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
(p) proyectado

V.2.3 MERCADO MONETARIO

La emisión monetaria, que de acuerdo con los estudios econométricos es una de las variables monetarias más relacionada con la inflación, ha crecido a tasas que incluso superaron el 50% en enero de 2006, completando 19 meses de crecimiento por encima del 20% (Gráfico V.7).

Durante 2005, los agregados monetarios en bolivianos registraron expansiones superiores a 40% (que van desde el crecimiento de 41,3% de M1 hasta el de 50,9% de M3); los indicadores monetarios que comprenden los depósitos de moneda extranjera crecieron a tasas menores (desde la variación de 13,6% de M'3 hasta la de 22,5% de M'1).

GRÁFICO V.7: CRECIMIENTO DIARIO DE LA EMISIÓN MONETARIA 2004-2006
(Variación porcentual en 52 semanas, porcentaje)



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

Uno de los principales consensos en el campo económico es que la inflación es un fenómeno esencialmente monetario. En los casos más agudos, la inflación se origina en desequilibrios fiscales importantes que generan creación excesiva de dinero. Claramente, ésta no es la situación reciente: el déficit fiscal se situó en un nivel razonable después de varios años de importantes desequilibrios. No obstante, los altos crecimientos monetarios podrían significar una fuente importante de presiones inflacionarias si es que no se justifican debidamente por los principales determinantes de la demanda de dinero, como ser nivel de actividad, tasas de interés, depreciación y preferencia del público por determinada moneda (nacional vs. extranjera).

En ese sentido, la importante expansión monetaria de los últimos dos años se explica plenamente por tres factores: el inicio del proceso de remonetización en el sistema financiero boliviano, la caída en el costo de oportunidad de mantener saldos monetarios y la gradual recuperación de la actividad económica. En efecto, durante los dos últimos años, aumentaron los costos de transacción en moneda extranjera en el sistema financiero por las medidas introducidas en forma secuencial. La primera corresponde a la implementación del ITF a mediados de 2004, que privilegia el uso de la moneda nacional en cajas de ahorro. La segunda es la modificación del régimen de encaje legal, que afecta a los depósitos en moneda extranjera y también ha significado un mayor incentivo para que las entidades financieras promuevan las operaciones en moneda nacional. Finalmente, también

influyó significativamente la política cambiaria en la recomposición de saldos monetarios.

En cuanto a la caída en el costo de oportunidad, las tasas de interés se situaron en 2005 en los niveles más bajos de los últimos años. Por ejemplo, la tasa de interés promedio de las operaciones de depósito en moneda extranjera bajó de 8,32% en diciembre de 1997 a 2,22% en diciembre de 2005, mientras que la correspondiente en bolivianos bajó de 13,56% a 4,55% en similar período. Por otra parte, el ritmo de depreciación del tipo de cambio bajó sustancialmente, de un máximo de 9,8% en 2002 a 0,2% en 2005.

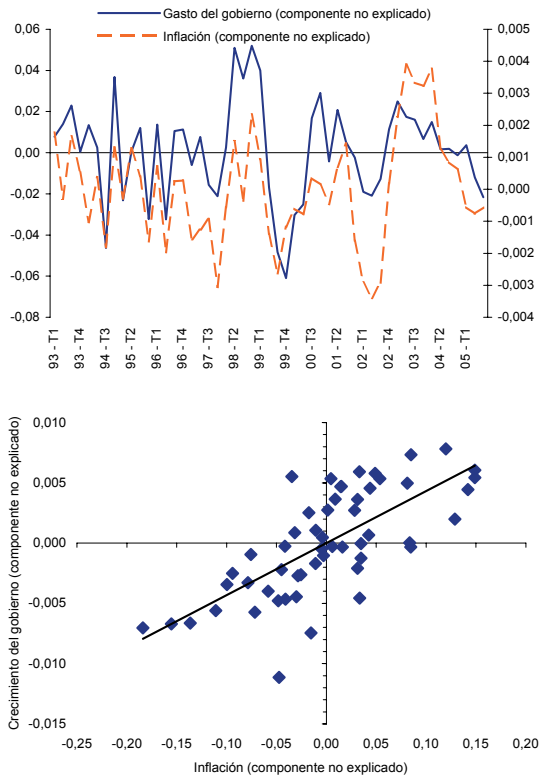
Finalmente, un factor que también ha sido importante en la expansión de los saldos monetarios ha sido la gradual recuperación de la actividad económica. Estudios econométricos del BCB indican que repuntes en el crecimiento implican cambios más que proporcionales en la tenencia de saldos monetarios. Esta situación ocurre principalmente porque una parte importante de la actividad económica corresponde al sector informal, no cubierto por las estadísticas oficiales, pero que demanda dinero para efectuar sus transacciones.

Los anteriores elementos de discusión señalan que la fuerte expansión monetaria responde a factores fundamentales de demanda del público, que no generarían necesariamente presiones inflacionarias. Empero, el Banco Central reitera que continuará vigilando el desarrollo del mercado monetario, con el fin de evitar que desequilibrios en este mercado signifiquen riesgos importantes en la inflación, sobre todo si hubiera una contracción de la demanda de dinero.

V.2.4 FINANZAS PÚBLICAS

El comportamiento fiscal tiene repercusiones importantes para la evolución de la inflación a través de distintos canales. El primero se refiere a las presiones de gasto fiscal que llevan a la monetización de los déficit fiscales. Esta situación debe ser controlada en las actuales circunstancias en que el sector público ha acumulado importantes recursos en el Banco Central. El establecimiento de límites al déficit fiscal y al CIN del BCB es importante para evitar que desequilibrios en el mercado de dinero generen presiones inflacionarias.

GRÁFICO V.8: RELACIÓN ENTRE LOS COMPONENTES NO EXPLICADOS DE LA INFLACIÓN Y EL CRECIMIENTO DEL GASTO DE GOBIERNO (Porcentajes)



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

GRÁFICO V.9: COMPARACIÓN DEL PRECIO DE LA GASOLINA EN BOLIVIA Y DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO, 1992-2006 (Índice en dólares estadounidenses, Ene-92=100)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística de Bolivia – Banco de la Reserva Federal de St. Louis
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Un segundo canal corresponde a las presiones de gasto fiscal (independientemente de su fuente de financiamiento) y sus eventuales repercusiones en el resto de la demanda agregada. Al respecto, los planes de austeridad fiscal desarrollados en años recientes han moderado las presiones fiscales en la expansión de precios. En la medida que el déficit fiscal se mantenga controlado como en 2005, contribuirá a mantener el entorno de inflación baja y estable que ha caracterizado la economía boliviana en los últimos años. Para confirmar esta noción, el Gráfico V.8 muestra la asociación entre los componentes no explicados de la inflación y del crecimiento del gasto nominal del gobierno (rezagado en un período), así como su evolución temporal.²⁰ Se puede apreciar que ambos están relacionados de forma directa y que por lo tanto, crecimientos muy altos del gasto de gobierno inducen un alza de la inflación total. En esa línea, el control de las cuentas fiscales será vital para mantener una inflación baja y estable.

Por último, otro factor con posible repercusión inflacionaria es el de los precios regulados. En efecto, uno de los principales factores para el aumento del nivel de precios (IPC) en 2005, fue el incremento del precio de los hidrocarburos a partir de 31 de diciembre de 2004. Se calcula que en torno a 1% de la variación porcentual del IPC a lo largo de 2005 correspondió al alza de los precios de los combustibles. Aunque no se anticipa un ajuste similar en 2006, debe considerarse que todavía persiste una brecha entre los precios internacionales e internos de hidrocarburos, que representa una subvención a ciertos hidrocarburos importados y que podría ser relevante para eventuales incidencias a futuro de la inflación (Gráfico V.9).

Los anteriores antecedentes son consistentes con una proyección de la inflación total que se muestra en el Gráfico V.10, que además presenta el grado de incertidumbre implícito en la prognosis. La trayectoria de dicho indicador mostraría una caída importante en el primer trimestre de 2006 hasta situarse en torno a 3,9%, producto de la base de comparación que representa similar trimestre de 2005. A lo largo del año, la inflación aumentaría levemente hasta situarse en torno a 4% a fines de 2006, dentro del rango establecido por el Banco Central.

²⁰ El componente no explicado de la inflación corresponde a la diferencia entre esta variable y el efecto cuantificado a través de una regresión de otras variables como el crecimiento monetario, los tipos de cambio, los efectos de los conflictos sociales, la estacionalidad, etc. Lo propio sucede con el crecimiento del gasto público.

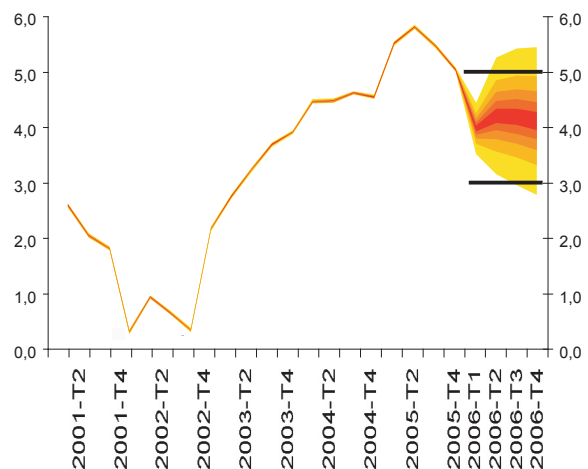
Con respecto a la meta, cabe hacer notar que ésta ha sido formulada como un rango, en lugar de la meta puntual utilizada en años anteriores. Este cambio obedece a que desde 1998 la inflación se ha estabilizado por debajo de 6% (con excepción de los meses de octubre de 2000 y junio de 2005). Lo propio ha sucedido con la inflación subyacente, que desde diciembre de 1998 ha sido menor a 5% (con similares excepciones).

Frente a este cambio en la dinámica de los precios, que se consiguió en virtud a la disciplina monetaria y cambiaria, se vio por conveniente implementar un rango meta que reconozca la incertidumbre propia de los procesos de proyección y control de la inflación, que se ilustran con las dificultades que surgieron en el cumplimiento de las metas en los tres años anteriores. Por otra parte, se incorpora el hecho de que inflaciones más bajas que las previstas por el rango meta podrían implicar una desaceleración de la actividad más allá de lo que sería deseable para mantener el producto en torno a su evolución de tendencia.

En esa línea, se ha establecido para 2006 un rango meta de 3% a 5% centrada en 4%. La proyección anterior es consistente con dicho rango y el Banco Central utilizará los instrumentos monetarios y cambiarios a su alcance para que la inflación se sitúe dentro de los límites previstos. El programa monetario fue formulado tomando en consideración el punto central del objetivo de inflación. También será importante que el SPNF programe su política fiscal sobre la base de la preservación del entorno de estabilidad macroeconómica, fijando incrementos de gasto y salarios públicos moderados y acordes con las fuentes de financiamiento disponibles.

La trayectoria de la inflación subyacente (que se muestra en el gráfico V.11) es menos incierta porque, como la experiencia reciente lo ha demostrado, este indicador es menos susceptible a verse afectado por fenómenos naturales, conflictos sociales y eventos puntuales y está más ligado a las decisiones de política monetaria. La proyección para 2006 señala que la inflación subyacente se situaría por debajo de 4% a lo largo del año, también dentro del rango meta fijado por el Banco Central.

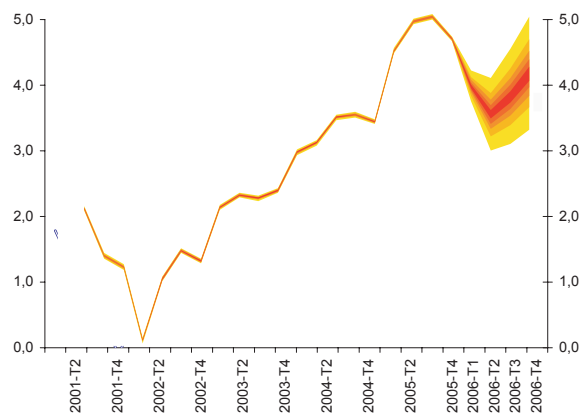
GRÁFICO V.10: COMPORTAMIENTO OBSERVADO Y PROYECTADO DE LA INFLACIÓN TRIMESTRAL, 2002-2006
(Variación porcentual en cuatro trimestres)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO V.11: COMPORTAMIENTO OBSERVADO Y PROYECTADO DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE TRIMESTRAL, 2002-2006
(Variación porcentual en cuatro trimestres)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

V.3 BALANCE DE RIESGOS

Los principales riesgos para el escenario de inflación descrito tienen fuentes externas e internas y se analizan según si se trata de riesgos hacia el alza o hacia la baja, para finalizar con un balance de los mismos.

Los riesgos hacia el alza provienen de un escenario en el que no se haga efectiva la depreciación de las monedas de los países vecinos respecto al dólar estadounidense, que elevaría las proyecciones de inflación externa relevante para los bienes transables. En menor medida, se podría dar una inflación internacional más alta que la proyectada en el presente *Informe*, debido a los precios del petróleo, que a su vez podrían elevar los precios de los artículos importados.

Por otra parte, en el plano interno existen dos tipos de riesgos que involucrarían eventuales alzas de la inflación en el corto plazo. El primero y más importante se refiere a elevaciones del gasto público y desequilibrios fiscales que resulten en una presión en los precios, a través de una demanda agregada más dinámica. El control del gasto público es importante para el entorno de estabilidad macroeconómica, especialmente si no hay incrementos de impuestos de base ancha.

Otro riesgo hacia el alza proviene del comportamiento de los agregados monetarios. No existirían presiones sobre la inflación en la medida que el crecimiento de la oferta monetaria responda a los incrementos de la demanda de dinero, debidamente fundamentados en la recomposición de la liquidez hacia la moneda nacional, la disminución de los costos de oportunidad y una actividad económica más dinámica. El Banco Central monitoreará continuamente que la creciente demanda de dinero responda a estos parámetros. Tomará las acciones pertinentes para evitar que surjan excedentes de dinero no deseados por el público que pudieran incidir en variaciones significativas de la inflación.

En cuanto a los riesgos hacia la baja, el principal proviene del efecto estadístico de la base de comparación. Esto podría ocurrir si las metodologías de proyección actualmente utilizadas no captan adecuadamente el retorno a variaciones de precios más moderadas, luego del *shock* puntual por el alza de los precios de hidrocarburos en 2005, y se reflejen

en tasas de inflación proyectadas relativamente más altas. Y, en menor importancia, una recuperación menos dinámica del gasto interno podría traducirse en menor expansión de los precios.

Si bien se anticipa que los riesgos hacia el alza y hacia la baja estarían balanceados y no tendrían una desviación importante con respecto al escenario previsto por los modelos de proyección empleados por el Ente Emisor -que apuntan al cumplimiento de la meta de inflación establecida- el BCB reconoce que existen ciertos factores que podrían hacer que la inflación sea más alta y que necesitarían ser compensados, dentro de las posibilidades de medidas del BCB. Entre éstos, en el ámbito interno destacan principalmente un mayor impulso fiscal y mayores ajustes salariales en el sector público; y, en menor medida, el efecto de persistencia de la inflación en los niveles registrados recientemente. La evolución de estos factores y otros que afectan a la inflación, determinarán que el Banco Central tome las medidas a su alcance que considere pertinentes para cumplir el objetivo fijado por Ley, esto es, preservar el poder adquisitivo interno de la moneda nacional, manteniendo una inflación baja y estable.

VI. Perspectivas del sector privado

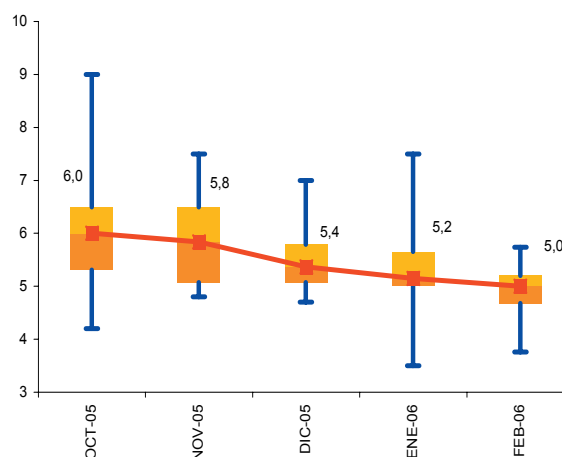
Desde el mes de julio de 2005 y con el fin de capturar las expectativas del sector privado en cuanto a la evolución de las principales variables económicas, el BCB efectúa mensualmente una encuesta al sector privado, incluyendo a ejecutivos y personal técnico de las principales empresas así como a instituciones académicas. La Encuesta de Expectativas Económicas comprende variables como la inflación, tipo de cambio, RIN del BCB, tasas de interés en el sistema financiero, crecimiento económico, desempeño del sector externo y déficit fiscal.

A continuación se resumen los resultados evolutivos de las expectativas de los encuestados para la inflación, el tipo de cambio y el crecimiento económico. Para ello, se emplean gráficos de cajas o “*boxplots*”. Este tipo de gráficos permite caracterizar los aspectos más relevantes de la distribución de probabilidades de las observaciones (rango de variación en las respuestas, rangos intercuartiles, mediana y promedio) y la evolución de las expectativas en el tiempo.

El Gráfico VI.1 muestra que la inflación esperada para 2006 se habría reducido de 6% en octubre de 2005 a 5% en febrero de 2006. Las perspectivas de inflación de los agentes económicos se fueron reduciendo sistemáticamente y estarían evolucionando en función a los niveles y tendencias observados en el mes en que se realiza la encuesta, revelando un proceso de ajuste adaptativo en sus expectativas.

Las expectativas sobre la inflación subyacente muestran una tendencia similar, aunque con una disminución algo menos pronunciada (de 5,1% en octubre de 2005 a 4,5% en febrero de 2006). En todos los casos, la inflación subyacente es menor a la inflación, lo que revela expectativas de choques de

GRÁFICO VI.1: INFLACIÓN ESPERADA EN 2006
(Variación anual, en porcentajes)



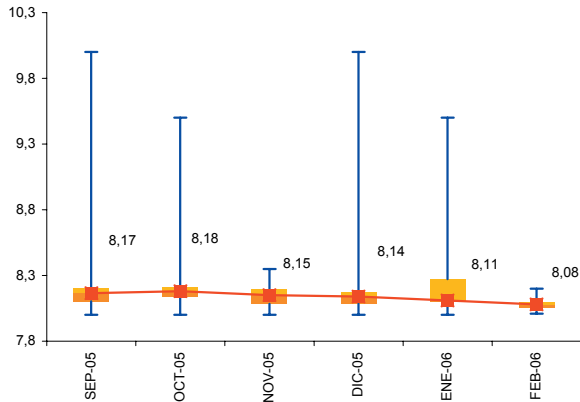
Fuente: Encuesta de expectativas económicas – BCB
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

oferta que incrementarían los precios, aunque no de manera sostenida.

En cuanto a la evolución esperada del tipo de cambio, las respuestas de los encuestados reflejan una importante disminución en las expectativas de depreciación del boliviano, acordes con la orientación de la política cambiaria del BCB. Entre noviembre de 2005 y febrero de 2006, la cotización esperada para fines de 2006 se redujo sistemáticamente (de Bs8,15 a Bs8,08, Gráfico VI.2). Si bien en diciembre de 2005 hubo un sesgo hacia una mayor depreciación esperada, éste disminuyó en los meses siguientes y la mayor parte de los encuestados en el mes de febrero espera que el tipo de cambio finalice la gestión en Bs8,08 por dólar estadounidense. Si se compara este tipo de cambio con el registrado a fines de 2005 (Bs8,08), la tasa de depreciación esperada sería prácticamente nula.

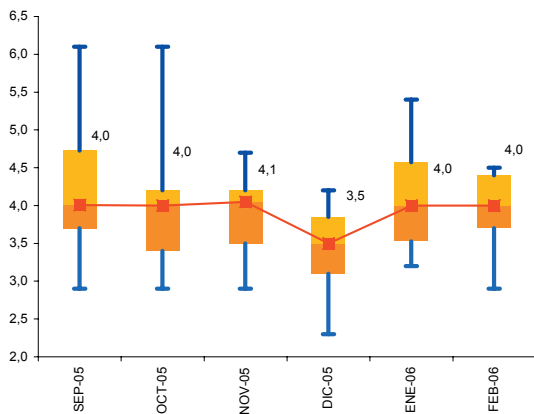
Las expectativas del sector privado en lo que se refiere al crecimiento económico para 2006 mostraron una tendencia a la baja en el mes de diciembre de 2005, para recuperarse en enero de 2006 con un sesgo positivo. En el mes de febrero se mantiene una expectativa de crecimiento de 4% en 2006, empero, el sesgo hacia la baja es más marcado (Gráfico VI.3). También se observa una menor dispersión: en febrero de 2006, los encuestados con peores expectativas señalaron una tasa cercana a 3%, mientras que los más optimistas indicaron una tasa no superior a 4,5%.

GRÁFICO VI.2: COTIZACIÓN ESPERADA DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL A FINES DE 2006
(En Bs. por dólar estadounidense)



Fuente: Encuesta de expectativas económicas – BCB
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO VI.3: CRECIMIENTO ECONÓMICO ESPERADO EN 2006
(Variación anual, en porcentajes)



Fuente: Encuesta de expectativas económicas – BCB
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica