

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

Diciembre 2006

Banco Central de Bolivia

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	14
I.4 Mercados financieros y flujos de capitales	15
II. ACTIVIDAD ECONÓMICA	17
II.1 Producción y gasto	17
II.1.1 Comportamiento del PIB según sector económico	17
II.1.2 Comportamiento del PIB según gasto	18
II.1.3 Actividad económica, brecha del producto e inflación	19
II.1.4 Perspectivas del crecimiento	20
II.2 Balanza de pagos	21
II.3 Finanzas públicas	23
II.3.1 Ingresos fiscales	23
II.3.2 Gasto público	24
II.3.3 Operaciones bajo la línea y endeudamiento público	26
II.3.4 Perspectivas de las finanzas públicas	26
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 Encaje legal	33
III.2.4 Perspectivas de la política monetaria	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	36

III.4.2 Crédito al sector privado	38
III.4.3 Tasas de interés.....	38
III.4.4 Perspectivas en la intermediación financiera.....	39
IV. MERCADO CAMBIARIO	41
V. EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN.....	45
V.1 Evolución reciente de la inflación	45
V.2 Perspectivas de la inflación	48
V.2.1 Actividad externa e interna.....	48
V.2.2 Inflación externa y comportamiento cambiario	49
V.2.3 Mercado monetario.....	50
V.2.4 Finanzas públicas	52
V.2.5 Inflación.....	53
V.3 Balance de riesgos.....	54
VI. PERSPECTIVAS DEL SECTOR PRIVADO.....	57

Presentación

La Ley 1670 señala que el objeto del Banco Central de Bolivia (BCB) es “procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional”, lo que se ha interpretado como la tarea de mantener la inflación baja y estable. De igual forma, el Plan Nacional de Desarrollo (PND) señala que “la estabilidad macroeconómica depende en gran parte de la mínima fluctuación de precios con inflación baja y regular, en el marco de la independencia del BCB.” La labor encargada se justifica debido a los costos que implica la inflación en los ingresos reales de las personas, en especial de los más pobres; y porque usualmente este fenómeno tiene naturaleza monetaria. Como tal, la estabilidad de precios se constituye en el principal aporte del BCB al crecimiento y desarrollo del país.

A partir de 1996 y hasta 2005, el BCB ha establecido como objetivo límites máximos a la inflación, los cuales se han cumplido en la mayoría de los casos de forma satisfactoria, generando una ganancia de credibilidad al Ente Emisor. A partir de este año, el BCB ha fijado un rango meta de inflación entre 3% y 5%, centrado en 4%, en línea con la práctica de otros bancos centrales en el mundo y debido a que la inflación puede estar sujeta a desviaciones temporales como consecuencia de eventos que escapan al control de la autoridad monetaria. Además, este objetivo va en línea con la transición hacia la meta de mediano plazo establecida en el PND.

Hasta noviembre, la meta de inflación se ha cumplido de forma satisfactoria en todos los meses del año.

Con el fin de mejorar el proceso de comunicación con el público, incrementar la transparencia y perfeccionar el proceso de rendición de cuentas con la sociedad, a partir de 2006 el BCB ha comenzado a publicar el **Informe de Política Monetaria (IPM)** dos veces al año. También va en la dirección de adoptar las prácticas de los bancos centrales adscritos al régimen de Metas Explícitas de Inflación, objetivo estratégico de mediano plazo del BCB. La presente publicación corresponde al segundo número del IPM en 2006.

El presente documento incluye el análisis del contexto internacional y nacional, el estudio de la situación de las finanzas públicas y de los mercados monetario y cambiario, y una amplia descripción de las variables que se relacionan especialmente con la inflación. También provee un ejercicio de proyección de la inflación para el bienio 2006-2007, con el ánimo de anclar las expectativas de los agentes económicos y comunicar las percepciones al interior del BCB sobre la evolución futura de los precios.

El presente IPM fue aprobado en la sesión ordinaria del Directorio del BCB en fecha 5 de diciembre de 2006.

Diciembre de 2006

IMPORTANTE

El presente IPM fue elaborado con información disponible al 30 de noviembre de 2006. Por lo tanto, los datos presentados son de carácter preliminar y están sujetos a revisión.

Resumen

El contexto internacional fue favorable para la actividad económica nacional, a lo cual se sumó el dinamismo de los sectores extractivos. Este repunte estuvo también asociado a mayores precios en el mercado internacional y a la depreciación del dólar respecto a las monedas de nuestros principales socios comerciales, incidiendo en un alza de la inflación externa. Las cuentas externas mostraron un superávit inédito con una importante ganancia de reservas internacionales del BCB, cuyos efectos en los agregados monetarios fueron atenuados con operaciones de mercado abierto para evitar presiones inflacionarias. Por su parte, el mercado cambiario ha permanecido estable y las señales provistas han ido en línea con los incentivos para la remonetización de la economía. El entorno político y social más estable fue importante para la recuperación del sistema financiero, en especial en operaciones en moneda nacional. De igual forma, los resultados del sector público fueron excepcionales y se atribuyen al cambio en la tributación del sector hidrocarburos; el ahorro que generó, contribuyó de manera importante a reducir las presiones inflacionarias. La inflación a lo largo del año se situó dentro del rango previsto por el BCB y continúa su tránsito hacia la meta de mediano plazo fijada en el PND (3%).

La actividad económica mundial continuó expandiéndose a tasas similares a las de 2005, impulsadas por el dinamismo de China y la recuperación económica en la Zona del Euro y Japón. Los favorables precios de exportación y el dinamismo mundial incidieron positivamente en Latinoamérica, cuyo crecimiento fue mejor al proyectado en el anterior IPM. Estos elementos son congruentes con una mejora importante en los términos de intercambio para Bolivia. Por su parte, la inflación externa relevante para el país fue mayor a la prevista por los efectos rezagados del alto precio del petróleo, el mayor dinamismo en Europa y Japón (y la consecuente apreciación del euro) y determinados desequilibrios monetarios en Argentina y Venezuela. También fue importante para la región la entrada de

capitales, que se reflejó en el aumento de las reservas oficiales en la mayoría de los países.

Se espera que en el mediano plazo el crecimiento mundial se desacelere, debido al ajuste en el consumo en Estados Unidos (especialmente en los bienes duraderos como la vivienda) y la consolidación del ajuste monetario en Europa. América Latina también se desaceleraría, por una probable caída de los precios de las materias primas. Esto iría en línea con una reducción en la inflación externa relevante para Bolivia, especialmente por la depreciación que se espera en las monedas de los principales socios comerciales respecto al dólar luego de la finalización del ajuste monetario en la economía del norte. Los términos de intercambio revertirían su tendencia gradualmente, en la medida que la actividad internacional sea menos vigorosa.

La actividad económica interna fue más dinámica, en línea con la recuperación de la demanda agregada. Mientras que el progresivo aumento del crecimiento observado hasta 2005 se basaba en la mayor actividad del sector de hidrocarburos, en el primer semestre de 2006 fue fundamental la contribución de la minería, la agricultura y la industria manufacturera. De igual forma, el consumo privado creció de acuerdo con el aumento del ingreso disponible. La perspectiva de crecimiento del PIB en 2006 señalada en el anterior IPM fue revisada al alza, de 4,1% a 4,4%. Se prevé que este comportamiento continuará en 2007, a lo cual se sumaría una fuerte expansión proyectada para los sectores minero e hidrocarburífero. La tasa de crecimiento estimada para ese año es de 5%.

En el ámbito cambiario, la paridad oficial mostró una leve apreciación acumulada de 0,4% en lo que va del año y el diferencial cambiario se amplió hasta 10 centavos. Estas medidas proveen incentivos para reducir la dolarización de la economía y contribuyen al cumplimiento de la meta de inflación. Pese a ello, la apreciación de las monedas de determinados

socios comerciales permitió obtener ganancias de competitividad y situar al tipo de cambio real en niveles históricamente altos, promoviendo la actividad del sector transable.

La conjunción de los factores anteriores incidió en la obtención de un superávit importante en la balanza de pagos en los tres primeros trimestres del año, tanto en cuenta corriente como en la cuenta capital y financiera. Para ello fueron determinantes el aumento de precios y de volúmenes de nuestras principales exportaciones. La paulatina recuperación de la actividad económica interna se reflejó en el mayor dinamismo de las importaciones de bienes de capital y bienes intermedios. La actividad minera también fue importante para inducir la entrada de mayor inversión extranjera. Se estima que el superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzará en 2006 a 11,6% del PIB, el mismo que disminuirá en 2007 en parte por términos de intercambio menos favorables.

En lo que se refiere a la política fiscal, los mayores ingresos por cambios impositivos en el sector de hidrocarburos, la eficiencia en las recaudaciones y el dinamismo económico junto a un moderado aumento del gasto público, permitieron obtener un superávit fiscal importante en lo que va del año. Se estima que al cierre de la gestión 2006 este superávit será mayor a 5% del PIB. Dado el resultado positivo en el balance global, se observó una importante contracción del crédito del BCB al Sector Público No Financiero (SPNF). Este resultado también se reflejó en la continua acumulación de depósitos en el BCB por parte de los gobiernos subnacionales, pero con la persistencia de problemas de liquidez para el Tesoro. En 2007, el balance fiscal podría ser deficitario dada la fuerte expansión de la inversión pública.

En el aspecto financiero, la política de encaje legal diferenciada por monedas contribuyó a los esfuerzos de remonetización del sistema de intermediación financiera. Por otra parte, el ambiente político y social más tranquilo y la recuperación de la actividad económica permitieron reestablecer gradualmente la confianza en los depositantes y prestatarios. De esa forma, los agregados monetarios exhibieron un dinamismo importante, en especial los denominados en moneda nacional y Unidades de Fomento de Vivienda (UFV), acordes con la remonetización del sistema financiero.

El inédito resultado fiscal y la liquidez en moneda extranjera atribuida al comportamiento del sector

exportador y a medidas fiscales, monetarias y cambiarias, permitieron una importante acumulación de las reservas internacionales netas del BCB. Éstas superaron los tres mil millones de dólares, cifra que no había sido alcanzada en la historia del país. Para contrarrestar sus efectos en la masa monetaria, operaciones de mercado abierto más activas y el ahorro del sector público fueron muy importantes y favorecieron el cumplimiento del Programa Monetario de la gestión con amplios márgenes.

La inflación a doce meses a lo largo de 2006 fue menor a la del año precedente debido a que la cifra de 2005 estuvo influida por el alza puntual de los precios de hidrocarburos. No obstante, en la mayoría de los meses del año la inflación estuvo levemente por encima del punto medio del rango fijado por el BCB (3%-5%), aunque el indicador subyacente se situó en promedio un punto porcentual por debajo del indicador total. Los factores que explican que la inflación se mantenga por encima de 4% son principalmente de carácter externo (especialmente por la depreciación del dólar respecto a determinadas monedas de los socios comerciales y el repunte de la inflación en algunos países); el mayor dinamismo interno también ha implicado un aumento gradual de la inflación nacional. En esa línea, la inflación terminaría en 2006 en torno a 4,7%, dentro del rango fijado para el año. Las percepciones del sector privado, recogidas a través de la Encuesta de Expectativas Económicas, validan esta proyección.

Las perspectivas para 2007 indican que el contexto internacional continuará siendo favorable para la actividad del sector transable no extractivo. De igual forma, la producción de los sectores minero y de hidrocarburos contribuirán a dinamizar el crecimiento. Por lo tanto, la demanda agregada, en especial el consumo privado, podría incrementarse en respuesta a la variación positiva en los ingresos del país. Para que esta expansión no se transmita a inflación, será importante que el aumento señalado sea correspondido con una expansión similar en la producción.

Las presiones inflacionarias externas disminuirían en la medida que se concrete la apreciación del dólar frente a las monedas de los principales socios comerciales, lo que estará supeditado a la concreción o no del ajuste de las cuentas externas en el país del norte. De igual forma, el mercado cambiario interno permanecería estable, contribuyendo al tránsito de la inflación hasta el objetivo de mediano plazo previsto en el PND.

Si bien las tasas de crecimiento de la emisión y del

circulante fueron superiores a 40% en los meses recientes, no tuvieron efectos inflacionarios porque estuvieron correspondidas con la remonetización de la economía, la mayor actividad económica y la caída en el costo de oportunidad del dinero. Este comportamiento se moderaría gradualmente en la medida que cambie la composición de los agregados monetarios totales hacia los denominados en moneda nacional y representen una mayor base de comparación.

Para el mantenimiento de un entorno de baja inflación, será crucial que las cuentas fiscales continúen con la tendencia de control observada en 2006 y que el gasto público total se comporte de acuerdo con la producción interna del país. Para ello, será necesario que los ingresos adicionales por hidrocarburos se introduzcan a la economía gradualmente y con un destino preferente al capital (económico y social) de largo plazo.

Para 2007, el BCB ha establecido nuevamente como meta de inflación el rango 3% - 5%. Aunque la proyección de inflación para ese año apunta a una tasa en torno a 4,5%, las políticas monetaria y cambiaria se orientarán para moderar las presiones inflacionarias y alinear las perspectivas en torno al punto central del rango. Para la concreción de este escenario, será importante que las presiones de demanda agregada estén controladas, en especial aquellas provenientes del sector público. Además, será crucial que las expectativas de los agentes económicos sigan la tendencia decreciente de la inflación.

El BCB continuará monitoreando que la expansión de los agregados monetarios sea correspondida con la remonetización del sistema financiero. El ritmo cambiario pausado continuará para promover esta transición hacia la meta de mediano plazo y no generar presiones adicionales en la inflación.

I. Contexto internacional

I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Después de cuatro años de crecimiento mundial sostenido y pese al incremento de los precios de los hidrocarburos, se espera que el crecimiento mundial sea de 5,2% en 2006 y alcance a 4,6% en 2007 (Cuadro I.1). El crecimiento en 2006 se explica por la fuerte expansión de China y la consolidación de la recuperación económica de la Zona del Euro y Japón, que habrían contrarrestado la moderada desaceleración de Estados Unidos. Sin embargo, en el corto plazo permanece el riesgo de una desaceleración más fuerte en Estados Unidos, el aumento de la volatilidad de los precios del petróleo y su incidencia sobre las presiones inflacionarias mundiales que podrían provocar políticas aún más restrictivas por parte de los Bancos Centrales de los países desarrollados y de los emergentes.

La actividad económica en Estados Unidos ha venido desacelerándose. La tasa trimestral anualizada al tercer trimestre de 2006 alcanzó a 1,6% y su perspectiva de crecimiento hasta fin de año se redujo a 3,3%. El crecimiento del PIB se debió principalmente al incremento de los gastos de consumo, especialmente de bienes durables, y al incremento de las exportaciones y de los gastos del gobierno. Sin embargo, la subida de las importaciones y la fuerte caída de las inversiones gubernamentales hicieron que en el balance el crecimiento se reduzca fuertemente con relación al trimestre anterior (2,6%). Para 2007 se prevé una desaceleración algo más marcada (2,5%) por un menor dinamismo en el sector de la vivienda y en línea con las previsiones de un menor crecimiento mundial. A pesar de ello, se espera que la inversión empresarial continúe siendo sólida en 2007, acompañada de un déficit en cuenta corriente estable y un menor déficit fiscal.

La Zona del Euro consolidó su recuperación económica y el tercer trimestre de 2006 creció a una tasa anualizada de 2%, luego de haber crecido 1,4% en 2005. Este crecimiento fue impulsado por la inversión que se ha constituido en el principal motor de la recuperación,

aunque queda pendiente llevar adelante políticas que reactiven el consumo, sobre todo si se espera una desaceleración en Estados Unidos para la próxima gestión. Para 2007 se prevé un crecimiento cercano a 2,2%.

El crecimiento de Japón al tercer trimestre de 2006 alcanzó a 2%, cifra que confirma su recuperación gracias al incremento de la inversión privada y la reducción en el desempleo que habría estimulado el gasto de consumo. China, por su parte creció 10,4% en el tercer trimestre de 2006, impulsada por la continua expansión de sus exportaciones netas y de la inversión privada, a pesar del endurecimiento de la política monetaria para moderar el crecimiento. Para 2007 se prevé un crecimiento de 9,3% acompañado de medidas para atenuar un posible sobrecalentamiento que podría incidir sobre los precios de las materias primas en el mediano plazo.

América Latina continúa mostrando importantes cifras de crecimiento, beneficiándose nuevamente del dinamismo de la economía mundial y su incidencia sobre la demanda y los precios internacionales de materias primas. Las previsiones de crecimiento para 2006 se revisaron al alza y se estima que alcanzará a 4,6% (superior al 4% previsto inicialmente). La gestión macroeconómica puede ser calificada como prudente, en un contexto en que las tasas de interés de los países desarrollados y emergentes tendieron a ajustarse al alza. Para la gestión 2007 el crecimiento estimado es de 4%, debido a un menor dinamismo mundial, la reducción de los precios de las materias primas y la finalización del período de recuperación de algunos países de la región. Sin embargo, se espera que la demanda interna continúe siendo el motor del crecimiento en la región y la inversión privada siga aumentando.

El crecimiento económico internacional relevante para la actividad económica nacional, ponderado según la importancia relativa de los países en el comercio exterior con Bolivia, se situaría en el mismo nivel de 2005 (4,3%) y se reduciría en 2007 (3,8%).

I.2 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y MOVIMIENTOS CAMBIARIOS

a. INFLACIÓN INTERNACIONAL

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

	1990-1999	2000-2004	2005	2006p	2007
Mundo	3,1	3,8	4,8	5,2	4,6
Estados Unidos	3,1	2,3	3,2	2,1	2,5
Japón	1,3	0,9	2,6	2,7	2,0
Zona del euro	1,7	1,9	1,4	1,9	2,2
Asia emergente	7,3	6,7	6,9	6,4	6,4
China	9,7	8,3	10,2	10,5	9,3
América Latina y el Caribe	3,0	1,6	4,1	4,6	4,0
Argentina	4,1	-2,1	9,2	8,4	7,1
Brasil	2,2	2,0	2,3	3,0	3,5
Chile	6,4	3,4	6,3	4,6	5,2
Colombia	3,0	2,6	5,1	5,6	4,8
Perú	3,1	2,9	6,4	6,9	5,6
Venezuela	2,2	-2,6	9,3	9,4	6,4
Socios					
Ponderado por intercambio comercial	3,0	2,3	4,3	4,3	3,8
Ponderado por exportaciones	2,7	2,4	4,1	4,4	3,8
Ponderado por exportaciones (sin hidrocarburos)	2,9	2,4	4,8	4,9	3,9

FUENTES: Consensus Forecasts (noviembre 2006), Latin American Consensus Forecasts (noviembre 2006), Latin Focus Consensus Forecasts (noviembre 2006), Foreign Exchange Consensus Forecast (noviembre 2006).

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 período 2000-2004.
 p Proyección

Al tercer trimestre de 2006, la inflación en las principales economías del mundo continúa siendo explicada por el comportamiento del precio del petróleo. En Estados Unidos, la tasa de inflación a doce meses cayó a 1,3% en octubre, especialmente por la reducción de precios del transporte que estuvo influenciada por la caída de alrededor de 20% en el precio del petróleo desde agosto de 2006. La inflación subyacente, en cambio, se situó en 2,7% como resultado del aumento de los precios en gastos en salud y vivienda principalmente. Los pronósticos apuntan a que la tasa de inflación cerrará en 2,1% en 2006. Para 2007 se espera que la inflación se sitúe alrededor de 2,3% (Cuadro I.2).

En la Zona del Euro, la inflación a doce meses a octubre 2006 cayó ligeramente a 1,6% como resultado de la recuperación de la actividad económica y la firmeza del Banco Central Europeo (BCE) para ajustar las tasas de interés ante un aumento del riesgo inflacionario. Se prevé que para fin de año la tasa de inflación alcance a 2,2% y en 2007 se observaría un ligero descenso a 2,1%.

A septiembre, Japón experimentó una inflación a doce meses de 0,6% después de varios años de haber registrado deflación; este comportamiento estaría asociado al incremento de precios de los combustibles. Se espera que cierre la gestión 2006 en 0,2% y para 2007 en 0,4%. En China la inflación anual en octubre fue de 1,4% y se espera que cierre la gestión 2006 en 1% y en 1,5% para 2007.

Los países de América Latina registraron en general tasas moderadas de inflación, con excepción de Argentina y Venezuela cuyas tasas se situaron por encima de 10%. Hasta fines de 2006, se estima que Argentina alcance una inflación de 9,9% (dentro de la meta anunciada entre 8% y 11,3%) y Venezuela de 16%; estos países cerrarían 2007 con 10,2% y 16,4%, respectivamente. Brasil y México, por su parte, mostraron tasas de inflación en línea con las metas anunciadas. En Chile y Perú se registraron presiones inflacionarias que en el primer caso llevaron a continuar con el ajuste al alza de su tasa de interés referencial. Se espera que la inflación de Chile alcance 2,7% en 2006 y 2,9% en 2007. Perú, cerraría 2006 con 1,8% y se espera un leve ascenso a 2,3% en 2007.

Se prevé que la inflación de los principales socios comerciales de Bolivia, expresada en la moneda oficial

CUADRO I.2: INFLACION EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADOS (Porcentaje de variación del IPC a 12 meses)

	Promedio		2005	2006p	2007p
	1990-1999	2000-2004			
Estados Unidos ¹	3,0	2,6	3,4	2,1	2,3
Zona del euro	3,1	2,2	2,1	2,2	2,1
Japón	1,2	-0,5	-0,6	0,2	0,4
América Latina ²	410,4	8,0	6,2	4,9	5,0
Argentina	252,9	8,3	9,6	9,9	10,2
Brasil	854,8	8,7	6,9	3,1	4,1
Chile	11,7	2,8	3,1	2,7	2,9
Colombia	22,2	7,3	5,0	4,4	4,2
México	20,4	6,0	4,0	3,9	3,4
Perú	807,9	2,4	1,6	1,8	2,3
Venezuela	47,4	20,8	15,9	16,0	16,4
Asia ³	7,6	1,9	2,8	2,7	2,6
China	4,4	0,7	1,2	1,0	1,5

FUENTE: Institutos Nacionales de Estadística y Bancos Centrales, Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial (septiembre 2006), Consensus Forecasts (noviembre 2006) y Latin American Consensus Forecasts (noviembre 2006).

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ¹ Para 2006, corresponde a Global Data Watch, JPMorgan. ² Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. ³ China, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Hong Kong, Corea, Taiwán y Singapur.
 p: Proyección con base en información del Consensus Forecasts y Latin American Consensus Forecasts, excepto para Asia y China, cuya fuente es Perspectivas de la Economía Mundial (FMI).

de cada país y ponderada por su participación en el comercio exterior, llegará a 4,4% a fines de 2006 (5,1% en 2005). La inflación en dólares, relevante para la inflación interna y la competitividad, disminuiría a 5,3% (7,9% en 2005) como resultado de la depreciación esperada para las monedas de los principales socios comerciales (Gráfico I.1).

b. MOVIMIENTOS CAMBIARIOS

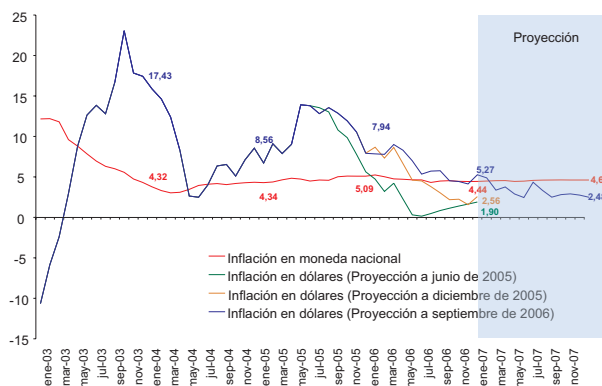
A octubre de 2006, a pesar de haberse observado un diferencial creciente entre las tasas de interés referenciales nominales y reales de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y del BCE, el dólar se depreció frente al euro 7,4% (Gráfico I.2). Al parecer el menor ritmo de crecimiento de la economía estadounidense frente al más sólido crecimiento de la zona euro, habría contribuido al debilitamiento del dólar respecto a la moneda europea.

El euro se fortaleció con la consolidación de la recuperación económica de esa región y por la disposición del BCE a ajustar la tasa de interés de referencia ante un repunte de la inflación. A octubre de 2006, el dólar se apreció con relación al yen en 0,8% y se depreció respecto al yuan chino en 2,4%.

Para fines de 2006, las previsiones de los analistas señalan que el dólar se depreciará frente al euro en 8% en la expectativa de que probablemente el FED detenga el ciclo alcista de la tasa de interés y continúe la presión del déficit en cuenta corriente sobre el valor de la moneda. Se espera que la apreciación frente al yen se reduzca a 0,2%. También destaca la expectativa de que el yuan chino se aprecie 2,5% hasta fin de año, dados los sustanciales superávits comerciales registrados. Para 2007 los analistas prevén una depreciación del dólar frente al yen cercana a 3,6% y también frente al euro, aunque más moderada (0,5%). Ello se explicaría en el fortalecimiento de esas economías frente a la expectativa de un débil crecimiento en Estados Unidos.

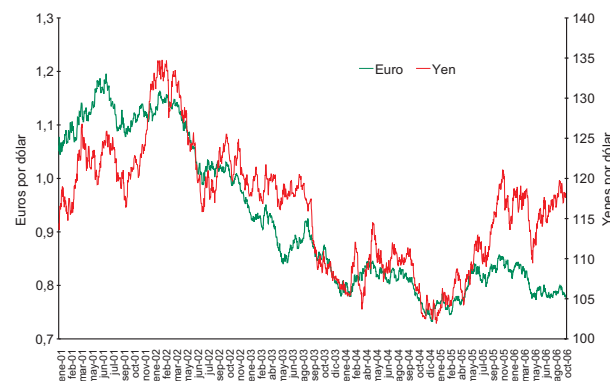
En Latinoamérica, durante los primeros cinco meses del año las monedas de las principales economías tuvieron una tendencia a la apreciación, mientras que a partir de mayo cuando los mercados bursátiles de los países emergentes estuvieron expuestos a turbulencias originadas en expectativas inflacionarias crecientes en los países desarrollados, esta tendencia fue revertida. A octubre de 2006, las monedas de Argentina, Chile, México y Colombia, se depreciaron 2,1%, 2,3%, 1,7% y 1%, respectivamente. Por otra parte, continuó la apreciación de las monedas de Brasil (8,3%) y Perú (6%, Gráfico I.3).

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



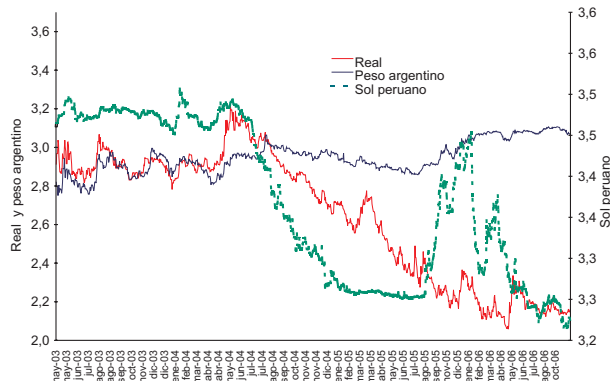
FUENTE: Bancos Centrales y Consensus Forecasts (septiembre 2006)
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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



FUENTE: Elaborado con base en información de Bloomberg.
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.3: COTIZACIÓN DE LAS MONEDAS DE ARGENTINA, BRASIL Y PERÚ (Unidades monetarias por dólar estadounidense)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Para fines de 2006, en un marco común de expectativas favorables sobre el comportamiento económico de la mayoría de los países de la región y políticas diferenciadas de tasas de interés, se prevén depreciaciones de las monedas de Argentina (3,2%), Chile (4,4%), Colombia (3,3%) y México (2,7%) y apreciaciones para Brasil (6,6%) y Perú (5,5%). Para 2007 se espera que las monedas de todos los países latinoamericanos se deprecien, especialmente las de Venezuela y Brasil.

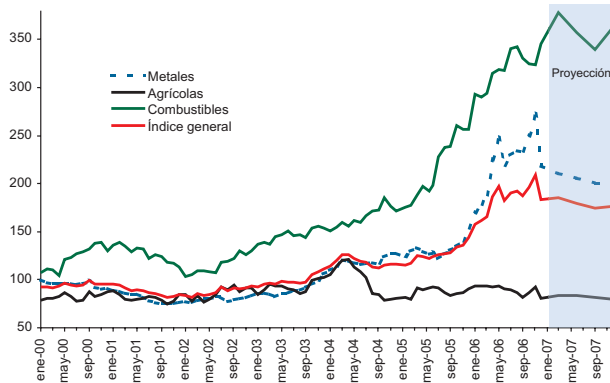
I.3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

Los precios internacionales de las materias primas exportadas por Bolivia continuaron su tendencia ascendente hasta octubre de 2006, con excepción de algunos productos agrícolas que bajaron sus precios como la madera 11,6%, algodón 7,9% y azúcar 19,9%. Destacó el incremento de los precios de aceite de soya (20%) y la caída de precios de la harina de soya (7%). Para fines de 2006, se espera una caída de 10,8% del índice de precios de los productos agrícolas, en gran parte como respuesta a una reducción de los precios del complejo soya, azúcar y madera. Para 2007 se prevé una caída más moderada del índice de precios agrícolas en torno a 1%, especialmente por la expectativa de una reducción en los precios de azúcar y madera.

Los precios internacionales de los minerales e hidrocarburos observaron un fuerte incremento entre diciembre de 2005 y octubre de 2006. El índice de precios de minerales creció 62% debido a la importante expansión de las inversiones y la producción industrial en Estados Unidos, la Zona del Euro, Japón y China (Gráfico I.4). Destacaron los incrementos en los precios del zinc (108,2%), plata (34,8%), estaño (44,9%) y oro (15,2%). Para fines de 2006 se prevé que el índice de precios de minerales tenga un crecimiento cercano a 42%. Para 2007, se prevé una caída del índice de precios de minerales inducida por la disminución de los precios del estaño y el zinc.

Finalmente, los precios de los combustibles registraron entre diciembre de 2005 y octubre de 2006 un crecimiento de 26,7%, influenciado por el incremento del precio del gas en 35,5%. Por su parte, el precio del petróleo registró una variación acumulada de sólo 2,9% a octubre, luego de haberse incrementado alrededor de 30% hasta julio de 2006. Los mayores inventarios en Estados Unidos y la menor tensión en los conflictos del medio oriente explicarían el descenso importante de este precio. Para finales de 2006 y 2007 se espera un incremento moderado en torno a 2%.

GRÁFICO I.4: INDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA (Índices, Dic 1996=100)



FUENTE: Elaboración del BCB con base en información del FMI (septiembre 2006)
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Como resultado del significativo aumento en los precios de las exportaciones respecto a los de importaciones, los términos de intercambio registraron un incremento de 20,6% hasta el tercer trimestre de 2006, tendencia que no se espera que se mantenga en la próxima gestión (Gráfico I.5).

1.4 MERCADOS FINANCIEROS Y FLUJOS DE CAPITALES

Las presiones inflacionarias en Estados Unidos (incluida la inflación subyacente) determinaron que durante el primer semestre de 2006 el FED aumente su tasa de interés referencial en 100 puntos básicos (pb) hasta alcanzar 5,25% en junio de 2006, permaneciendo sin variaciones hasta la fecha. Las previsiones para lo que resta del año y para 2007 indican que el ciclo alcista ha terminado y el FED no realizaría nuevos incrementos de su tasa de interés dadas las señales de una posible contención de las expectativas inflacionarias (Gráfico I.6).

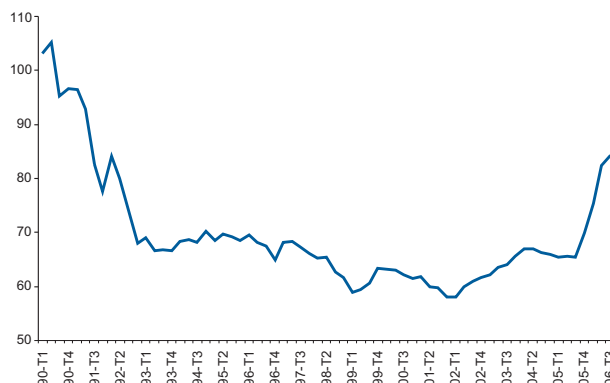
En la Zona del Euro, hasta octubre de 2006 la tasa de interés del BCE continuó con su tendencia al alza y subió 100 pb hasta alcanzar 3,25% el 5 de octubre de 2006.

Por otra parte, al igual que lo ocurrido durante 2005, las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos reaccionaron muy poco respecto al alza gradual de las tasas de interés del FED. Se mantiene la explicación respecto a que existe una 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.

Las bajas tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos y Europa y el favorable desempeño económico alcanzado por los países emergentes, continuaron induciendo una afluencia de capitales a la región en busca de mayores rendimientos. La percepción de riesgo, medida por el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) elaborado por *JPMorgan*, alcanzó niveles históricamente mínimos. Para América Latina, el índice registró 209 pb a octubre de 2006 (menor en 66 pb al de diciembre de 2005, Gráfico I.7); los países que mostraron una mayor reducción en su percepción de riesgo fueron Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Ecuador.

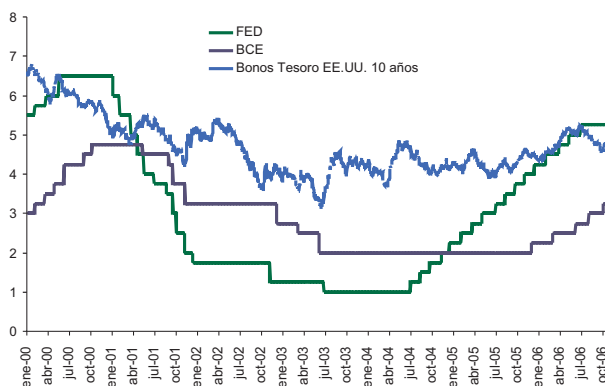
Para lo que resta de 2006 y para 2007 se prevé que la percepción de riesgo se mantenga debido a que hay menos eventos políticos pendientes, a los sólidos indicadores macroeconómicos de la región y a menores presiones inflacionarias en los países desarrollados.

GRAFICO I.5: ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO DE BOLIVIA (Índice 1990=100)



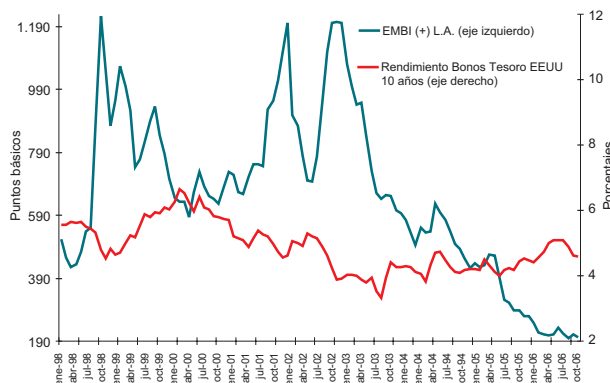
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.6: TASAS DE INTERÉS REFERENCIALES DEL FED, BCE Y TASAS DE RENDIMIENTO DE LARGO PLAZO (En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRAFICO I.7: PERCEPCIÓN DE RIESGO EN LATINOAMÉRICA



FUENTE: Banco Central de Chile, BBVA y Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**CUADRO I.3: CUENTA CORRIENTE Y MOVIMIENTO DE
CAPITALES^{1,2}**
(En miles de millones de dólares estadounidenses)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006p
Cuenta corriente									
Brasil	-33,8	-25,4	-24,2	-23,2	-7,6	4,2	11,7	14,2	12,7
Argentina	-14,5	-11,9	-9,0	-3,3	8,7	8,0	3,3	5,4	6,1
Chile	-3,9	0,1	-0,9	-1,1	-0,6	-1,0	1,6	0,7	4,7
México	-16,0	-13,9	-18,6	-17,3	-13,0	-8,6	-6,6	-4,8	-3,2
Venezuela	-4,4	2,1	11,9	2,0	7,6	11,4	13,8	25,4	27,6
Inversión extranjera directa neta									
Brasil	29,2	26,9	30,5	24,7	14,1	9,9	8,3	12,6	16,1
Argentina	5,0	22,3	9,5	2,0	2,8	0,9	3,8	3,5	4,2
Chile	3,1	6,2	0,9	2,6	2,2	2,7	5,6	4,8	8,8
México	11,2	13,4	16,9	23,3	17,4	12,9	14,2	11,9	15,8
Venezuela	3,9	2,0	4,2	3,5	-0,2	1,3	1,9	1,5	0,6
Reservas internacionales (excluido oro)									
Brasil	42,6	34,8	32,5	35,7	37,7	49,1	52,7	53,6	81,5
Argentina	24,8	26,3	25,1	14,6	10,5	14,2	18,9	27,2	29,5
Chile	15,9	14,6	15,0	14,4	15,3	15,8	16,0	16,9	17,4
México	31,8	31,8	35,5	44,7	50,6	59,0	64,1	74,1	71,4
Venezuela	11,9	12,3	13,1	9,2	8,5	16,0	18,4	23,9	31,8
Deuda externa bruta total									
Brasil	0,0	0,0	0,0	0,0	210,7	214,9	201,4	169,5	
Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	156,7	164,6	171,1	113,5	
Chile	0,0	0,0	0,0	0,0	40,5	43,1	43,5	45,0	
México	0,0	0,0	0,0	0,0	135,0	132,3	130,9	127,1	
Venezuela	0,0	0,0	0,0	0,0	35,5	39,7	44,5	47,2	

FUENTE: CEPAL (Estudio Económico de América Latina y El Caribe 2005-2006); FMI, IFS (junio 2006) y Latin American Consensus Forecasts (agosto, noviembre 2006)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: ¹ Los datos históricos son tomados de la CEPAL y el FMI. ² Las cifras proyectadas son tomadas del Latin American Consensus Forecasts (agosto 2006), para el caso de la Inversión Extranjera Directa y hacen referencia sólo a las entradas (las cifras históricas incluyen la deducción por inversiones directas en el exterior realizadas por residentes –no se considera en ningún caso la desinversión). Para el caso de las Reservas las cifras son tomadas del Latin American Consensus Forecasts (noviembre 2006) y hacen referencia a las Reservas Internacionales en Divisas.
p: Proyección

El favorable escenario internacional real y financiero fortaleció nuevamente las reservas internacionales dando margen a una política de desendeudamiento externo en varios países de la región, destacándose Brasil, Argentina y México. Para fines de 2006 se prevé la acumulación de reservas especialmente en Brasil y Venezuela (en 52,5% y 32,1%, respectivamente, Cuadro I.3). La cuenta corriente continuaría presentando superávit en la mayoría de los países.

Los mercados de valores de Estados Unidos, Europa y los mercados emergentes, continuaron mostrando tasas de rendimiento positivas, aunque se vieron afectados por las turbulencias de mayo y mediados de junio asociadas a las expectativas inflacionarias en Estados Unidos y a la probabilidad de un ajuste recurrente al alza de la tasa de interés de corto plazo. Los mercados se recuperaron a expensas de mostrar una mayor volatilidad (Cuadro I.4). Para 2007 se espera un mayor endurecimiento de los mercados financieros internacionales.

CUADRO I.4: ÍNDICES DE LOS MERCADOS DE VALORES
(Índices convertidos a dólares estadounidenses)

	2005	oct-06	Variación porcentual
Dow Jones	10.847	12.081	11,4
NASDAQ	2.244	2.367	5,5
MERVAL (Argentina)	1.556	1.782	14,5
BOVESPA (Brasil)	33.507	39.263	17,2
IPSA (Chile)	1.940	2.380	22,7

FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

II. Actividad económica

II.1 PRODUCCIÓN Y GASTO

En línea con las perspectivas establecidas en el IPM de marzo, la economía observó un buen desempeño en el segundo trimestre de este año (4,21%) y alcanzó un crecimiento acumulado de 4,42% al primer semestre.

El crecimiento al primer semestre de 2006 fue similar al observado en el mismo período del año anterior, sin embargo el comportamiento del sector de hidrocarburos mostró un menor dinamismo con relación a 2005, en tanto que la producción agregada de los sectores no extractivos tuvo mayor actividad (Cuadro II.1). En efecto, a diferencia de períodos anteriores donde el principal impulso provenía del sector de hidrocarburos, la actividad económica al primer semestre de 2006 estuvo principalmente dinamizada por la agricultura, la industria manufacturera y la minería. Estos sectores, en conjunto, tuvieron una incidencia superior a 50% en la actividad a precios básicos; el restante 50% se explica por la incidencia del sector de servicios.¹ Por el lado del gasto, el consumo, la formación bruta de capital y la variación en inventarios mostraron un comportamiento consistente con la mayor actividad de la economía.

II.1.1 COMPORTAMIENTO DEL PIB SEGÚN SECTOR ECONÓMICO

El panorama descrito se acentúa aún más cuando se analiza el comportamiento del segundo trimestre contra similar período del año anterior (Gráfico II.1). El crecimiento a precios básicos sin actividades extractivas (3,8%) fue el más alto de los últimos cinco años, mientras que el crecimiento del sector de hidrocarburos fue bajo (0,3%). La incidencia de este sector fue de sólo 0,1% en el crecimiento del segundo trimestre.

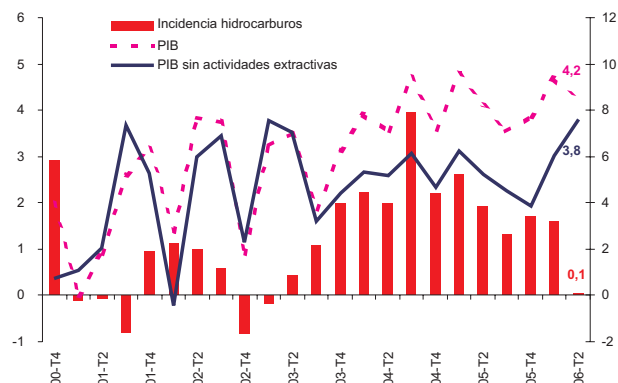
¹ Comercio, transporte y comunicaciones, establecimientos financieros y servicios bancarios imputados, principalmente.

CUADRO II.1: Crecimiento del PIB POR SECTOR ECONÓMICO (En porcentajes)

	Participación		Crecimiento		Incidencia	
	06 - S1	05 - S1	06 - S1	05 - S1	05 - S1	06 - S1
PIB	100,0	4,41	4,42	4,41	4,42	4,42
Impuestos Indirectos	9,5	8,78	6,97	0,78	0,65	0,65
PIB a precios básicos	90,5	3,98	4,16	3,63	3,78	3,78
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	17,0	5,36	4,45	0,90	0,75	0,75
Petróleo crudo y gas natural	6,4	21,62	6,26	1,16	0,39	0,39
Minerales metálicos y no metálicos	4,1	3,68	16,32	0,14	0,61	0,61
Industria manufacturera	16,6	4,52	3,94	0,75	0,66	0,66
Electricidad, gas y agua	1,9	2,40	4,01	0,05	0,08	0,08
Construcción	2,1	-0,95	2,76	-0,02	0,06	0,06
Comercio	8,2	2,97	3,76	0,25	0,31	0,31
Transporte y comunicaciones	10,3	2,84	3,12	0,30	0,33	0,33
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas	11,9	0,20	5,68	0,02	0,67	0,67
Servicios de la administración pública	7,9	1,43	2,27	0,12	0,18	0,18
Otros servicios	7,2	1,36	2,57	0,10	0,19	0,19
Servicios bancarios imputados	-3,1	5,16	15,73	0,15	0,45	0,45
PIB actividades extractivas	10,5	14,24	10,01	1,30	1,00	1,00
PIB actividades no extractivas	80,0	2,84	3,44	2,33	2,78	2,78

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

GRAFICO II.1: Crecimiento del PIB (Variación contra similar trimestre del año anterior, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Cifras preliminares a partir de 2002

CUADRO II.2: CRECIMIENTO DEL PIB POR TIPO DE GASTO
 (En porcentajes)

	Participación		Crecimiento		Incidencia	
	06 - S1	05 - S1	06 - S1	05 - S1	06 - S1	05 - S1
PIB	100,00	4,41	4,42	4,41	4,42	
Consumo	80,01	2,66	3,29	2,19	2,66	
Público	10,13	1,73	3,64	0,18	0,37	
Privado	69,88	2,80	3,25	2,01	2,29	
Inversión	16,95	17,92	6,80	2,63	1,13	
Variación de existencias	5,26	78,57	6,25	2,37	0,32	
Formación bruta de capital fijo	11,69	2,19	7,05	0,25	0,80	
Exportaciones netas	3,04	-13,27	24,91	-0,41	0,63	
Exportaciones	36,31	11,88	16,29	3,61	5,31	
Importaciones	33,27	14,69	15,56	4,02	4,68	
Demanda interna	96,96	4,97	3,89	4,82	3,79	

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

El impulso durante el segundo trimestre provino de la agricultura, industria manufacturera y minería. Información preliminar de la Cámara Agropecuaria del Oriente (CAO) reporta un aumento de 9% en la producción de la campaña de verano 2005-2006 explicado por mejores rendimientos de los cultivos de azúcar, maíz y fréjol. La producción de cemento, la fabricación de bebidas y tabaco, y la refinación de petróleo mostraron tasas de crecimiento elevadas (12,9%, 9,5% y 9,4% respectivamente), lo cual reflejaría una dinámica importante de la demanda interna. La fabricación de textiles y de productos de madera mostró tasas de crecimiento relativamente bajas con relación a su comportamiento histórico, asociadas a la incertidumbre de corto plazo en la ampliación del ATPDEA y la propiedad de las concesiones forestales. El importante aumento en la producción minera respondió a la favorable coyuntura de precios internacionales, principalmente del zinc, plata, oro y estaño. El sentimiento del mercado reflejado en el índice de precios de metales calculado por el Fondo Monetario Internacional prevé una caída gradual de hasta la mitad de la ganancia acumulada desde 2002 en un horizonte de cinco años (FMI, 2006).²

Los sectores asociados a servicios mostraron tasas de crecimiento superiores a las observadas el segundo trimestre del año anterior de manera consistente con un mayor impulso de la demanda interna. Se destaca el crecimiento en el sector de servicios financieros (17,1%), originado en mejores márgenes de intermediación. La cartera de créditos creció 5% con relación a los niveles de noviembre del año pasado, la cartera en mora mostró una tendencia descendente y los depósitos se incrementaron aproximadamente 6% en el mismo período (últimos 12 meses). Asimismo, el crecimiento en los sectores de comercio (3,8%), transporte y comunicaciones (3,1%), construcción (2,6%) y en el resto de los servicios confirma los resultados descritos en las cuentas nacionales.

II.1.2 COMPORTAMIENTO DEL PIB SEGÚN GASTO

La demanda interna tuvo una incidencia importante en el crecimiento observado al primer semestre de 2006, aunque algo menor con relación a similar período en 2005 (Cuadro II.2). El comportamiento de sus componentes debe ser visto con mayor detenimiento: se presentó un crecimiento importante en el consumo total, tendencia que apunta a una mayor actividad dinamizada por factores internos. Asimismo, se

² El índice de precios de metales es un promedio ponderado de los precios futuros del aluminio, cobre, plomo, níquel, estaño y zinc (*World Economic Outlook*, 2006).

incrementó la incidencia de la formación bruta de capital en el crecimiento. La demanda externa -cuyo crecimiento es consistente con el comportamiento del sector minero principalmente- tuvo una incidencia positiva, en contraste con el efecto negativo observado en igual período de 2005.

El consumo público y privado impulsaron la demanda agregada durante el primer semestre. El último creció 3,25% al primer semestre, producto de ganancias en el ingreso real. La mayor actividad en el mercado de bienes no transables y la mayor demanda de dinero son consistentes con este comportamiento. El consumo público, por su parte, creció 3,64%, pero su incidencia fue notablemente menor en el consumo total.

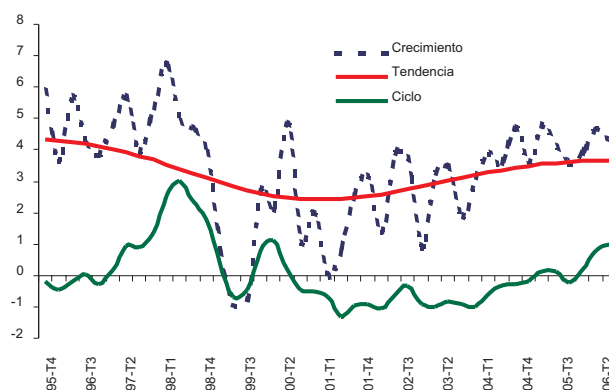
La inversión contribuyó al crecimiento en menor medida que el consumo, pero se debe hacer notar un importante dinamismo en la formación bruta de capital fijo (7%) asociado a la construcción de proyectos importantes en el sector minero.

De acuerdo con lo previsto en el anterior IPM, los altos precios internacionales de las materias primas (minerales) contribuyeron al impulso de la economía nacional durante los últimos meses. La exportación de minerales como el zinc, la plata y el oro observaron un notable crecimiento y se espera que la demanda externa por estos *commodities* se mantenga en niveles elevados en el corto plazo. Si bien los volúmenes de exportación de gas natural presentaron tasas de crecimiento positivas, éstas fueron menores a las observadas en años anteriores. La importación de equipo de transporte, de bienes de capital para la industria y de material para la construcción tuvo impacto positivo en las importaciones.

II.1.3 ACTIVIDAD ECONÓMICA, BRECHA DEL PRODUCTO E INFLACIÓN

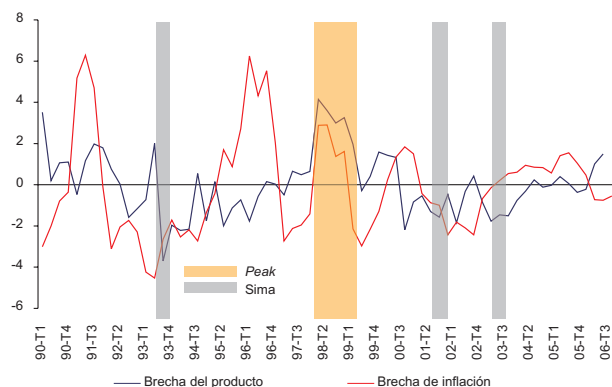
El análisis del crecimiento de la actividad a partir de sus componentes de series de tiempo al segundo trimestre del año muestra que la recuperación del crecimiento de tendencia mantiene aún una influencia predominante en el crecimiento, mientras que el componente cíclico tendría una menor importancia. Si bien el crecimiento de tendencia sería mayor al reportado al tercer trimestre de 2005 en el anterior IPM, éste no habría alcanzado aún los niveles observados en 1996. En forma conjunta con el componente cíclico, sugiere que la economía estaría en un período de mayor crecimiento (Gráfico II.2).

Gráfico II.2: COMPONENTES TEMPORALES DEL CRECIMIENTO DEL PIB
(Crecimiento con relación a similar trimestre de la gestión anterior)



FUENTE: Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: Cifras preliminares a partir de 2002
Se eliminó el componente estacional de las series con el método X-12 ARIMA. Los componentes de tendencia y ciclo se obtuvieron con el filtro de Henderson. El componente cíclico se expresa como porcentaje del componente de tendencia.
Cifras preliminares a partir de 2002

GRÁFICO II.3: BRECHA DEL PRODUCTO E INFLACIÓN
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: Cifras preliminares a partir de 2002
 Se eliminó el componente estacional con X-12 ARIMA; el componente de tendencia se obtuvo con el filtro Hodrick-Prescott.
 NOTA: Cifras preliminares a partir de 2002

Dependiendo de las circunstancias, los ciclos de la actividad económica pueden repercutir en el nivel de precios. Por lo general, cuando el producto crece temporalmente más allá de su tendencia de largo plazo (expansión) se crean presiones en el nivel de precios 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 (contracción), la situación se invierte y disminuyen las presiones inflacionarias. El Gráfico II.3 muestra la medida convencional de brecha del producto³ la cual estaría reflejando que la economía habría ingresado en una fase más dinámica a partir del último trimestre del 2005, luego de haber tocado fondo en 2003. Pese a esto, las presiones sobre el nivel de precios parecen estar atenuadas por expectativas de menores tasas de inflación y depreciación.

Las trayectorias de la brecha del producto e inflación sugieren cierto grado de asociación positiva, pero la dirección de la causalidad no está clara. Actualmente la brecha de inflación es negativa y no se advierten presiones inflacionarias. La brecha positiva del producto tenderá a estabilizarse en la medida en que aumente la producción.

II.1.4 PERSPECTIVAS DEL CRECIMIENTO

Las proyecciones de crecimiento en torno a 4,1% para 2006 establecidas en el anterior IPM, se ajustaron al alza con base en el desempeño observado e información preliminar disponible al tercer trimestre del año.⁴ Se revisaron al alza las tasas de crecimiento del sector minero, de la industria manufacturera y de la agricultura principalmente; y a la baja la del sector de la construcción. De esta forma, la nueva estimación del crecimiento en 2006 es de alrededor de 4,4% (Cuadro II.3).

Para 2007 se espera una tasa de crecimiento de 5%. La producción minera se verá favorecida principalmente por la puesta en marcha de los proyectos San Cristóbal y San Bartolomé, cerrando el año con una tasa de crecimiento superior a la observada en esta gestión. El sector de hidrocarburos, por su parte, tendría un dinamismo importante asociado a la firma de los nuevos contratos de operación y la definición

CUADRO II.3: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO
(En porcentajes)

	2006e	2007p
PIB (precios de mercado)	4,4	5,0
Derechos s/Imp., IVA, IT y otros Imp. Indirectos	6,5	5,2
PIB (precios básicos)	4,2	5,0
1. Agricultura, silvicultura, caza y pesca	4,2	1,2
2. Extracción	10,7	18,5
- Petróleo crudo y gas natural	7,9	15,6
- Minería	15,6	23,1
3. Industria manufacturera	4,0	1,7
4. Electricidad, gas y agua	4,1	4,3
5. Construcción	4,3	31,1
6. Comercio	3,5	2,9
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3,1	3,1
8. Establecimientos financieros y otros servicios	4,2	1,5
9. Servicios comunales, sociales y personales	2,4	2,7
10. Restaurantes y hoteles	2,5	2,5
11. Administración pública	2,3	1,8

FUENTE: Estimaciones realizadas por el Banco Central de Bolivia y UDAPE
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: e : estimado
 p : proyectado

3 La brecha del producto se define como la diferencia porcentual entre el crecimiento del PIB desestacionalizado y el de tendencia; la brecha de inflación se define de manera análoga.

4 A la fecha se dispone de información del PIB calculado por el INE al segundo trimestre de 2006; sin embargo, se cuenta con otros indicadores de actividad.

de temas pendientes como cronogramas de inversión en exploración. El sector agrícola, en cambio, se vería afectado por el fenómeno de El Niño que también tendría algunos efectos en la producción de alimentos correspondiente a la industria manufacturera. Por el lado del gasto, el consumo privado y público mantendrían el impulso observado recientemente y la formación bruta de capital fijo presentaría un mayor crecimiento explicado por la puesta en marcha de proyectos de construcción en el marco del PND.

II.2 BALANZA DE PAGOS

Información reciente confirma que 2006 será nuevamente un año con superávit global en la balanza de pagos, en la cuenta corriente (cuarto año consecutivo) y elevada ganancia de reservas internacionales del BCB. En el período enero-septiembre de 2006 la balanza de pagos registró un superávit global de \$us1.014,1 millones (9,6% del PIB anual) y permitió un incremento de las reservas internacionales del BCB en un monto similar (\$us1.022,8 millones). Este resultado se explica por el superávit en la cuenta corriente y en la cuenta capital y financiera.

En la cuenta corriente destacan los saldos positivos de la balanza comercial y de las transferencias unilaterales netas que compensaron los déficit registrados en las balanzas de renta de factores y servicios. El crecimiento del valor FOB de las exportaciones (42,7%) mayor al aumento del valor CIF de importaciones (22,7%), y los flujos de remesas de trabajadores en el exterior, fueron determinantes para el superávit en cuenta corriente (Cuadro II.4).

Un detalle de las exportaciones por grupos de productos muestra que el valor de las exportaciones mineras prácticamente se duplicó con respecto a similar período de 2005 (94,8%) y el de hidrocarburos se incrementó significativamente (56,3%, Cuadro II.5). El primer resultado se explica por las mayores cotizaciones de los principales minerales exportados,⁵ que se refleja en el crecimiento de los precios implícitos de exportación de minerales (54,6%). Influyó también el mayor volumen de ventas,⁶ que se incrementó en 26%. En el caso de hidrocarburos, el incremento en el valor exportado respondió principalmente a mayores precios (44,3%), ya que los volúmenes sólo aumentaron en 8,3%. El precio promedio del gas natural pasó de \$us2,73 el millar de pies cúbicos en enero-septiembre de 2005 a \$us4,11 en similar período de 2006.

5 Zinc (120,9%), plata (60,2%), oro (35,1%), plomo (17,2%) y estaño (3,3%).

6 Oro (63,7%), plata (21,8%), plomo (17,2%) y zinc (17,2%).

CUADRO II.4: BALANZA DE PAGOS, ENERO – SEPTIEMBRE 2005-2006
(En millones de dólares estadounidenses)

	Ene-Sep		Variación		En porcentaje del PIB ⁶	
	2005p	2006p	Absoluta	%	2005	2006
Cuenta corriente	434,3	973,1	538,8	124,0	4,6	9,2
Balanza comercial	321,6	793,2	471,6	146,6	3,4	7,5
Exportaciones FOB	1989,6	2839,2	849,6	42,7	21,3	26,9
Importaciones CIF	-1667,9	-2046,0	-378,1	22,7	-17,8	-19,4
Servicios (neto)	-32,6	-115,6	-82,9	254,0	-0,3	-1,1
Renta (neta)	-273,9	-268,0	5,9	-2,2	-2,9	-2,5
Transferencias (netas)	419,2	563,4	144,2	34,4	4,5	5,3
Cuenta capital y financiera	-225,2	41,0	266,3	-118,2	-2,4	0,4
Transferencias de capital	6,5	6,7	0,2	2,5	0,1	0,1
Inversión directa	-76,2	168,5	244,7	-321,1	-0,8	1,6
Inversión de cartera	-141,4	54,4	195,8	-138,4	-1,5	0,5
Otra Inversión (incluye E & O)	-14,1	-188,5	-174,3	1233,8	-0,2	-1,8
Balance global	209,1	1014,1	805,0	385,0	2,2	9,6
Financiamiento	-209,1	-1014,1	-805,0	385,0	-2,2	-9,6
RIN BCB (aumento: -)	-220,0	-1022,8	-802,8	365,0	-2,4	-9,7
Alivio HIPC (Reprogramación)	10,9	8,7	-2,2	-20,0	0,1	0,1

FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.
NOTAS: ¹ PIB anual
p: preliminar

CUADRO II.5: CAMBIOS PORCENTUALES EN INDICADORES DE EXPORTACIONES DE BIENES, 2006
(Con relación a enero-septiembre de 2005)

	Ene-Sep 2006p
Valor CIF	51,0
Minerales	94,8
Hidrocarburos	56,3
No tradicionales	2,0
Precios implícitos	28,2
Minerales	54,6
Hidrocarburos	44,3
No tradicionales	-1,1
Volumen	17,7
Minerales	26,0
Hidrocarburos	8,3
No tradicionales	3,1

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

CUADRO II.6: CAMBIOS PORCENTUALES EN INDICADORES DE IMPORTACIONES DE BIENES, 2006 (Con relación a enero-septiembre de 2005)

	Ene-Sep 2006p
Valor CIF¹	22,0
Bienes de consumo	30,6
Bienes intermedios	13,8
Bienes de capital	33,9
Diversos	-4,3
Precios implícitos	5,1
Bienes de consumo	-1,3
Bienes intermedios	10,9
Bienes de capital	-2,4
Diversos	3,8
Volumen	16,1
Bienes de consumo	32,2
Bienes intermedios	2,6
Bienes de capital	37,2
Diversos	-7,8

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ¹ Sin ajustes
 p: preliminar

Contrasta con este comportamiento el moderado incremento del valor de las exportaciones no tradicionales (2%), consecuencia del incremento en el volumen exportado (3,1%) y la disminución de los precios implícitos (1,1%). Las exportaciones de maderas, café, cueros, palmitos y harina de soya aumentaron; mientras que disminuyeron las de café, azúcar, artículos de joyería, algodón y torta y aceite de soya (excluyendo las del Régimen de Internación Temporal de materias primas para Exportaciones - RITEX).

Por su parte, el crecimiento de las importaciones fue estimulado por una mayor absorción y se reflejó principalmente en las importaciones de bienes de capital y de bienes de consumo. Las importaciones de bienes intermedios crecieron a una tasa más moderada, resaltando el crecimiento en materiales de construcción y para la industria. Los índices muestran que el incremento del valor de las importaciones se origina por un mayor efecto de los volúmenes cuyo índice aumentó en 16,1%, principalmente por bienes de capital y consumo. A nivel agregado, los precios tuvieron un incremento moderado (5,1%) explicado principalmente por los precios de importación de los bienes intermedios. Los precios de bienes de capital y consumo registraron disminuciones de 2,4% y 1,3%, respectivamente.

La cuenta capital y financiera (incluyendo errores y omisiones) registró un superávit en el período enero-septiembre de 2006, cifra que contrasta con el déficit observado en similar período de 2005 (\$us225,2 millones). Este cambio se debió al comportamiento del sector privado, principalmente por el incremento de flujos netos de Inversión Extranjera Directa (IED) y por las disminuciones de los activos externos netos de corto plazo y la inversión de cartera.

Con relación a la IED neta, se estima que en el período enero-septiembre de 2006 se recibieron \$us168,5 millones, flujo que contrasta con la salida neta observada en similar período de 2005 (\$us76,2 millones). En el caso de los flujos de capital del sector público, éstos disminuyeron debido a menores desembolsos recibidos por deuda externa.

Se estima que en la gestión 2006 la cuenta corriente de la balanza de pagos cerrará con un superávit equivalente a 11,6% del PIB. Esta situación responde al dinamismo de la economía mundial que ha permitido elevados niveles de volúmenes y precios de los principales productos que exporta Bolivia. Por otro

lado, el incremento en las remesas a Bolivia por parte de trabajadores en el exterior fue también un factor importante en este resultado.

Con relación a los términos de intercambio, se estima que la variación anual de los precios implícitos de las exportaciones será superior al de las importaciones, determinando una ganancia en los términos de intercambio (Gráfico II.4).

Para la gestión 2007 se proyecta que la cuenta corriente registrará un superávit equivalente a 6,9% del PIB. Se destaca el incremento del valor de las importaciones mayor al de las exportaciones, aspecto que explicaría la disminución del superávit respecto al observado en 2006. Se estiman disminuciones de precios para algunos minerales en 2007.⁷ Con estas proyecciones, se prevé un deterioro de los términos de intercambio debido a un menor incremento en los precios implícitos de las exportaciones con relación al de las importaciones (Gráfico II.5).

II.3 FINANZAS PÚBLICAS

Las cifras fiscales de 2006 reflejan un importante cambio en el balance del Sector Público (SP).⁸ En el período enero-octubre de 2005, el SP registró un superávit de Bs275 millones, mientras que en similar período de 2006 el superávit se incrementó significativamente alcanzando a Bs5.690 millones, equivalente a 6,8% del PIB anual. Este resultado se debió principalmente a los cambios en la normativa del sector de hidrocarburos, a la actividad económica, a la mayor eficiencia tributaria y al moderado crecimiento del gasto público.

Las diferentes definiciones de equilibrio fiscal (balance corriente y primario) mostraron superávit, lo que permitió que el sector público requiriera menor financiamiento externo e interno.

II.3.1 INGRESOS FISCALES

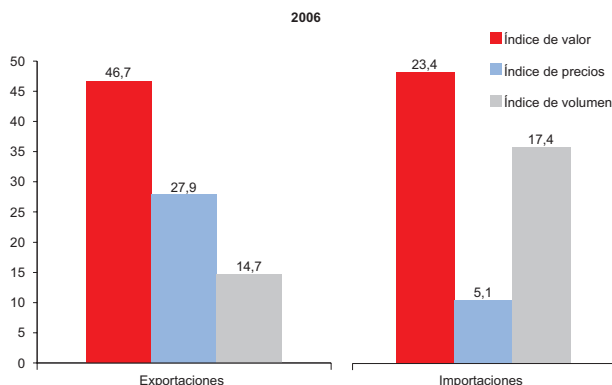
Los cambios en la normativa del sector de hidrocarburos⁹ incidieron significativamente en la estructura de los

⁷ De acuerdo con datos del FMI (*World Economic Outlook* de septiembre de 2006), se prevén disminuciones en los precios del estaño, plomo y zinc; entre tanto el oro, plata, gas natural y petróleo mantendrían su tendencia al alza, aunque menos pronunciadas que en 2006.

⁸ Incluye el resultado del SPNF más el resultado cuasifiscal del BCB.

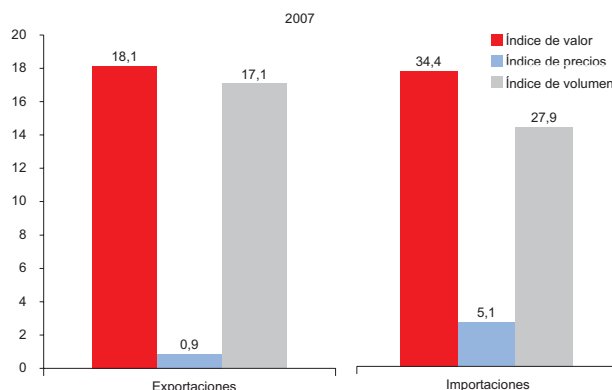
⁹ La Ley de Hidrocarburos 3058 de fecha 17 de mayo de 2005 que establece el IDH con una alícuota adicional de 32% y el Decreto Supremo 28701 de 1 de mayo de 2006 por el que se establece una mayor participación del Estado en la producción y comercialización de hidrocarburos (el recuadro señala las características más importantes de este decreto).

GRÁFICO II. 4: VARIACIÓN DE VALOR, PRECIO Y VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, 2006
(En porcentaje anual respecto a 2005)



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

GRÁFICO II.5 VARIACIÓN DE VALOR, PRECIO Y VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, 2007
(En porcentaje anual respecto a 2006)

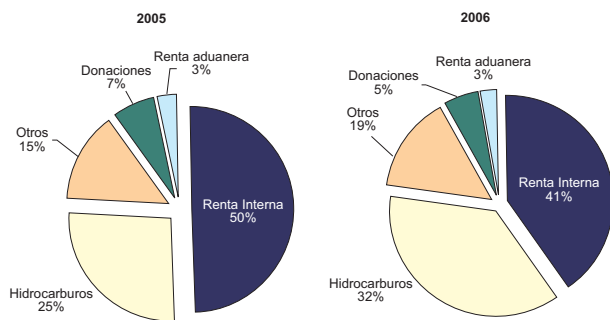


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

ingresos fiscales y determinaron un crecimiento importante de Bs9.564 millones en el período enero-octubre de 2006, respecto a igual período de 2005. El Impuesto Directo a los Hidrocarburos (IDH), que entró en vigencia en junio de 2005, representó un ingreso de Bs4.545 millones (15,5% de los ingresos totales) en los primeros diez meses de 2006. Por otra parte, la mayor demanda de Argentina y Brasil por gas natural y la coyuntura de altos precios internacionales significaron también mayores ingresos por concepto de regalías. El incremento en las recaudaciones por concepto de hidrocarburos explica el 45% del crecimiento en los ingresos totales.

Sin embargo, una parte importante de los ingresos corresponde a los gobiernos subnacionales que, bajo los actuales sistemas de transferencias de recursos y de distribución de responsabilidades, generó una situación financiera heterogénea para el TGN.¹⁰ Varios gobiernos regionales e instituciones descentralizadas tuvieron elevados superávits contrastando con la situación relativa del TGN y otras instituciones del sector público.

GRÁFICO II.6: ESTRUCTURA DE INGRESOS DEL SECTOR PÚBLICO (Composición porcentual)



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

La estructura de ingresos muestra un incremento en la participación de aquellos asociados a la producción de hidrocarburos y de otros ingresos asociados a la venta de estos productos en el mercado interno. Por otra parte, se observa una menor participación de renta interna y donaciones (Gráfico II.6).

En lo que se refiere a los otros ingresos, la actividad económica y la mayor eficiencia en la administración tributaria contribuyeron al buen desempeño observado (Cuadro II.7). Las recaudaciones por renta interna se incrementaron en 20,9% con respecto al período enero-octubre de 2005. Se destacaron los ingresos por el impuesto a las utilidades de las empresas que aumentaron Bs691 millones (41%), lo que estaría reflejando buenos resultados de las empresas privadas. Los ingresos por renta aduanera crecieron en 18% debido al dinamismo de las importaciones. La incorporación del sector de transporte interdepartamental al régimen general impositivo contribuyó también a las recaudaciones fiscales.

II.3.2 GASTO PÚBLICO

Los gastos totales se incrementaron en Bs4.149 millones, de los cuales 29% correspondieron a gastos

¹⁰ El TGN tiene la responsabilidad del gasto público en sueldos y salarios del Gobierno General, Poder Legislativo y Judicial, intereses de la deuda externa e interna, pago de pensiones, transferencias a las universidades, descentraliza la inversión en infraestructura y la gestión de personal (en salud y educación) a nivel subnacional.

de capital y el restante 71% a gastos corrientes (Cuadro II.7). El incremento más importante se registró en la partida de bienes y servicios que aumentó Bs2.682 millones, financiado por ingresos provenientes de ventas de hidrocarburos al mercado interno. Otra parte tiene que ver con los costos de importación de diesel para atender las necesidades de los sectores agroindustrial y de transporte. Los incrementos salariales en los sectores de salud y educación, el ajuste en el salario mínimo nacional de Bs460 a Bs500 -que tuvo efectos adicionales debido a su vinculación con el bono de antigüedad- y el aumento de las rentas de los jubilados explican el incremento de los gastos por servicios personales en 7,2%. Los gastos derivados de la creación de nuevos ítems en los sectores de salud y educación fueron compensados con el recorte de sueldos del personal jerárquico del sector público.

El subsidio para mantener los precios del diesel y del gas licuado de petróleo y en menor medida la emisión de certificados fiscales al sector exportador, explican el incremento de Bs428 millones en las transferencias corrientes. Los intereses por deuda pública y otros gastos se redujeron por un total de Bs558 millones. En el primero se incluyen las utilidades cuasifiscales del BCB, que al ser mayores permitieron una reducción en esa partida, ya que se registran con signo negativo.

CUADRO II.7: OPERACIONES CONSOLIDADAS DEL SECTOR PÚBLICO, ENERO-OCTUBRE
(En millones de bolivianos y porcentajes)

	2005	2006	Variación	
			Absoluta	%
Ingresos Totales	19.823	29.387	9.564	48,2
Ingresos corrientes	18.519	27.785	9.266	50,0
Ingresos tributarios	10.427	12.584	2.157	20,7
del cual: renta interna	9.799	11.843	2.044	20,9
renta aduanera	627	741	114	18,1
Impuestos sobre hidrocarburos	5.208	9.557	4.349	83,5
Otros ingresos corrientes	2.884	5.643	2.759	95,7
Ingresos de capital	1.304	1.602	298	22,9
Egresos Totales	19.548	23.697	4.149	21,2
Egresos corrientes	14.284	17.237	2.953	20,7
Servicios personales	5.535	5.936	401	7,2
Bienes y servicios	1.751	4.433	2.682	153,2
Transferencias corrientes	3.641	4.069	428	11,8
Intereses deuda	1.713	1.406	-307	-17,9
Otros	1.644	1.393	-251	-15,3
Egresos de capital	5.264	6.460	1.196	22,7
Balance global	275	5.690	5.415	1.965,7
del cual: pensiones	2.404	2.526	122	5,1
Balance corriente	4.235	10.548	6.312	149,0
Balance primario	2.187	7.666	5.479	250,5

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

RECUADRO: DECRETO SUPREMO 28701

El Decreto Supremo 28701 de 1 de mayo de 2006 establece:

- Las empresas que realizan actividades de producción de gas y petróleo en el territorio nacional están obligadas a entregar toda la producción de hidrocarburos en propiedad a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB).
- YPFB asume su comercialización, definiendo condiciones, volúmenes y precios para el mercado interno, exportación e industrialización. De igual manera, se recupera la plena participación del Estado en la cadena productiva del sector.
- Una participación adicional de 32% para YPFB, sobre el valor de la producción durante el período de transición en los campos cuya producción certificada promedio de gas natural del año 2005 haya sido superior a los 100 millones de pies cúbicos diarios.
- Transfiere a propiedad de YPFB -a título gratuito-, las acciones de los ciudadanos bolivianos en las empresas petroleras Chaco S.A., Andina S.A. y Transredes S.A. que forman parte del Fondo de Capitalización Colectiva (FCC), garantiza el pago del BONOSOL; endosa a favor de YPFB las acciones del FCC a nombre de las Administradoras de Fondos de Pensiones en las mencionadas empresas.
- Nacionaliza las acciones necesarias en las empresas Chaco S.A., Andina S.A., Transredes S.A., Petrobras Bolivia Refinación S.A. y Compañía Logística de Hidrocarburos de Bolivia S.A., para que YPFB controle como mínimo el 50% más uno.

II.3.3 OPERACIONES BAJO LA LINEA Y ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

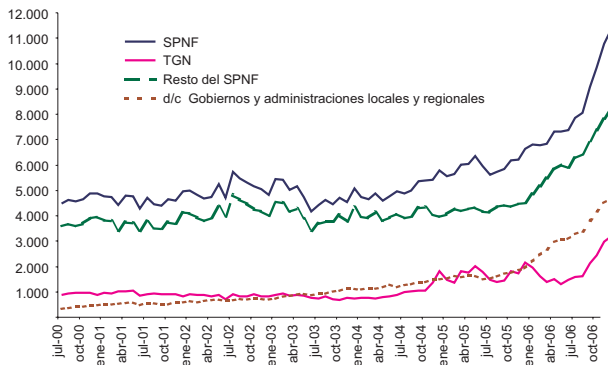
CUADRO II.8: FINANCIAMIENTO A LAS OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO, ENERO-OCTUBRE (Flujos en millones de bolivianos)

	2005	2006	Variación	
			Absoluta	%
Financiamiento total	-275	-5.690	-5.415	-1.965,7
Externo	675	202	-473	-70,1
Interno	-951	-5.892	-4.941	-519,7
BCB	-1.859	-7.282	-5.423	-291,7
Crédito neto del sistema financiero del cual sistema bancario	52	82	29	56,5
Mutuales, AFP, SAFI y Agencias de Bolsa	-192	-69	123	64,0
Otro financiamiento Interno	288	268	-20	-7,0
del cual deuda flotante	856	1.308	452	52,8
Bonos, cupones y pagarés	13	-8	-21	-163,2
	925	-8	40	4,3

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

El superávit fiscal alcanzado más otro financiamiento que obtuvo el gobierno, determinó una contracción del Crédito Interno Neto (CIN) del BCB al SPNF en Bs6.712 millones. En efecto, si añadimos al superávit fiscal de Bs5.690 millones el financiamiento externo neto de Bs202 millones, el crédito del sistema financiero de Bs82 millones y otro financiamiento interno que provino en parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) de Bs1.308 millones, encontramos el monto en el que ha disminuido el CIN del BCB al SPNF (Cuadro II.8). Este comportamiento se reflejó en la acumulación de depósitos de los municipios y prefecturas en el BCB, que fue casi 3 veces mayor con respecto a julio de 2005¹¹ (Gráfico II.7) y facilitó la labor del BCB para regular la liquidez. Su uso futuro podría representar riesgos de presiones inflacionarias en la medida en que se destine a gasto corriente.

GRÁFICO II. 7: DEPÓSITOS DE ENTIDADES PÚBLICAS EN EL BCB (Saldos en millones de bolivianos)



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

La deuda del sector público se redujo de \$us7.153 millones en diciembre de 2005 a \$us5.784 millones a fines de octubre de 2006 y se explica por la disminución de la deuda externa en el marco de la Iniciativa Multilateral para el Alivio de Deuda.¹² El saldo de la deuda pública interna, por el contrario, aumentó \$us361 millones en el mismo período (Cuadro II.9). Este incremento tiene relación con las colocaciones netas de títulos del gobierno al sector privado y las colocaciones que efectúa el BCB para controlar el crecimiento de la liquidez. El TGN aumentó su stock de deuda interna en \$us241 millones, mientras que el BCB lo hizo en \$us120 millones entre diciembre 2005 y octubre de 2006.

II.3.4 PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Se estima que la gestión finalizará con un superávit de 5,2% del PIB. Los ingresos totales cerrarían 2006 con alrededor de seis puntos porcentuales del PIB adicionales después de excluir los incrementos en los ingresos que se compensan con mayores gastos por concepto de comercialización de hidrocarburos. Los gastos culminarían con un crecimiento más moderado.

11 Julio de 2005 fue el primer mes en que, de manera plena, se recaudó el IDH.
 12 En junio 2005, el G8 (grupo de los ocho países más industrializados) anunció la intención de condonar el 100% del stock de deuda pública de Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC) con el FMI, Banco Mundial y Banco Africano de Desarrollo, con el objeto de proveer recursos adicionales para ayudar a los países en desarrollo a alcanzar las Metas de Desarrollo del Milenio. A través de esta Iniciativa (MDRI por sus siglas en inglés) Bolivia recibió la condonación de la deuda con el FMI (\$us232,5 millones) y con el Banco Mundial (\$us1.511,3 millones).

Para la gestión 2007 se prevé un déficit de 2,6% del PIB, explicado por los gastos de la empresa estatal YPFB en las actividades de producción y comercialización de hidrocarburos y por la ejecución de proyectos contemplados en el PND, tales como el fomento a la inserción social y productiva de sectores potenciales del área rural y de zonas urbanas. El déficit se financiaría principalmente con recursos externos.

Será esencial que se mantenga la disciplina fiscal para evitar presiones de gasto público sobre los precios. Se debe destacar la importancia de crear un fondo de estabilización y ahorro que permita atenuar los posibles efectos expansivos de los fuertes ingresos derivados de los hidrocarburos, y contar con recursos que permitan enfrentar coyunturas menos favorables. La creación de este fondo fue anunciada en el PND y entendemos que existe el firme propósito de hacerlo por parte de las autoridades del área económica.

CUADRO II.9: SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA
(En millones de dólares y porcentajes)

	dic-05	Oct-06 ^p	Variación	
			Absoluta	%
Deuda total	7.153	5.784	-1.368	-19,1
Externa	4.942	3.212	-1.729	-35,0
Multilateral	4.520	2.822	-1.697	-37,6
Bilateral	422	390	-32	-7,5
Privada	0,2	0,1	-0,1	-50,0
Interna	2.211	2.572	361	16,3
TGN	2.083	2.324	241	11,6
Del cual AFP	1.207	1.348	141	11,7
BCB	128	248	120	94,0
Deuda en MN y UFV respecto al total	47,8%	58,9%		

FUENTE: Banco Central de Bolivia – Ministerio de Hacienda
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: p: preliminar

III. Entorno monetario

III. 1 PROGRAMA MONETARIO

Con el objetivo de mantener una tasa de inflación baja y estable, el BCB instrumenta la política monetaria a través de un esquema de metas intermedias de cantidad que consiste en fijar límites máximos a la expansión del CIN, a fin de que la oferta monetaria sea consistente con la demanda de dinero del público. El esquema se complementa con la determinación de una meta para la variación de Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB, en virtud a las características de la economía boliviana: abierta, con régimen de tipo de cambio deslizando y elevados niveles de dolarización. Específicamente, el Programa Monetario del BCB tiene como metas intermedias niveles máximos de CIN y límites mínimos de RIN. En el corto plazo, la meta operativa es la liquidez del sistema financiero, definida como el excedente de encaje legal mantenido por las entidades financieras.

El esquema descrito se expresa en un Programa Monetario que de manera anual aprueba el Directorio del BCB.¹³ Hasta marzo de 2006, el país tenía suscrito un programa económico en el marco del Acuerdo *Stand By* con el FMI, el cual a partir de abril de 2006 fue sustituido por un Programa Financiero interno, acordado con el Ministerio de Hacienda.¹⁴

El Programa Financiero elaborado conjuntamente con el Ministerio de Hacienda estableció para 2006 un crecimiento máximo del CIN de Bs451 millones, un aumento mínimo de las RIN de \$us100 millones y una contracción del crédito neto del BCB al sector público no financiero de al menos Bs131 millones.

CUADRO III.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FINANCIERO A OCTUBRE DE 2006
(Flujos en millones acumulados a partir del 1° de enero de 2006)*

		Meta Prog rev ¹	Meta Ajustada ²	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
Variables fiscales					
Déficit del Sector Público	Bs	637	584	-5.690	6.275
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-387	113	-5.892	6.005
Deuda externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año	\$us	3	3	28	-24
Deuda externa neta pública o con garantía pública no concesional	\$us	9	-16	-52	36
Variables monetarias					
Crédito Interno Neto total	Bs	-1.240	-1.169	-7.948	6.779
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	\$us	-1.430	-1.430	-6.712	5.282
Reservas Internacionales Netas del BCB		162	153	1.106	953

FUENTE: Banco Central de Bolivia

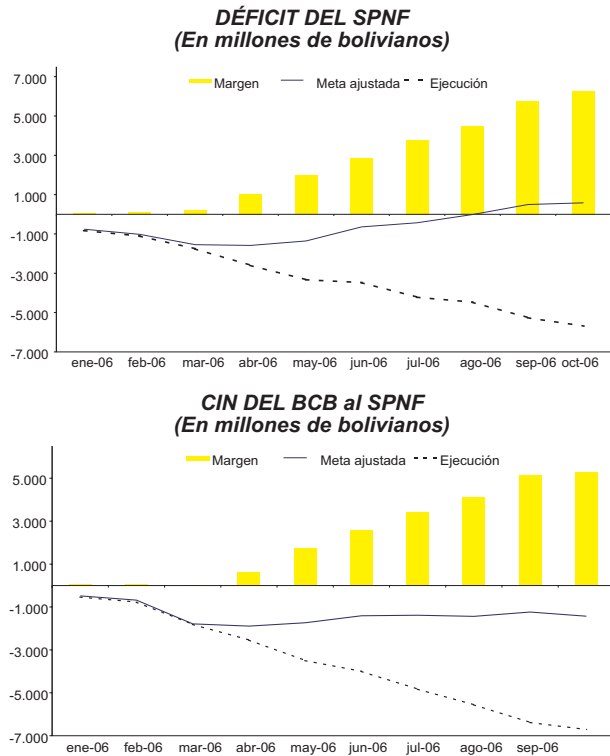
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: * Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar y DEG, así como precio fijo para el oro
¹ Programa Monetario y Financiero revisado y acordado entre el BCB y Ministerio de Hacienda el 20/04/06.
² Incluye ajustadores por financiamiento externo, encaje legal, emisión monetaria, alivio de deuda y desembolsos para reestructuración financiera y corporativa.

13 El Programa Monetario forma parte de un programa macroeconómico más amplio (Programa Financiero), que considera la política fiscal, las proyecciones de la actividad económica y las operaciones del sector privado financiero y no financiero.

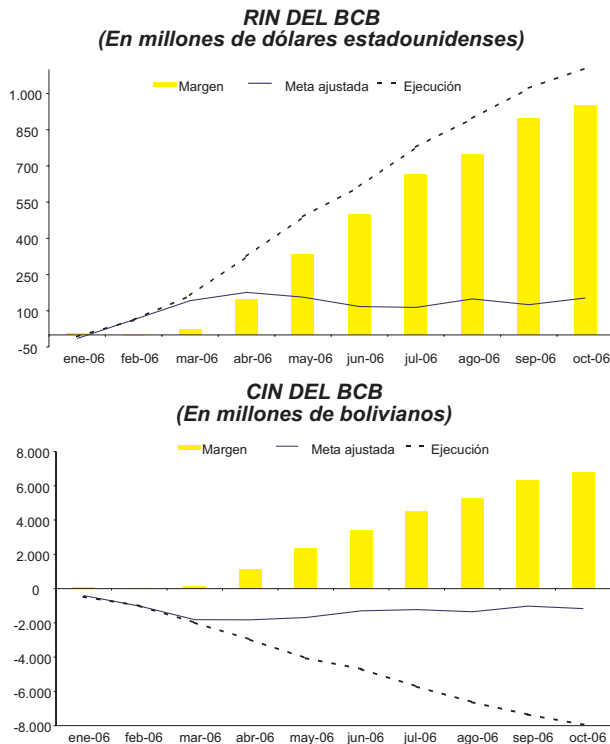
14 A partir de abril de 2006, el FMI mantiene discusiones bilaterales anuales en el marco del Artículo IV del Convenio Constitutivo (Obligaciones referentes a regímenes de cambio). Por otra parte, el Grupo Consultivo solicita al FMI la evaluación del desempeño de las políticas macroeconómicas de los países que requieren financiamiento.

GRÁFICO III.1: EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT DEL SPNF Y DEL CIN DEL BCB AL SPNF



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

GRÁFICO III.2: EVOLUCIÓN DE LAS RIN Y CIN TOTAL



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

Los supuestos macroeconómicos que sustentaron estas proyecciones consideraron un crecimiento de la actividad económica de 4,1% y un objetivo de inflación en el rango entre 3% a 5%, centrado en 4%. Con base en estos supuestos, también se determinó un límite al déficit fiscal de 3,4% del PIB.

El Cuadro III.1 muestra que en los primeros diez meses de 2006 todas las metas cuantitativas del Programa Financiero fueron cumplidas con amplios márgenes, resultado de la coyuntura internacional positiva y del buen desempeño del sector fiscal y del sistema financiero.

Las metas fiscales de déficit y financiamiento interno registraron márgenes significativos debido principalmente a mayores ingresos por recaudaciones de hidrocarburos y de renta interna (Gráfico III.1). También incidió, en menor medida, el ritmo de ejecución de la inversión pública inferior a la programación inicial. Dichos aspectos determinaron la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB (tema que fue abordado en el acápite de finanzas públicas). El margen del endeudamiento neto no concesional refleja también la buena situación fiscal que permitió prescindir de este tipo de financiamiento mientras que el sobregiro de la deuda pública con garantía hasta un año fue resultado de mayores desembolsos provenientes de Venezuela (PDVSA).

Las RIN del BCB y el CIN total también registraron amplios márgenes (Gráfico III.2). En el caso de las reservas, el buen comportamiento se explica por el desempeño del sector exportador y por la sustitución del dólar por el boliviano en las funciones de medio de cambio y reserva de valor que ambas monedas poseen en la economía boliviana. A octubre de 2006, la compra de divisas al sistema financiero fue de \$us1.137,5 millones, monto que en MN habría representado un incremento de la emisión monetaria de aproximadamente 150%. En los primeros diez meses, la emisión creció sólo 14,3% debido a la contracción del CIN en un monto sustancialmente mayor al programado, como resultado del fuerte incremento de depósitos del sector público y la mayor colocación de títulos a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA).

En el primer trimestre de 2006 las colocaciones netas en OMA ascendieron a Bs365,9 millones; en el segundo trimestre a Bs215,8 millones; en el tercer trimestre a Bs72 millones y en octubre la colocación fue de Bs112,6 millones. Dichas colocaciones contribuyeron a reducir

las presiones que el incremento de la liquidez ejerce sobre la inflación. Las OMA fueron acompañadas, como se señaló, por la acumulación de depósitos en el BCB realizada por el sector público no financiero.

En resumen, el incremento de las RIN generó una significativa expansión de la emisión monetaria que fue esterilizada con la disminución del CIN, con una mayor colocación de títulos del BCB y la acumulación de depósitos del SPNF (Gráfico III.3).

El Programa Monetario ejecutado a octubre de 2006 permite apreciar, por una parte, una ganancia de RIN del BCB que es mayor al triple de la ganancia alcanzada en igual período de 2005 y, por otra parte, un incremento de la emisión monetaria que no alcanza a duplicar el incremento de la gestión pasada. Este comportamiento, como fue señalado, se explica por la contracción del CIN al SPNF en un monto superior a cuatro veces la contracción observada en 2005 y por la colocación neta de títulos mediante OMA en más de siete veces la colocación realizada el año anterior (Bs638 millones correspondieron al sistema bancario y no bancario y Bs128 millones a otras entidades, Cuadro III.2).

III. 2 MERCADO MONETARIO

III. 2.1 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO¹⁵

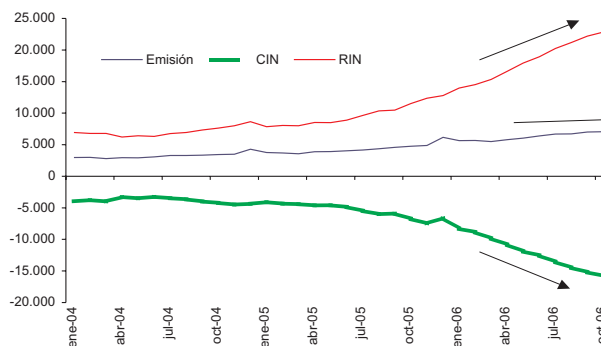
Las OMA constituyen el principal instrumento indirecto de intervención del BCB. A octubre de 2006, el saldo de títulos colocados por el BCB alcanzó a \$us196 millones que, comparado con el saldo a fines de la gestión anterior, significó una colocación neta de \$us105 millones durante los primeros diez meses. En el caso de los títulos colocados por el TGN, el saldo fue de \$us789 millones, mayor en \$us90 millones con relación a diciembre de 2005 (Gráfico III.4).

Las condiciones de mercado favorecieron la colocación de títulos públicos en moneda nacional y con mayores plazos. Con relación a octubre de 2005, se registraron aumentos en la participación de los saldos netos de las OMA en moneda nacional con y sin indexación a la UFV, mientras que la participación de los títulos en moneda extranjera disminuyó (Gráfico III.5).

En general, el BCB se caracteriza por colocar instrumentos de corto plazo como las LT y la autoridad fiscal se inclina por la emisión de instrumentos de

¹⁵ La información de títulos públicos corresponde a valor nominal y a tipo de cambio de fin de período.

GRÁFICO III.3: EVOLUCIÓN DEL CIN, RIN Y EMISIÓN
(Saldos en millones de Bs a tipo de cambio fijo)



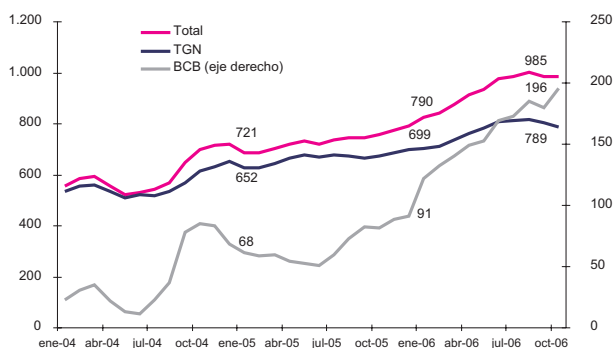
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO III.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO A OCTUBRE DE 2006
(Flujos en millones de Bs)

	2005p	2006p	Variación	
			Absoluta	%
Banco Central de Bolivia				
1. Emisión	484,3	886,5	402,2	83,1
2. Crédito interno neto	-2.364,9	-7.952,5	-5.587,6	-236,3
2.1 Sector público	-1.858,8	-7.281,6	-5.422,9	-291,7
Crédito neto del BCB	-1.660,4	-6.712,0	-5.051,6	-304,2
Cuasifiscal	-198,3	-569,7	-371,3	-187,2
2.2 Resto sistema bancario y no bancario	-383,5	-436,8	-53,4	-13,9
Desarrollo	-53,1	0,8	53,9	101,5
Encaje legal	-89,9	218,9	308,8	343,6
LT D y BT	-150,1	-638,0	-487,9	-325,1
Otros	-136,0	-22,7	113,3	83,3
del cual: préstamos de liquidez	-84,4	0,0	84,4	100,0
FONDESIF	45,6	4,2	-41,4	-90,7
2.3 Otras instituciones financieras (NAFIBO)	-22,2	0,1	22,4	100,5
2.4 Otros	-100,4	-234,2	-133,7	-133,1
del cual: Títulos D (particulares, AFP y otros)	44,4	-128,3	-172,7	-388,6
3. Obligaciones de Mediano y Largo Plazo (OMLP)	8,3	4,9	-3,4	-40,7
4. Reservas internacionales netas	2.840,9	8.834,1	5.993,2	211,0
(en millones de dólares)	348,6	1.105,6	757,1	217,2
Crédito interno neto (Incluye OMLP)	-2.356,6	-7.947,6	-5.591,0	-237,2

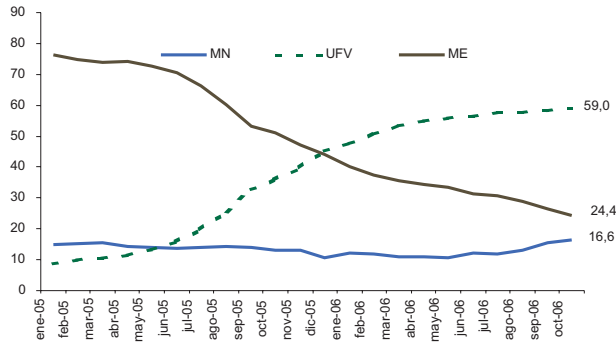
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: p: preliminar

GRÁFICO III.4: EVOLUCIÓN DE LA COLOCACIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS
(Saldos netos en millones de dólares)



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

GRÁFICO III. 5: COMPOSICIÓN DE LOS TÍTULOS PÚBLICOS POR MONEDAS
(Composición porcentual de saldos netos)



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

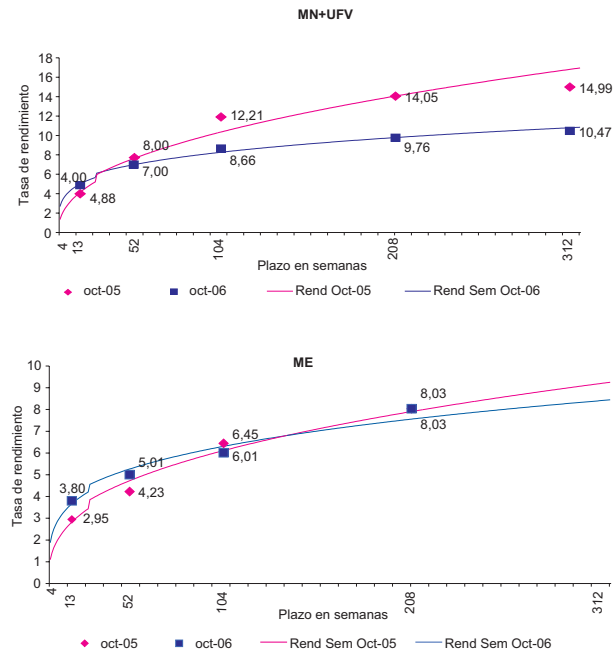
mediano plazo como los Bonos del Tesoro (BT). Las colocaciones del TGN se dieron principalmente en UFV y desde marzo de 2006 de una manera creciente en moneda nacional a un plazo de 2 años.

Las tasas de interés y curvas de rendimiento muestran la coyuntura de liquidez del mercado financiero. Las curvas de rendimiento de títulos públicos en moneda nacional presentan un desplazamiento hacia abajo con respecto a octubre de 2005, ante menores o casi nulas expectativas de depreciación de la moneda nacional. Por su parte, si se comparan períodos similares, las curvas de rendimiento de títulos públicos en ME a octubre de 2006, mostraron rendimientos ligeramente mayores en el corto plazo y menores en el largo plazo (Gráfico III.6).

III.2.2 TASAS DE INTERÉS

Las condiciones del mercado explican la tendencia al alza en las tasas de los títulos a corto plazo en MN y ME. Empero, las tasas de los títulos en MN a mediano y largo plazo presentaron una tendencia decreciente. Por su parte, las tasas para las ventanillas de liquidez en el BCB se mantuvieron elevadas sin sufrir cambios importantes.

GRÁFICO III.6: CURVAS DE RENDIMIENTO DE TÍTULOS PÚBLICOS EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA
(En porcentajes)



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

Las tasas de rendimiento de LT en MN a 13 semanas aumentaron de 4% en octubre de 2005 a 4,88% en octubre de 2006. En el mismo período, los rendimientos para LT en ME subieron 85 puntos básicos (de 2,95% a 3,8%). El BCB es el único oferente en el mercado de títulos a 13 semanas e influye decisivamente en la tasa de rendimiento (Gráfico III.7). El rendimiento para los títulos valor en UFV para 52 semanas disminuyó de 4,73% en octubre de 2005 a 3,12% en octubre de 2006. En el plazo de 728 días, se redujo de 6,59% a 4,01%, respectivamente.

Se debe destacar que en marzo de 2006, el TGN empezó a emitir títulos en moneda nacional para un plazo de 2 años (728 días). La tasa de interés de estos instrumentos mostró una tendencia decreciente de 9,45% a 7,40% en octubre de 2006¹⁶. Este comportamiento estaría relacionado con los altos niveles de liquidez prevalecientes en el sistema y con las menores expectativas de los agentes económicos sobre depreciación de la moneda e inflación.

El BCB en su rol de prestamista de última instancia, mantuvo sus ventanillas de apoyo al sistema financiero

¹⁶ En el gráfico para plazos de 104 o más semanas se consideraron las tasas de títulos en UFV incluyendo una estimación de la inflación.

mediante la otorgación de recursos de corto plazo a través de operaciones de reporto y de créditos con garantía del Fondo RAL. Durante los primeros diez meses, los recursos otorgados alcanzaron a \$us198,7 millones, monto menor en 5,24% al registrado en la gestión pasada (\$us209,7 millones), el uso de estas ventanillas de crédito fue mayor en los meses de mayo y julio. Las tasas de reporto en MN bajaron en 1 punto básico de 5,26% a 5,25% mientras que en ME aumentaron en 2 puntos básicos de 7,25% a 7,27% entre octubre de 2005 y octubre de 2006. En dicho período, la tasa de los créditos RAL en MN se mantuvo en los niveles observados en similar período de la gestión pasada (Gráfico III.7). Tanto la tendencia que siguieron las tasas de las ventanillas de liquidez que ofrece el BCB, como los niveles más elevados para los recursos en ME, reflejan la política del BCB de incentivar el uso del boliviano.

III.2.3 ENCAJE LEGAL

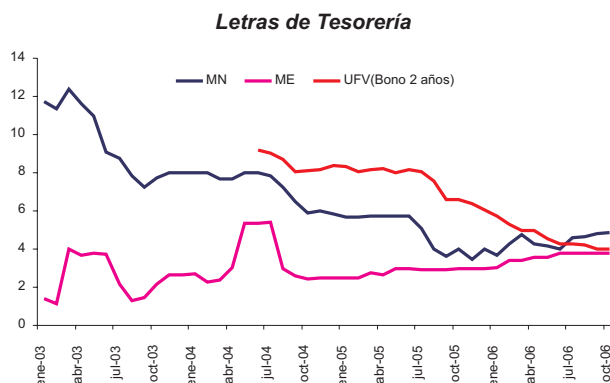
El régimen actual de encaje legal se encuentra normado en la Resolución de Directorio 048/2005 del BCB de 20 de abril de 2005.¹⁷ Las tasas de encaje se mantuvieron en 14% para depósitos en moneda extranjera y MVDOL (más un encaje adicional de 7,5% para todo depósito por encima del 80% del nivel registrado el 31 de marzo de 2005) y 12% para depósitos en moneda nacional y UFV. El encaje adicional contempla un mecanismo de compensación por incrementos en los depósitos en moneda nacional.

Acorde con uno de los objetivos de la norma mencionada, la diferenciación de encajes explicaría una parte de la reducción observada en la dolarización de depósitos. El requerimiento de encaje adicional del sistema financiero a fines de octubre llegó a Bs318,9 millones, mientras que la compensación alcanzó a Bs270,4 millones, como resultado del incremento de captaciones de depósitos en MN.

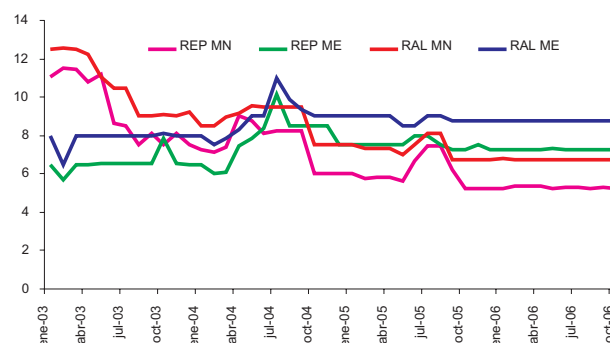
Los requerimientos de encaje se incrementaron a partir de la aplicación del nuevo reglamento, hasta Bs3.078,5 millones en noviembre de 2005. A partir de junio de 2005 la sustitución de monedas permitió un incremento de la compensación y una disminución del encaje adicional neto (Gráfico III.8).

Debido al aumento de los depósitos en moneda nacional las tasas efectivas de encaje adicional presentaron una disminución sistemática a lo largo

GRÁFICO III.7: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL MERCADO MONETARIO (En porcentajes)

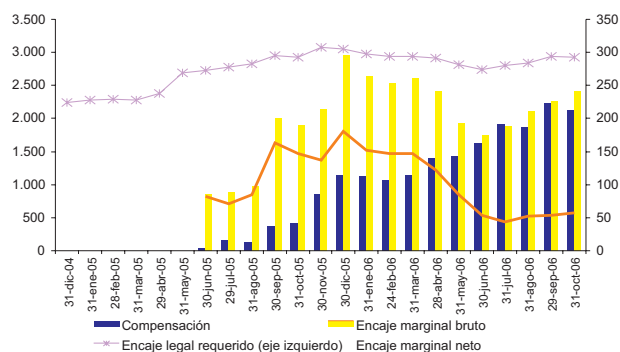


CREDITOS RAL y REPORTOS



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

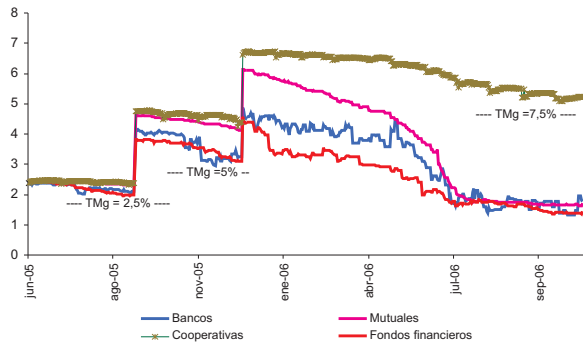
GRÁFICO III.8: EVOLUCIÓN DEL ENCAJE REQUERIDO DEL SISTEMA BANCARIO (En millones de Bs)



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

17 La Ley 1670 en su artículo 7 faculta al BCB a establecer encajes legales de cumplimiento obligatorio por parte de los bancos y entidades de intermediación financiera.

GRÁFICO III.9: TASAS EFECTIVAS DIARIAS DE ENCAJE ADICIONAL (En porcentajes)



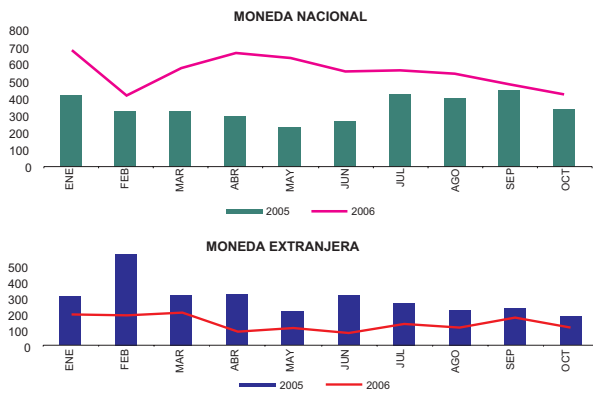
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

de los primeros nueve meses en todas las entidades financieras. La caída más significativa se presentó en los fondos financieros privados y en el sistema bancario. Sin embargo, a partir de mayo, las mutuales registraron una caída más pronunciada. A fines de octubre, las tasas efectivas oscilaron en 1,8% para bancos, 1,4% para los fondos financieros, 1,7% para mutuales y 5,2% para cooperativas (Gráfico III.9).

Las entidades bancarias aumentaron sistemáticamente sus excedentes de encaje en MN, pasando de un promedio de Bs346,4 millones en los primeros diez meses de 2005 a Bs552,6 millones, en similar período de 2006. Por su parte, el comportamiento del excedente en moneda extranjera fue diferente y se registró una disminución de Bs294,4 millones a Bs138,7 millones, respectivamente (Gráfico III.10). La volatilidad del encaje, medida por su desviación estándar, fue de Bs47,6 millones en ME y de Bs92 millones en MN. La variabilidad de los depósitos en moneda nacional influyó en este comportamiento.

Por tanto, la compensación del encaje marginal por el incremento de los depósitos en MN y la disminución de los excedentes de encaje en ME permitieron prácticamente mantener la tasa efectiva de encaje en ME.

GRÁFICO III.10: EXCEDENTE PROMEDIO DE ENCAJE EN EFECTIVO (En millones de bolivianos)



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

III.2.4 PERSPECTIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

En lo que resta de 2006 y durante la gestión 2007, el BCB continuará con su política monetaria orientada a afianzar el entorno de inflación baja y estable, que fue facilitada por la sostenida acumulación de depósitos del sector público en el BCB en 2006.

Para lo que queda del año y dada la trayectoria de los primeros diez meses de 2006, las principales metas cuantitativas del programa monetario se reformularon con una contracción mayor del CIN total, del CIN del BCB al SPNF y una acumulación mayor de RIN del BCB. La colocación neta de títulos del BCB mediante OMA estará acorde con la liquidez del sistema para evitar que la expansión de los medios de pagos generen presiones sobre la inflación.

Para 2007, el Programa Monetario considera un crecimiento de la actividad económica de 5% y un objetivo de inflación en torno a 4%. En este marco, se espera una contracción del CIN total y una acumulación de reservas internacionales netas del BCB.

Con el objetivo de mantener la estabilidad de precios, se buscará el cumplimiento de los límites de CIN fijados en el Programa Monetario para asegurar que la oferta de dinero sea consistente con las estimaciones de la demanda. Al igual que en 2006, estos límites serían acordados conjuntamente entre el BCB y el Ministerio de Hacienda incorporando las metas fiscales. En línea con lo anteriormente mencionado, se continuarán impulsando políticas que privilegien una mayor participación de la moneda nacional en los agregados monetarios.

III.3 EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

III.3.1 BASE MONETARIA

A octubre de 2006, la base monetaria creció en términos nominales en 38% con relación al mismo mes de la anterior gestión. Por el lado del origen de la liquidez, se destaca el ya mencionado crecimiento inédito de las RIN (95%), constituyéndose en el principal determinante del comportamiento de esta variable. En cuanto al destino, el crecimiento se explica principalmente por la mayor demanda del público por billetes y monedas como resultado de la creciente confianza en la moneda nacional (46%, Cuadro III.3).

En los determinantes de la base, cabe destacar que el crecimiento de las RIN fue compensado por la acumulación sostenida de depósitos del SPNF en el BCB y por la colocación de títulos en moneda nacional con fines de regulación monetaria.

Se debe destacar el fuerte crecimiento de la emisión monetaria en 48,2% (crecimiento nominal a 12 meses y 42% en términos reales), debido a que el boliviano continuó acrecentando sus funciones como dinero: transacciones, unidad de cuenta y reserva de valor. Como resultado, el circulante en moneda nacional presentó también un aumento sustancial de 46,5%.

A raíz de la preferencia del público por moneda nacional, los agregados monetarios que incluyen sólo moneda nacional y los amplios que además incluyen moneda extranjera muestran comportamientos diferentes. Mientras los agregados en moneda nacional registraron tasas de crecimiento nominales sustanciales, los agregados que incluyen el componente de moneda extranjera presentaron menores tasas de crecimiento. En términos reales, el agregado monetario M3 creció en 43,7% respecto a octubre de 2005, mientras que M'3 creció en sólo 4,6% (Gráfico III.11). Lo anterior

CUADRO III.3: DETERMINANTES Y COMPONENTES DE LA BASE MONETARIA A OCTUBRE
(Saldos en millones de bolivianos y porcentajes)

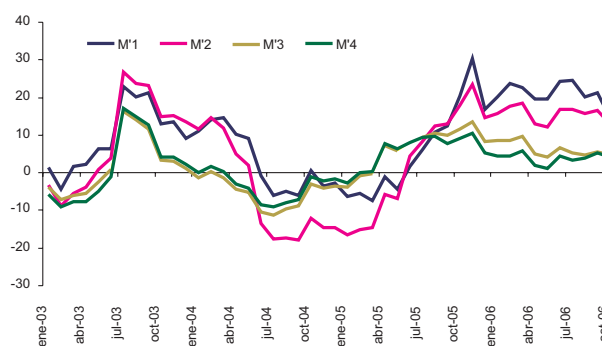
	2005	2006	Variaciones	
			Absolutas	%
Determinantes	6.291,2	8.713,2	2.422,0	38,5
Reservas internacionales netas	12.141,7	23.616,9	11.475,2	94,5
Crédito neto al sector público	261,0	-7.851,6	-8.112,5	-3.108,8
Crédito a bancos	2.011,8	2.035,8	23,9	1,2
OMA	640,1	1.516,5	876,4	136,9
MN+UFV	491,6	1.484,4	992,8	201,9
ME+MVDOL	148,4	32,0	-116,4	-78,4
Otras Cuentas (Neto)	-7.483,2	-7.571,4	-88,2	1,2
Componentes	6.291,2	8.713,2	2.422,0	38,5
Billetes y monedas	4.406,0	6.453,8	2.047,7	46,5
Reservas bancarias	1.885,2	2.259,4	374,2	19,9

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

GRÁFICO III.11: AGREGADOS MONETARIOS
(Tasas reales de crecimiento a doce meses)



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



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

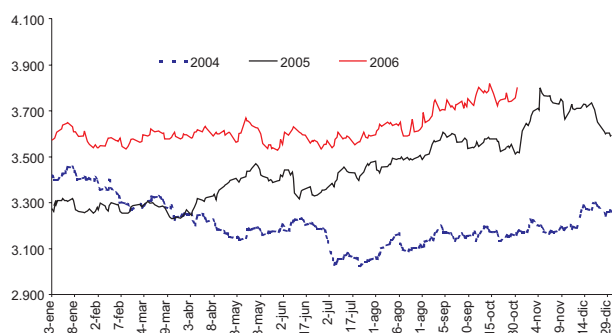
muestra claramente la recomposición del portafolio de activos financieros del sector privado hacia una mayor participación de la MN.

Se espera el mismo comportamiento para lo que resta de la gestión 2006 y para 2007. Es decir, una continuación del proceso de remonetización de la economía con tasas de crecimiento mayores para los agregados en moneda nacional.

III.4 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

En lo que va de 2006 el sistema financiero logró desarrollar sus funciones en un ambiente de mayor dinamismo económico y de estabilidad política con respecto a años anteriores. Los intermediarios financieros obtuvieron mayores niveles de rentabilidad y mejoras tanto en la calidad de activos como en la solvencia. Así, se pudo observar la relación positiva que existe entre la estabilidad del sistema de intermediación financiera y el desempeño económico. Si la infraestructura financiera es sólida y transmite confianza al público, la intermediación se hace más eficiente y se traduce en el mayor y mejor uso de los recursos financieros. La cartera vigente aumentó en \$us215,7 millones hasta octubre de 2006 y los depósitos se incrementaron en \$us213,2 millones. Los depósitos en moneda nacional aumentaron mientras que sus pares en moneda extranjera disminuyeron.

GRÁFICO III.12
EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO
(Saldos en millones de dólares)



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

III.4.1 DEPÓSITOS¹⁸

Aunque el entorno económico fue propicio para un mayor crecimiento de los depósitos, rumores infundados como los de corralitos y/o modificaciones en el régimen cambiario ocurridos entre mayo y junio generaron incertidumbre en la población, especialmente en el oriente del país. Se produjeron algunos retiros, pero las magnitudes fueron menos importantes que las observadas en años anteriores y no revirtieron la tendencia creciente de los depósitos.

A octubre de 2006 el saldo de depósitos del público en el sistema financiero fue de \$us3.802,7 millones, 5,9% más que en diciembre de 2005. Los depósitos en moneda nacional aumentaron en \$us238,9 millones,¹⁹ mientras que los depósitos en moneda extranjera disminuyeron en \$us26 millones. En términos porcentuales, ello significó, un incremento de 41,4%

¹⁸ Los depósitos se compilan de acuerdo con normas y metodologías del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del FMI (MEMF). Incluyen los depósitos de bancos en liquidación.

¹⁹ Incluye depósitos en moneda nacional y en moneda nacional con mantenimiento de valor respecto a la UFV.

y un descenso de 0,9%, respectivamente (Gráfico III.12).

El crecimiento de los depósitos en moneda nacional fue producto del reconocimiento, cada vez más importante por parte del público, sobre las ventajas de mantener activos financieros en bolivianos. La recomposición de monedas en el portafolio de obligaciones del sector financiero con el sector privado se acentuó aún más en los últimos meses y respondió a la evolución de la política cambiaria (ampliación del *spread* cambiario y apreciación del tipo de cambio), al régimen de exenciones del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) y a los efectos indirectos de los requisitos de encaje legal y su sistema de compensación.

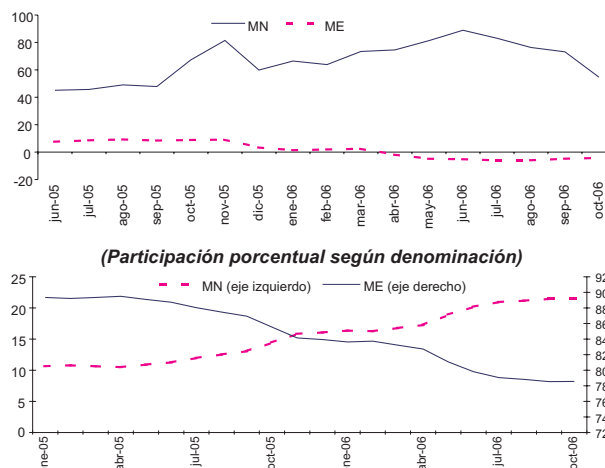
Los depósitos en moneda nacional registraron crecimientos interanuales muy importantes, de hasta 88,9% en junio (Gráfico III.13). Por su parte, las variaciones de los depósitos en moneda extranjera fueron negativas y en octubre de 2006 registraron una caída de 4,2% con respecto a similar mes del año anterior.

La participación de los depósitos en moneda nacional respecto al total avanzó de manera importante durante 2006 y alcanzó a 21,4% en el mes de octubre de 2006 (Gráfico III.13). En mayo de 2005 (mes en el que se puso en vigencia el nuevo reglamento de encaje legal) dicha participación sólo era de 10,9%.

Los depósitos a la vista y en caja de ahorros registraron incrementos importantes. A octubre de 2006 crecieron en \$us61,9 millones (8,4%) y \$us108,9 millones (10,7%), respectivamente. Por su parte, los Depósitos a Plazo Fijo (DPF) aumentaron en \$us23,6 millones (1,3%), con la característica importante de que los incrementos se dieron principalmente en los DPF con plazos mayores a 360 días. El plazo promedio aumentó de 442 días a fines de 2005 a 499 días en octubre de 2006 (Cuadro III.4).

Los DPF en moneda nacional (incluyendo aquellos en UFV) aumentaron en el equivalente a \$us87,7 millones con respecto a diciembre de 2005, en contraposición a los DPF en moneda extranjera y MVDOL que se redujeron en \$us64,1 millones. Los depósitos en caja de ahorros y a la vista aumentaron en ambas denominaciones. En el primer caso los depósitos en MN aumentaron en \$us87,1 millones y los depósitos en ME en \$us28,1 millones; en el segundo caso, los

GRÁFICO III.13
CAPTACIONES POR MONEDAS
(Crecimiento a 12 meses)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: MN incluye depósitos en UFV

CUADRO III.4: DEPÓSITOS A PLAZO FIJO DEL SISTEMA FINANCIERO
(En millones de dólares)

	dic-05	oct-06	Variación	
			Absoluta	%
Depósitos a plazo	1.808	1.832	23,6	1,3
Hasta 30 días	189	166	-23,2	-12,2
De 31 hasta 60 días	45	22	-22,8	-50,6
De 61 hasta 90 días	136	116	-20,1	-14,8
De 91 hasta 180 días	298	269	-29,0	-9,7
De 181 hasta 360 días	390	359	-31,0	-8,0
De 361 hasta 720 días	377	395	18,1	4,8
De 721 hasta 1080 días	88	162	73,7	83,5
Mayores a 1080 días	283	341	58,0	20,5
Plazo promedio (en días)	442	499	57,0	12,9

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

depósitos en MN crecieron en \$us56,3 millones y en ME en \$us10,2 millones.

III.4.2 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO²⁰

A octubre de 2006, el crédito del sistema financiero al sector privado continuó su comportamiento favorable (Gráfico III.4). El saldo de préstamos totales alcanzó a \$us3.940 millones y representó un incremento de \$us189,3 millones respecto a diciembre de 2005. La expansión de la cartera fue financiada principalmente con el incremento de depósitos.

En los bancos, el aumento fue el más alto desde el año 2000 y la generalización del crecimiento en sectores económicos, entidades y regiones indica una alta posibilidad de cambio de tendencia en el mercado crediticio.

Del mismo modo, la calidad de la cartera, medida por el índice de morosidad, registró un comportamiento favorable asociado a mejoras en la capacidad de pago de los prestatarios. Este aspecto estaría explicado por la mayor actividad económica y el menor grado de exposición al riesgo cambiario por el descalce de monedas que enfrentan los prestatarios que perciben ingresos en bolivianos y honran sus créditos en dólares (Gráfico III.14). Por tipo de crédito, la mayor morosidad se observó en la cartera comercial y la menor en la cartera hipotecaria para vivienda.

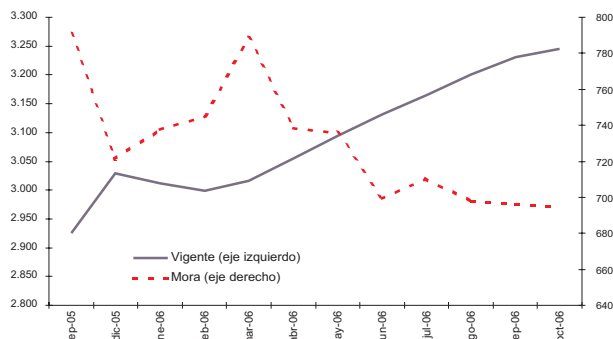
La recomposición de la cartera hacia moneda nacional fue menor que en los depósitos. La participación de la cartera en moneda nacional aumentó de 4,3% en mayo de 2005 a 11,8% en octubre de 2006 (Gráfico III.15).

III.4.3 TASAS DE INTERÉS

Las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio favorecieron el descenso de las tasas de interés activas en moneda nacional, lo que fue un incentivo para la contratación de créditos en esta moneda. Las tasas activas se redujeron de un promedio de 15% en octubre de 2005 a 11% en octubre de 2006. Las tasas pasivas, por su parte, se redujeron de 4,44% a 3,23%.

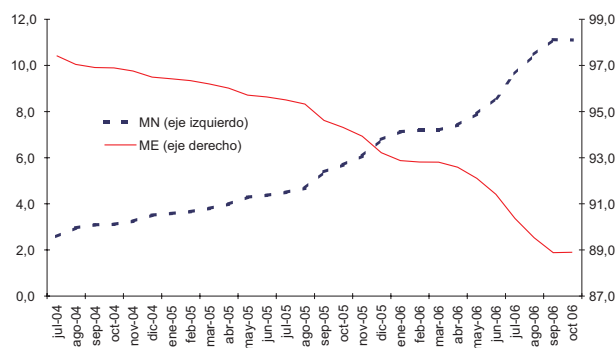
Las tasas activas en moneda extranjera mostraron un comportamiento opuesto y reforzaron los incentivos

GRÁFICO III. 14
CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO
(En millones de dólares)



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

GRÁFICO III.15
CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO
(Participación porcentual por monedas)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: MN incluye cartera en UFV

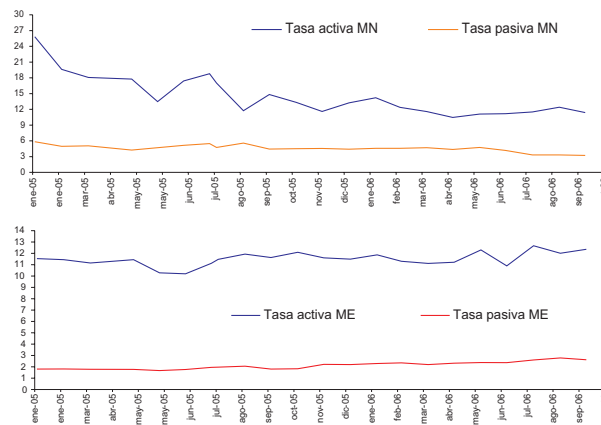
²⁰ Compilado de acuerdo con MEMF con información de entidades financieras en funcionamiento y en liquidación. Se excluye la cartera de créditos concedida por el sistema financiero al sector público.

de los demandantes de crédito a contratar préstamos en moneda nacional (Gráfico III.16). Las tasas pasivas en ME tendieron a aumentar como respuesta al comportamiento de las tasas de interés internacionales y a la apreciación de la moneda nacional.

III.4.4 PERSPECTIVAS EN LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

El comportamiento esperado de un entorno económico favorable determina un escenario positivo para el sistema financiero en términos de volúmenes de depósitos, cartera y utilidades de las entidades financieras para lo que resta de 2006 y para 2007. Se espera que la solidez del sistema financiero continúe consolidándose, no sólo por la confluencia de los factores macroeconómicos, sino también por la profundización de medidas orientadas a disminuir la dolarización de los depósitos y de los créditos. Los depósitos y cartera del sistema financiero cerrarían el año 2006 con un crecimiento de 10% y 6%, respectivamente. En términos del PIB los depósitos se situarían en 37,5% y la cartera representaría 38,2% del PIB. Si en 2007 se mantiene el ritmo de recuperación de 2006, la contribución del sistema financiero al aparato productivo será más efectiva.

GRÁFICO III.16
TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentajes)



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

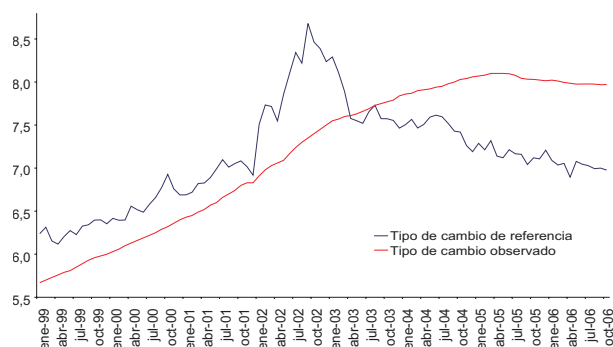
IV. Mercado cambiario

El BCB, en el marco de la Ley 1670, tiene la atribución de determinar el régimen cambiario y ejecutar la política cambiaria. Desde 1985, el régimen cambiario corresponde a uno de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*), que consiste en pequeñas depreciaciones o apreciaciones -no anunciadas- del boliviano respecto al dólar estadounidense. La política cambiaria busca mantener un tipo de cambio real competitivo, supeditada al objetivo de mantener una inflación baja y estable.

En lo que va de 2006, la competitividad del sector transable se ha visto favorecida por los movimientos cambiarios de los principales socios comerciales. En este contexto, el BCB ha continuado con el manejo cauteloso de la política cambiaria. El tipo de cambio de referencia²¹ muestra al boliviano en niveles competitivos pese a la leve apreciación de la moneda nacional (Gráfico IV.1). También se ha considerado la existencia del efecto transmisión de la variación del tipo de cambio a la inflación, por lo que la política cambiaria habría contribuido a controlar el aumento de precios.

En 2006 la política cambiaria mantuvo características similares a las de 2005: se observaron ligeras apreciaciones del tipo de cambio y continuó la ampliación del *spread*. El tipo de cambio se apreció de Bs8,08 a Bs8,07 por dólar estadounidense el 11 de febrero de 2006 y el 9 de marzo el Directorio del BCB decidió ampliar el *spread* a Bs0,1 a través de la apreciación del tipo de cambio de compra de Bs7,99 a Bs7,97. El 28 de abril la cotización del tipo de cambio de venta se redujo a Bs8,06 y el 18 de agosto volvió a disminuir, situándose en Bs8,05. Actualmente, el *spread* equivale a 1,26% del tipo de cambio de compra.

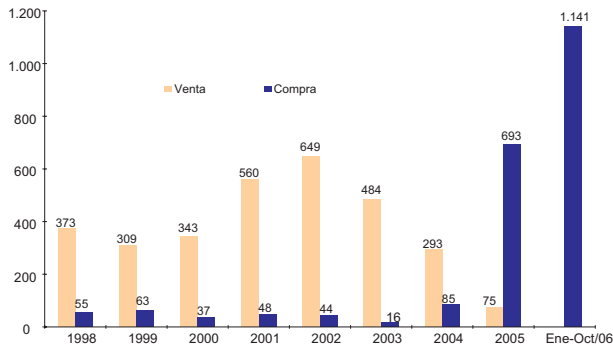
GRÁFICO IV.1: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y DE REFERENCIA (Bolivianos por dólar estadounidense)



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

²¹ 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.

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

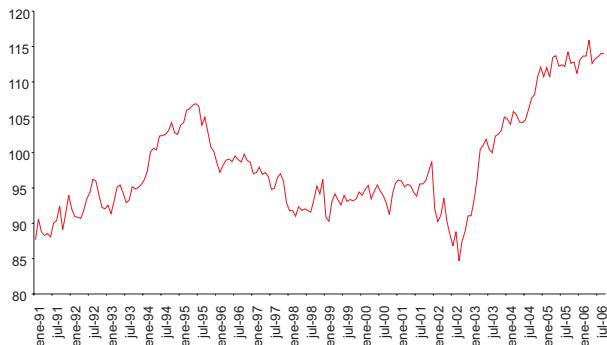


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La ampliación del *spread* permitió un mayor dinamismo en el mercado cambiario privado y coadyuvó al objetivo de profundizar el uso del boliviano en las transacciones económicas, en especial en el sistema financiero (ver recuadro).

En lo que va de 2006, la demanda de divisas del sistema financiero en el Bolsín fue nula mientras que las compras del BCB al sistema financiero fueron muy importantes. A fines de octubre, éstas alcanzaron \$us1.141 millones (Gráfico IV.2), monto que representó un récord histórico y contribuyó al incremento de las reservas internacionales del BCB.

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



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

El Índice del Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) mide la competitividad cambiaria del país frente a nuestros socios comerciales; se calcula en función a las inflaciones y variaciones cambiarias de las monedas de los principales socios comerciales con relación al dólar estadounidense (Gráfico IV.3). El ITCER alcanzó un nivel histórico máximo de 115,9 en abril de 2006 con una depreciación real acumulada en el año de 4,2%. La importante apreciación de las monedas de Brasil (10,7%) y de los países europeos (6,4% para la zona euro) influyeron en este comportamiento. Hasta el mes de octubre la apreciación del real llegó a 8,31%, mientras que las monedas de Argentina, Chile y Colombia se depreciaron. A pesar de ello, el ITCER sólo mostró un ligero deterioro y la depreciación real acumulada hasta ese mes alcanzó a 2,69%. En términos de niveles el ITCER registró un valor de 114,15, que representa una depreciación real de 14,15% respecto al período base (agosto de 2003).

La política cambiaria continuará con su orientación actual. La evolución del tipo de cambio oficial responderá al comportamiento de las compras y ventas de divisas en el BCB y en el mercado privado. Empero, estará supeditado al control de la inflación, objetivo último del BCB. Se espera que el tipo de cambio real cierre 2006 con una depreciación algo menor a 2% y en 2007 se observaría una ligera apreciación consistente con sus determinantes.

RECUADRO: AMPLIACIÓN DEL SPREAD Y OPERACIONES CAMBIARIAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

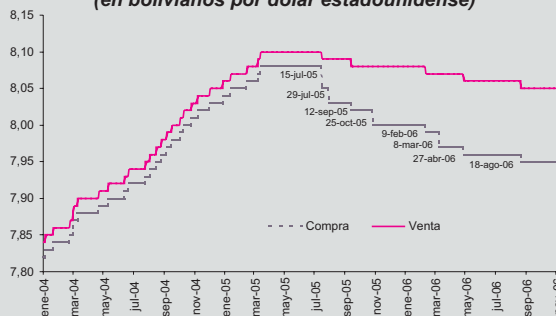
Desde julio de 2005 el BCB amplió el *spread* entre el tipo de cambio de compra y de venta con el objetivo de promover un mercado privado de divisas más profundo y desincentivar el uso de la moneda extranjera como reserva temporal de valor. El proceso fue gradual y se efectuó a través de la apreciación del tipo de cambio de compra (Gráfico 1). En este contexto, entre el 15 de julio de 2005 y noviembre de 2006, el *spread* cambiario se amplió de Bs0,02 a Bs0,1 y el tipo de cambio de compra se apreció en Bs0,13. Por su parte, el tipo de cambio de venta registró una apreciación de Bs0,05.

Las medidas de política cambiaria cumplieron con sus propósitos. El mercado privado de divisas mostró un dinamismo importante: hasta octubre de 2006, el sistema financiero vendió al público \$us1.259 millones y compró \$us1.701 millones, aspecto que revela la liquidez en dólares que presenta la economía. En casi todos los meses, las compras fueron mayores a las ventas (Gráfico 2).

Destacan tres tipos de operaciones de cambio en el mercado de divisas privado: preferenciales, estándar e interbancarias. Las operaciones preferenciales se realizan con personas o empresas que transan elevados volúmenes de divisas y por tanto, obtienen tipos de cambio preferenciales. Con la ampliación del *spread*, los tipos de cambio de venta y de compra, que eran mayores a los del BCB, pasaron a estar por debajo de los mismos. Por tanto, las disminuciones de las cotizaciones en el sistema financiero fueron más pronunciadas que las del mercado oficial, principalmente en el tipo de cambio de venta, lo que refleja el cambio en el mercado de divisas de una posición vendedora a otra predominantemente compradora, luego de la puesta en marcha de la medida (Gráfico 3).

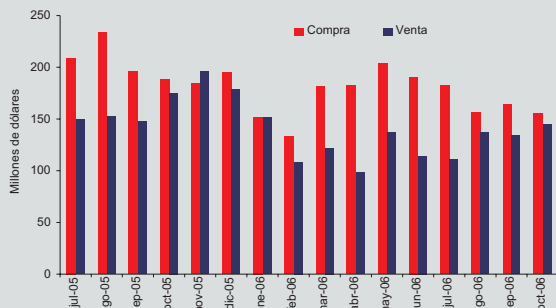
Las operaciones estándar, por su parte, se llevan a cabo al tipo de cambio de pizarra de las entidades financieras y representan montos importantes de las operaciones cambiarias con el público. En este tipo de operaciones la posición actual predominante también es la compradora, aunque el tipo de cambio de venta no registró una disminución tan pronunciada como fue el caso de las operaciones preferenciales (Gráfico 4).

Gráfico 1
Evolución del tipo de cambio
(en bolivianos por dólar estadounidense)



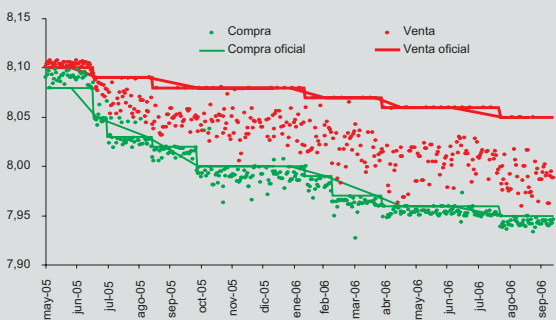
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Gráfico 2
Sistema financiero: Compra y venta de divisas
(En millones de dólares)



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

Gráfico 3
Tipos de cambio para operaciones preferenciales
(En bolivianos por dólar estadounidense)

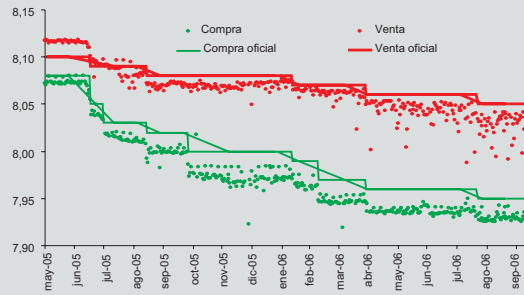


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Las operaciones interbancarias, que son las que realizan las entidades financieras entre sí, muestran tipos de cambio -de compra y de venta- muy similares a la cotización de compra del BCB. Antes de las medidas, estas cotizaciones estaban en torno al tipo de cambio de venta del BCB.

Los resultados buscados con esta política, en términos de la preferencia por moneda nacional, se observan en el incremento de las ventas de divisas al BCB y en la mayor participación de los depósitos y la cartera de créditos en bolivianos y en UFV con respecto al total (ver sección III.4).

Gráfico 4
Tipos de cambio para operaciones estándar
(En bolivianos por dólar estadounidense)



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

V. Evolución y perspectivas de la inflación

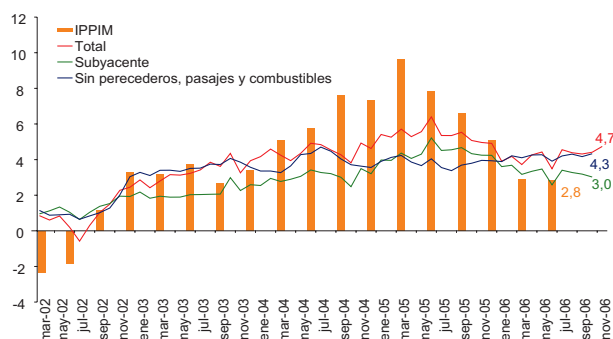
V.1 EVOLUCIÓN RECIENTE

A noviembre de 2006, la inflación a doce meses fue de 4,74%. Éste fue el nivel más alto del año y el más bajo ocurrió en junio (3,49%). Entre diciembre de 2005 y noviembre de 2006, esta variable se redujo en 0,17 puntos porcentuales (Gráfico V.1).

La inflación subyacente, que excluye tanto los bienes y servicios que registran variaciones extremas de precios como los productos estacionales que forman parte del IPC, acompañó la tendencia de la inflación. A noviembre de 2006 registró una variación a 12 meses de 3,03%, cifra muy próxima a la banda inferior de la meta establecida por el BCB para la gestión 2006 (3%). Comparada con la cifra registrada a diciembre de 2005, se aprecia una caída de un poco más de 1,2 puntos porcentuales. La diferencia entre la inflación subyacente y la del IPC (1,71 puntos porcentuales), indicaría que gran parte de la inflación registrada fue originada en el alza de precios de productos específicos y no así en el común de los bienes y servicios que componen la canasta familiar. El Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM) exhibe una marcada tendencia decreciente desde el primer trimestre de 2005.

Además de la medida convencional de inflación subyacente, se construye un indicador de inflación que excluye la incidencia de bienes perecederos, combustibles y transporte con el propósito de identificar potenciales presiones inflacionarias. Este indicador intenta establecer si los efectos principales provienen del lado de la demanda o de la oferta. A noviembre de 2006, esta medida registró un nivel de 4,21%, 0,53 puntos porcentuales por debajo de la inflación.²²

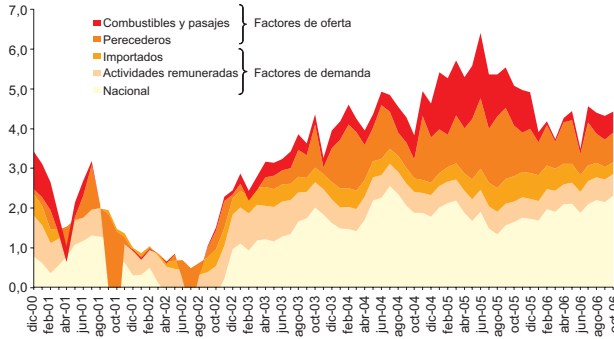
GRÁFICO V.1: INDICADORES DE INFLACIÓN
(En porcentajes)



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

²² Por construcción, la inflación subyacente tiene un carácter más volátil con relación al indicador que excluye combustibles, transporte y bienes perecederos. Las variaciones importantes de precios de algunos productos se transmiten de manera más significativa en el primer indicador.

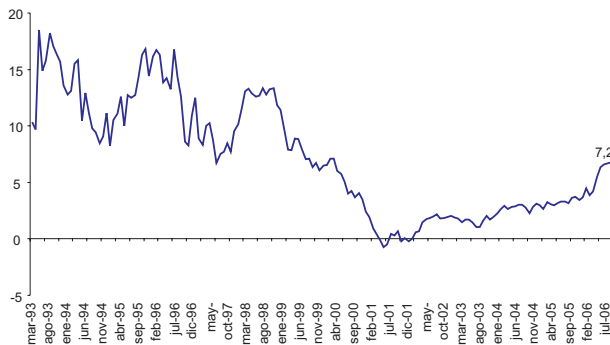
GRÁFICO V.2: DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN A DOCE MESES
(Incidencias, en porcentajes)



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

En el caso de factores de oferta, se tiene que a diferencia de lo sucedido en gran parte de 2005, las presiones inflacionarias originadas en los costos de combustibles y transporte disminuyeron su incidencia (Gráfico V.2). Sólo en los últimos meses se registró un ligero repunte que podría asociarse a la mayor demanda de transporte interdepartamental durante las vacaciones escolares y a la incorporación de este sector en el régimen general impositivo. Por otra parte, la incidencia de productos clasificados como perecederos disminuyó de 1,32 puntos porcentuales en 2005 a 0,87 puntos porcentuales hasta noviembre de 2006. A diferencia de 2005, cuando los incrementos de estos productos habían sido originados principalmente por aumentos en el precio de los distintos tipos de carne, durante 2006 no se produjeron incrementos en las mismas magnitudes²³ y los demás componentes (productos de origen vegetal y otros) mantuvieron una incidencia relativamente constante, aunque con una ligera tendencia creciente de los productos vegetales en los últimos dos meses.

GRÁFICO V.3: ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS
(En porcentajes)



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

Bajo el anterior contexto, la tendencia creciente del indicador de inflación subyacente alternativo, observada desde julio de 2005, implicaría la existencia de una mayor incidencia inflacionaria proveniente de factores clasificados como de demanda (importados, actividades remuneradas y nacional) que, sin embargo, parece ser moderada. A partir del tercer trimestre de 2005, los precios de bienes y servicios clasificados como nacionales (que no incluyen los componentes presentes en las demás clasificaciones: combustibles, perecederos, importados y actividades remuneradas) exhiben una incidencia cada vez más alta sobre la inflación. En el caso de la evolución de componentes que corresponden a actividades remuneradas del IPC, el BCB ha construido de manera preliminar un índice de precios de actividades remuneradas de trabajo no calificado utilizando los precios de los servicios relacionados que forman parte del IPC²⁴ (Gráfico V.3).

Resalta la evolución creciente del indicador de manera sostenida desde septiembre del año 2003. Ello estaría asociado al mejor desempeño de la economía (particularmente a partir de 2004). También destaca el aumento de dicho índice a partir del segundo trimestre de 2006, que estaría relacionado con el incremento del salario mínimo nacional, vigente a partir de mayo. El

23 Sólo en octubre de 2006 se observó un incremento importante de los precios de carnes rojas.

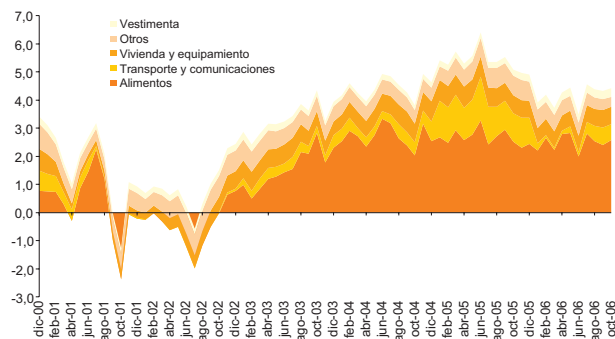
24 Las actividades consideradas en orden de importancia, según su ponderación en el IPC, son: empleada doméstica y niñera, albañil, pago por confección y arreglo de ropa, reparación de calzados y artículos de cuero, lustrado de zapatos, lavandería y corte de cabello para damas.

aumento de precios de éste índice alcanzó a 7,2% a noviembre de 2006.

Inflación por capítulos

Utilizando la clasificación del Instituto Nacional de Estadística (INE), el capítulo Alimentos y Bebidas mantuvo una incidencia importante en el comportamiento de la inflación (aproximadamente 2,88 puntos porcentuales del total de 4,74% observado, Gráfico V.4). En este capítulo se observó un repunte de los precios de los tubérculos a partir del segundo trimestre de 2006 y en el último mes también se observó una mayor incidencia de las variaciones de precios de algunas verduras, en particular el tomate, cuyo precio subió alrededor de 40% en noviembre. El capítulo de transporte y comunicaciones también aumentó su incidencia, producto de los factores ya señalados. Los demás capítulos del IPC mostraron un comportamiento estable.

GRÁFICO V.4: DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN A DOCE MESES CLASIFICACIÓN DEL INE POR CAPÍTULOS (Incidencias, en porcentajes)

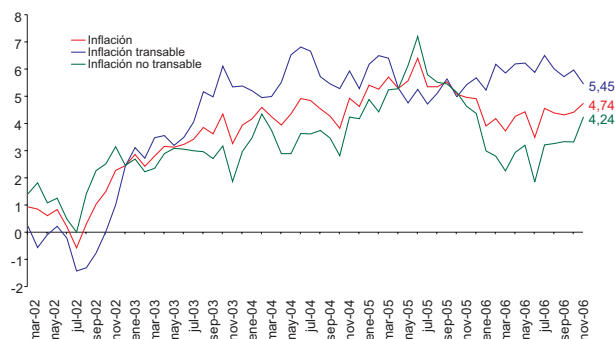


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Inflación transable y no transable

La inflación a doce meses de bienes y servicios transables fue de 5,45% a noviembre de 2006, superior a la inflación de bienes y servicios no transables (4,24%, Gráfico V.5). Este incremento en la inflación transable se originaría tanto en el repunte de la inflación en algunos de nuestros socios comerciales (Argentina, Venezuela y Colombia principalmente), como por la apreciación de las monedas frente al dólar estadounidense que se ha observado a nivel internacional (Reino Unido, Zona Euro, Perú y Brasil entre los más importantes). En el caso de los bienes no transables, el incremento observado en el último mes (1,08%) estuvo relacionado con aumento de precios en los pasajes interdepartamentales y en productos perecederos no transables.

GRÁFICO V.5: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD (En porcentajes)

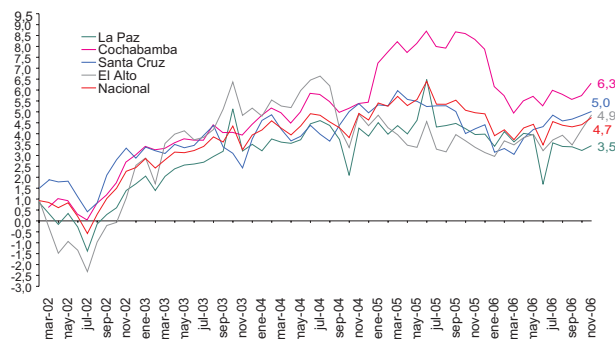


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Inflación por ciudades

Con relación al comportamiento de la inflación por ciudades, desde fines de 2004 la ciudad más inflacionaria continuó siendo Cochabamba. Al igual que lo ocurrido a nivel nacional, los efectos transitorios del alza de precios de combustibles a inicios de 2005 se habrían disipado, con un efecto casi imperceptible a fines de noviembre de 2006. Es de esperar que la inflación de esta ciudad vaya convergiendo gradualmente hacia la inflación nacional (Gráfico V.6).

GRÁFICO V.6: INFLACIÓN POR CIUDADES (En porcentajes)



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

La Paz registró una tasa de inflación menor en más de un punto porcentual que la correspondiente a nivel

CUADRO V.1: INFLACIÓN E INCIDENCIA POR CIUDADES

	Inflación				
	La Paz	Santa Cruz	Cochabamba	El Alto	Bolivia
Nov/05	3,96	4,22	8,32	3,37	4,96
Nov/06	3,45	5,02	6,31	4,86	4,74

	Incidencia				Total
	La Paz	Santa Cruz	Cochabamba	El Alto	
Nov/05	1,42	1,37	1,85	0,32	4,96
Nov/06	1,23	1,61	1,44	0,45	4,74

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

nacional (3,45%). Le siguieron El Alto y Santa Cruz, con niveles superiores al de Bolivia (4,86% y 5,02%, respectivamente). La inflación de Cochabamba, por su parte, se situó en 6,31%. La mayor incidencia en doce meses se produjo en Santa Cruz (Cuadro V.1).

V.2 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

Esta sección presenta las tendencias de la inflación y sus determinantes para los años 2006 y 2007, consistente con la información disponible hasta el mes de noviembre. Para ello, se consideran las perspectivas para la actividad económica interna y externa, la política monetaria y cambiaria y los efectos de la política fiscal en la inflación. La sección finaliza con la proyección de la inflación y el correspondiente balance de riesgos.

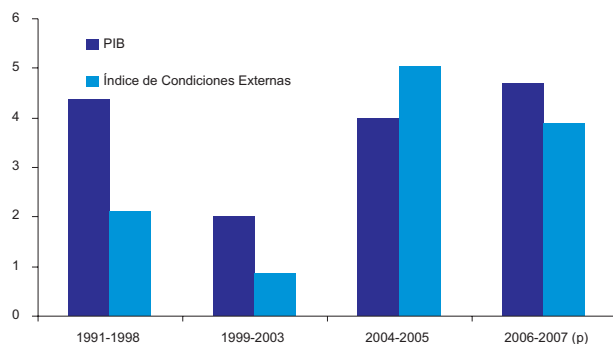
V.2.1 ACTIVIDAD EXTERNA E INTERNA

Se prevé que el dinamismo de la economía mundial continuará en 2006 y 2007, con un crecimiento promedio en torno a 5%, lo que implica mejores perspectivas que las esbozadas en el anterior IPM, pero con incertidumbre sobre la desaceleración de la economía estadounidense. Esta situación se da pese al proceso de normalización monetaria en las principales economías mundiales y a los altos precios del petróleo. No obstante, el crecimiento relevante para nuestro país experimentaría un descenso de hasta un punto porcentual en 2007.

Las condiciones externas de 2006 fueron comparables a las de 2004 y en 2007 el entorno continuaría siendo favorable, aunque menos dinámico que los últimos tres años (Gráfico V.7).

La continuación de un entorno externo favorable repercutiría en la producción y gasto internos. En efecto, la brecha del PIB excluidas las actividades extractivas y agropecuaria²⁵ ha ido aumentando paulatinamente desde 2003 hasta llegar a una diferencia positiva superior a 1%. Cabe notar que en determinados períodos (especialmente el año 1998), las brechas de inflación y actividad han tenido comportamientos similares.

GRÁFICO V.7: CRECIMIENTO DEL PIB E ÍNDICE DE CONDICIONES EXTERNAS (Variación anual, en porcentajes)



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

²⁵ Las actividades extractivas (hidrocarburos y minería) no se incluyen debido a que las decisiones de producción están relacionadas con factores de largo plazo como las perspectivas de los precios en el mercado internacional. El sector agropecuario también se excluye porque su comportamiento está relacionado con factores exógenos como las condiciones climáticas, entre otros.

Sin embargo, la brecha de inflación se ha hecho negativa en los últimos trimestres. Si se excluyesen las alzas provocadas por incremento de los precios de los combustibles, la brecha de inflación habría tendido a estabilizarse en torno al equilibrio. Esto implica que la inflación estaría en torno a su nivel de tendencia, el cual habría aumentado a partir de 2003.

El dinamismo interno y externo se podría reflejar en mayores presiones inflacionarias a través de un aumento de la demanda agregada. Sin embargo, la brecha positiva de actividad se estabilizaría en la medida que los aumentos de gasto sean correspondidos con mayor oferta. Esta sería la situación actual de la economía, puesto que los aumentos en la producción que se prevén a futuro moderarían las presiones de la demanda agregada.

El BCB monitoreará continuamente el equilibrio entre gasto agregado y producción, de tal forma que no existan desequilibrios que impliquen efectos en la expansión de los precios. Además, este control va en la línea de adoptar gradualmente el esquema de metas explícitas de inflación.

V.2.2 INFLACIÓN EXTERNA Y COMPORTAMIENTO CAMBIARIO

Las inflaciones de nuestros principales socios comerciales, expresadas en la moneda de cada uno de ellos, aumentaron en 2005 por el alza del precio internacional del petróleo y por algunos desequilibrios monetarios en determinadas economías. En el bienio 2006-07 los aumentos de precios serían menores que en 2005, especialmente por efecto de una mayor base de comparación.

No obstante, la inflación externa medida en dólares estadounidenses que es la relevante para la inflación interna ha sido alta por las apreciaciones de las monedas de algunas economías vecinas. Estos movimientos cambiarios habrían llegado a su fin y se espera que las monedas de los socios comerciales exhiban una depreciación moderada con respecto a la moneda estadounidense. Cabe notar que persiste el riesgo que el dólar estadounidense continúe cayendo respecto al euro y al yen, lo cual podría significar un aumento de las presiones inflacionarias externas provenientes de estas dos últimas regiones.

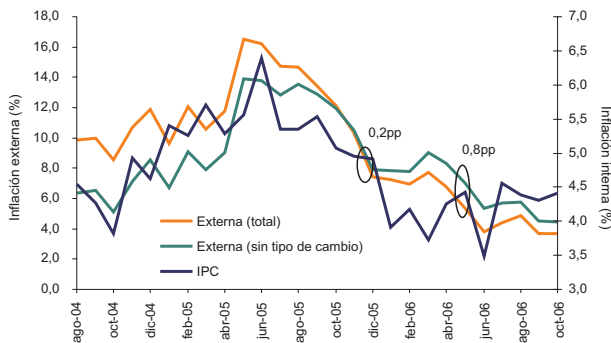
Por lo tanto, se podría esperar que la inflación externa relevante para Bolivia disminuya paulatinamente. Inclusive es probable que la inflación importada

descienda de forma importante hacia finales de 2007 y se sitúe en torno a 2,5%, tres puntos porcentuales por debajo de la perspectiva para 2006. Cabe remarcar que esta situación se presentaría si se cumplen las perspectivas de moderada depreciación de las monedas correspondientes a los principales socios comerciales de Bolivia, en especial las de América Latina.

El régimen cambiario vigente en Bolivia (*crawling peg*) es consistente con movimientos suaves del tipo de cambio para garantizar un entorno de inflación baja y, además, la mantención de la competitividad cambiaria.

La contribución de la política cambiaria a la contención de las presiones inflacionarias externas ha sido importante. El Gráfico V.8 muestra dos aspectos que merecen ser tomados en cuenta al respecto. El primero se relaciona con el hecho de que las dinámicas de la inflación interna y externa son muy similares y por lo tanto la mayor tasa de inflación registrada en Bolivia el año 2005 podría también atribuirse a un repunte de la inflación externa. La caída de la inflación importada también habría sido significativa para el descenso de la inflación en 2006. Por otra parte, la política cambiaria más pausada y la ligera apreciación registrada desde julio de 2005 habrían contribuido a moderar las presiones inflacionarias. En consecuencia, se destaca la importancia que tiene el tipo de cambio en la determinación de los precios internos.

GRÁFICO V.8: INFLACIÓN EXTERNA E INTERNA
(Variación en 12 meses)



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

Dadas las perspectivas para la actividad económica nacional e internacional, el movimiento de los términos de intercambio y de la inflación externa, la política cambiaria seguirá orientada a moderar las presiones inflacionarias, contribuir a la remonetización de la economía nacional, en especial del sistema financiero, y a promover el desarrollo del sector transable.

V.2.3 MERCADO MONETARIO

La emisión monetaria registró altas tasas de crecimiento, llegando inclusive en torno a 60% en los meses de junio y julio. Si no existiera alguna fuerza relacionada con la preferencia por liquidez en moneda nacional, esta expansión podría implicar importantes efectos en la inflación. Por lo tanto, es importante analizar en qué medida los crecimientos de la emisión, el circulante y los agregados en moneda nacional son correspondidos por la remonetización del sistema financiero y en qué medida podrían reflejar presiones inflacionarias.

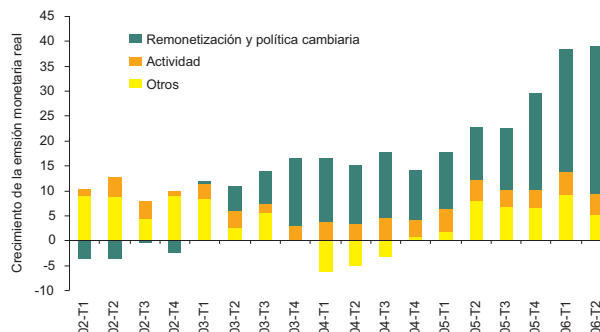
Estudios del BCB indican que la importante expansión monetaria de los últimos años se explica básicamente por tres factores: el proceso de remonetización en el sistema financiero boliviano, la gradual recuperación de la actividad económica y la caída en el costo de oportunidad de mantener saldos monetarios. En efecto, el Gráfico V.9 muestra una descomposición del crecimiento de la emisión monetaria real (deflactada por el IPC), en tres aspectos: la relacionada con la actividad económica, la que se liga a la remonetización de la economía boliviana (incluyendo el efecto del tipo de cambio en los saldos monetarios) y otros factores menores y no explicados. Se puede apreciar que la principal fuerza de los últimos años ha sido la recomposición de activos monetarios del público a favor de los depósitos en moneda nacional o remonetización.

Este aspecto también se puede apreciar recordando que las necesidades de emisión y circulante están relacionadas con la preferencia por liquidez en moneda nacional, la cual a su vez se determina por el comportamiento del mercado de captaciones. En esa línea, un aumento de la emisión y del circulante podría estar correspondido por alzas en el grado de bolivianización de los depósitos. Si ese no fuese el caso, estos aumentos podrían afectar a la expansión de precios.

El Gráfico V.10 muestra la remonetización de los depósitos y también señala dos parámetros que se relacionan con un nivel constante de depósitos en el sistema financiero o con uno que aumentaría en términos reales según lo hace la actividad económica. Si la línea negra (la remonetización efectivamente observada) se situara por debajo de estos dos parámetros significaría que los aumentos en la emisión no son correspondidos por el cambio en la composición de los depósitos y podrían implicar peligros inflacionarios. Éste no ha sido el caso de los últimos dos años. Por el contrario, la remonetización ha sido inclusive superior a la que señalan los dos parámetros señalados. Por lo tanto, se podría señalar que en las circunstancias actuales no son considerables los peligros inflacionarios que provengan del crecimiento acelerado de los agregados monetarios en moneda nacional.

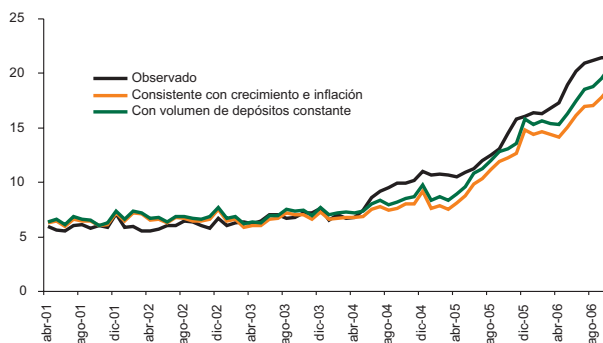
La remonetización ha ocurrido porque aumentaron los costos de transacción en moneda extranjera en el sistema financiero debido a las medidas introducidas en forma secuencial. La primera corresponde a la introducción del ITF a mediados de 2004, que privilegia el uso de la moneda nacional, pese a que fue introducido con el propósito de incrementar los ingresos

GRÁFICO V.9: DETERMINANTES DE LA EMISIÓN MONETARIA REAL
(Incidencia en el crecimiento anual)



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

GRÁFICO V.10: PARÁMETROS DE REMONETIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS
(Proporción de depósitos en moneda nacional del total)



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

fiscales. La segunda es la modificación del régimen de encaje legal a principios de 2005, que establece tasas de encaje diferenciadas a favor de la moneda nacional, lo cual ha significado un mayor incentivo para que las entidades financieras promuevan estas operaciones a través de compensaciones al encaje adicional. Finalmente, la política cambiaría también influyó significativamente en la recomposición de saldos monetarios.

Los anteriores elementos de discusión señalan que la fuerte expansión monetaria responde a factores de demanda del público, que no necesariamente generarían presiones inflacionarias. Empero, el BCB 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.

V.2.4 FINANZAS PÚBLICAS

El comportamiento de las finanzas públicas durante 2006 ha sido muy favorable, con perspectivas de terminar la gestión incluso con un superávit inédito en la experiencia de los últimos veinte años. Para ello ha sido fundamental el incremento de los ingresos provenientes del sector de hidrocarburos. Este incremento no ha sido correspondido con un alza en el gasto público, situación que se registró principalmente en los gobiernos subnacionales. En consecuencia, las presiones inflacionarias que provienen del gasto fiscal han sido controladas y no han representado problemas en estos dos últimos años.

No obstante, será importante que el volumen de gasto fiscal vaya creciendo moderadamente a futuro para no afectar a la expansión de precios. Se debe recordar que los efectos de un mayor gasto público en la inflación pueden darse a través de dos mecanismos: por una parte, un aumento del gasto fiscal implica una expansión en la demanda agregada, que resulta a su vez en presiones sobre los precios internos y por otra parte, un aumento del gasto fiscal -financiado a través de mayor emisión- genera desequilibrios monetarios y el consecuente aumento en la inflación.

La experiencia boliviana de los últimos quince años indica que el gasto fiscal ejerce un importante efecto en la inflación. Si se compara este efecto con el de la inflación externa, el tipo de cambio, los precios de los hidrocarburos, mayor actividad económica y el crecimiento acelerado de la emisión monetaria que no sea correspondido por sus determinantes, se observa

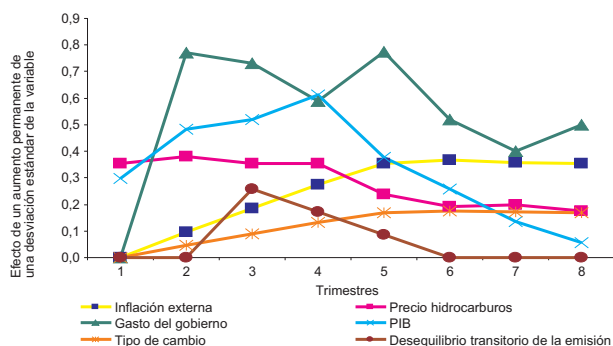
que el efecto del gasto fiscal es mayor y más duradero que el del resto de las variables (Gráfico V.11). Una de las opciones para evitar los efectos señalados consiste en la aprobación de normas legales (incorporadas en la misma constitución o en una ley específica) que garanticen la continuidad de un entorno fiscal apropiado para el país. Las perspectivas en este aspecto son favorables. Las autoridades fiscales han manifestado su intención de garantizar el mantenimiento del equilibrio en las cuentas del sector público y de esa manera contribuir al logro de un entorno de baja inflación. Esto también está contemplado en el PND, que prevé la creación de fondos de estabilización que puedan servir para acumular recursos en las épocas de auge, para su posterior uso en los períodos de menor dinamismo.

V.2.5 INFLACIÓN

Los antecedentes señalados son consistentes con una proyección de la inflación total que se muestra en el Gráfico V.12, que además presenta el grado de incertidumbre implícito en el pronóstico e introduce el criterio subjetivo de las autoridades del BCB.²⁶ La trayectoria del indicador muestra que la inflación podría terminar en torno a 4,7% en 2006. Las proyecciones de los modelos señalaron que la inflación terminaría por encima del punto central de la meta, debido a problemas específicos con algunos productos agrícolas y a eventuales presiones de gasto.

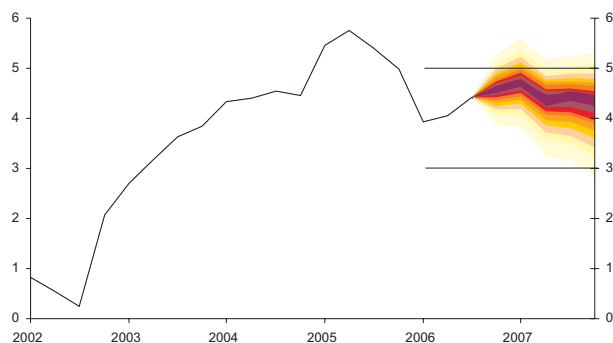
En consecuencia, la meta esbozada a principios de año se cumpliría sin inconvenientes. Cabe recordar que en lugar de la meta puntual utilizada en años anteriores, ahora se emplea un rango que va de 3% a 5%. Este cambio obedece a que desde 1998 la inflación se ha estabilizado por debajo de 6% (con excepción de los meses de octubre de 2000 y junio de 2005) y porque la economía también experimentó perturbaciones de origen exógeno (en especial de carácter político, social, climático y por factores externos) que no hacen recomendable la adopción de una meta puntual. Además, la mayoría de los países también han preferido fijar metas en forma de rango para la expansión de precios, en una tendencia que paulatinamente se ha hecho común en el resto del mundo.

GRÁFICO V.11: EFECTOS ACUMULADOS EN LA INFLACIÓN (Desviación respecto del escenario base)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACI3N: BCB - Asesoría de Política Econ3mica

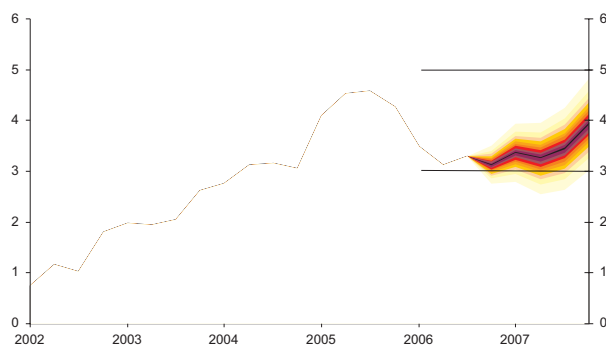
GRÁFICO V.12: COMPORTAMIENTO OBSERVADO Y PROYECTADO DE LA INFLACI3N TRIMESTRAL, 2002-2007e (Variaci3n porcentual en cuatro trimestres)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACI3N: BCB - Asesoría de Política Econ3mica

26 Para combinar las proyecciones objetivas de los modelos con los criterios subjetivos de las autoridades, se utiliza el fan chart. Esta herramienta estadística incorpora ambos elementos y también sirve para mostrar explícitamente el grado de incertidumbre sobre los escenarios futuros de la inflaci3n. Para mayores detalles véase M. Vega (2003) "Reportando la distribuci3n de la proyecci3n de la inflaci3n", Estudios Econ3micos del Banco Central de Reserva del Perú, noviembre.

GRÁFICO V.13: COMPORTAMIENTO OBSERVADO Y PROYECTADO DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE TRIMESTRAL, 2002-2007e
(Variación porcentual en cuatro trimestres)



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

Para el año 2007 el BCB ha fijado la meta de inflación en el mismo rango establecido para el presente año (3%-5%). Este rango sería compatible con la gradual aceleración de la actividad económica interna que se prevé en el corto y mediano plazo. Las proyecciones objetivas y subjetivas indican que la inflación podría terminar en torno a 4,5% en 2007. El BCB orientará sus esfuerzos a moderar las presiones inflacionarias y alinear gradualmente las perspectivas en torno al punto central de la meta (4%). Para ello utilizará las políticas cambiaria y monetaria, sin que esto implique ajustes bruscos con efectos no deseados. Además, irá en el sentido de converger de forma progresiva a la meta de inflación de mediano plazo prevista por el PND (3%).

En cuanto a la inflación subyacente, ésta se ha mantenido por debajo de 4% en lo que va del año y podría terminar en más de un punto porcentual por debajo del indicador total. Para 2007 se espera que la inflación subyacente aumente paulatinamente para situarse levemente por debajo de 4%. Las perspectivas también indican que disminuiría la brecha entre la inflación total y subyacente, hasta converger gradualmente (Gráfico V.13).

V.3 BALANCE DE RIESGOS

Los riesgos para la inflación en 2006 esbozados en el anterior IPM han estado controlados y, tal como se señaló en la sección precedente, se prevé que la inflación terminará dentro del rango meta establecido por el BCB a inicios de año, aunque cerca del límite máximo fijado. Para la moderación de las presiones inflacionarias contribuyeron las políticas económicas prudentes (monetaria, cambiaria y fiscal) y el paulatino descenso de la inflación importada.

En el año 2007 existiría el riesgo de que se registren presiones inflacionarias. El principal riesgo proviene del sector público, en especial de los gobiernos subnacionales, quienes han visto incrementados sus ingresos de forma importante por el IDH y regalías. Un aumento súbito del gasto fiscal afectaría la inflación y también podría ser nocivo para el crecimiento de largo plazo de la economía, especialmente si el gasto se destina a inversiones con baja rentabilidad social o escaso mejoramiento del aparato productivo. Para mitigar este riesgo, es conveniente que se diseñe e implemente un mecanismo de ahorro para coyunturas desfavorables futuras, a través de fondos de estabilización, los cuales también están contemplados en el PND.

Otro riesgo hacia el alza proviene de los fenómenos naturales. Como se conoce, se prevé que el año 2007 estará caracterizado por la ocurrencia del fenómeno climático de El Niño. Históricamente, los desequilibrios en el mercado agrícola han tenido efecto transitorio y puntual en la inflación, debido a que el IPC está compuesto principalmente de alimentos, fundamentalmente de carácter perecible. Por lo tanto, no sería de extrañar que existan meses en los cuales la inflación repunte pero de forma circunstancial.

Otros aspectos que podrían determinar la inflación hacia el alza corresponden a la alteración del clima de tranquilidad social que ha caracterizado 2006; la inercia inflacionaria que existiría en la determinación de ciertos precios; y la posibilidad de que existan aumentos salariales importantes, tanto en el sector público como en el privado. Este último riesgo se mitigará en la medida que el sector público continúe con la política de austeridad y moderación del gasto público.

Respecto a los riesgos hacia la baja, una actividad internacional menos dinámica especialmente por la desaceleración de Estados Unidos podría incidir en menor producción interna. También significaría menor inflación importada, tanto de forma directa como a través del deterioro de los términos de intercambio y sus efectos en el gasto agregado interno. De igual forma, la concreción de las depreciaciones cambiarias de los socios comerciales, en especial latinoamericanos, podría influir en la caída de la inflación de productos transables.

Las políticas monetaria y cambiaria contribuirán a la moderación de las presiones inflacionarias, de tal forma que la expansión de los precios sea concordante con la meta esbozada.

El BCB reitera que dentro del marco de la Ley 1670 y de las orientaciones del PND, velará por la preservación de este ambiente de inflación controlada y la perfeccionará transitando gradualmente hacia el régimen de metas explícitas de inflación.

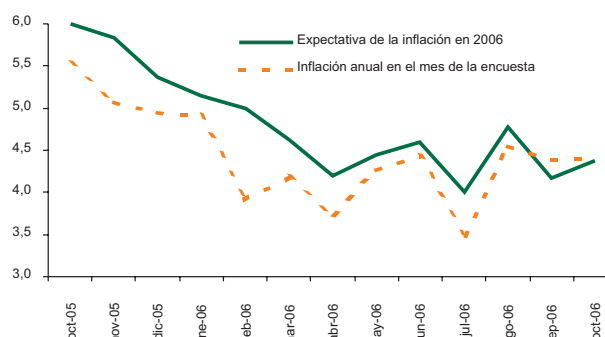
VI. Perspectivas del sector privado

En línea con otros bancos centrales del mundo, el BCB ha implementado la Encuesta de Expectativas Económicas desde julio de 2005 con periodicidad mensual. Ésta sirve para recoger las percepciones sobre el curso futuro de las principales variables económicas, entre las que se incluyen la inflación (total y subyacente), las reservas internacionales, el tipo de cambio, las principales tasas de interés, el crecimiento del PIB, la balanza comercial y el déficit fiscal. La encuesta está dirigida a un grupo selecto de analistas financieros, académicos y ejecutivos de empresas privadas.²⁷

En el período en que se ha estado llevando a cabo la encuesta, por lo general las expectativas han seguido de cerca el comportamiento de las variables efectivamente observadas en el mes de la encuesta. En efecto, en el Gráfico VI.1 se observa que la expectativa de inflación para diciembre de 2006 ha tenido un comportamiento similar a la última información disponible sobre la inflación observada, tanto en su tendencia como en las variaciones en torno a ella. Esto implica que las expectativas sobre el curso futuro de la economía han estado muy influidas por su evolución reciente, con una importante ponderación para la información pasada. En el caso de economías más desarrolladas, el peso de la información reciente es menor y las expectativas sobre una variable en particular están más influidas por las perspectivas del entorno económico global.²⁸

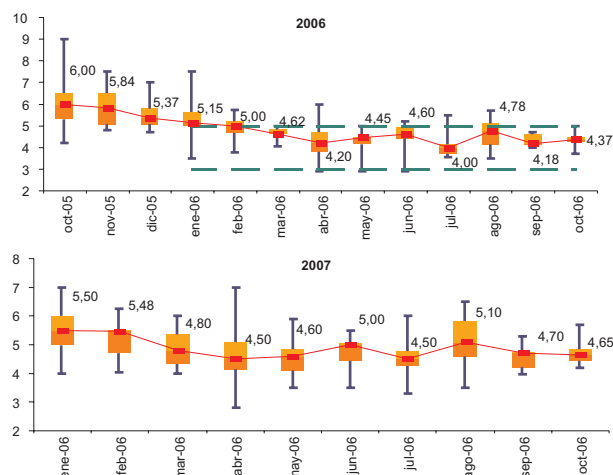
La expectativa de inflación para 2006 se ha alineado con el rango meta del BCB (entre 3% y 5%), principalmente por la paulatina estabilización de la tasa de inflación efectivamente observada hacia los niveles deseados por el BCB (Gráfico VI.2). Por su parte, las expectativas

GRÁFICO VI.1: EXPECTATIVA DE INFLACIÓN EN 2006 E INFLACIÓN OBSERVADA EN EL MES DE LA ENCUESTA
(Variación anual, en porcentajes)



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

GRÁFICO VI.2: INFLACIÓN ESPERADA EN 2006 y 2007
(Variación anual, en porcentajes)

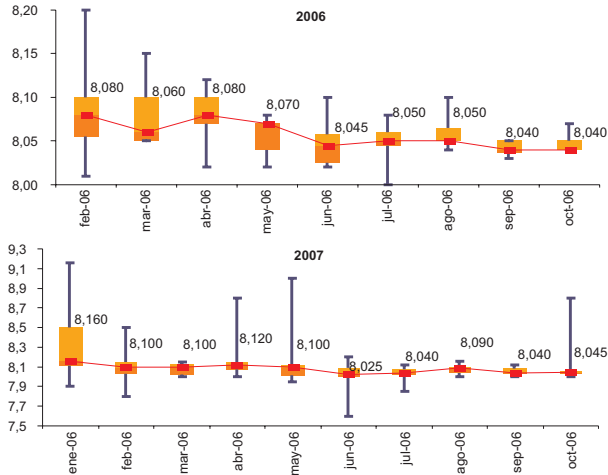


FUENTE: Encuesta de expectativas económicas - BCB
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

27 Los resultados mensuales de la encuesta pueden consultarse en el sitio web del BCB (www.bcb.gov.bo), en la sección de Encuestas.

28 En términos formales, la correlación entre la inflación efectiva y la observada al mes de la encuesta es de 85%, la cual es estadísticamente significativa. En otros países, la ponderación para la inflación observada es menor; mientras que la correspondiente a la meta de mediano plazo es mayor.

GRÁFICO VI.3: COTIZACIÓN ESPERADA DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL A FINES DE 2006 Y 2007 (En bolivianos por dólar estadounidense)



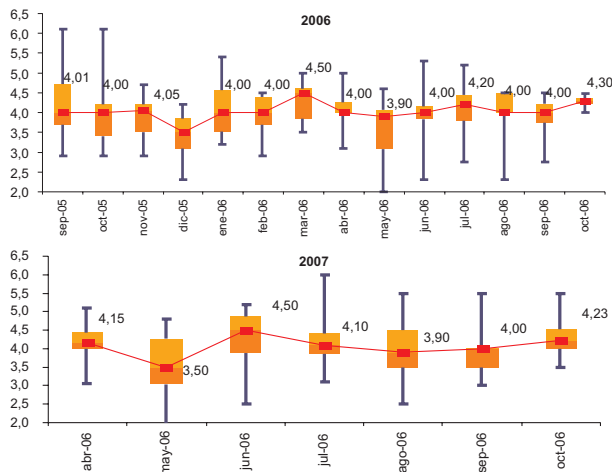
FUENTE: Encuesta de expectativas económicas - BCB
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

de inflación para 2007 también han fluctuado según lo ha hecho la inflación efectiva al mes de la encuesta, pero con un rango de variación mayor al de la encuesta para el presente año. El nivel de inflación esperado para 2007 se ha situado sistemáticamente por encima del esperado para 2006, no obstante por lo general ha estado en el rango anunciado (3%-5%)

Con respecto al tipo de cambio, la continuidad del régimen de tipo de cambio deslizante ha permitido estabilizar las expectativas sobre el rumbo de este precio clave, tanto en 2006 como en 2007 (Gráfico VI.3). De esa forma, se ha generalizado la idea de que el tipo de cambio no experimentaría cambios abruptos ni hacia el alza ni hacia la baja.

Las encuestas realizadas han mostrado que existe un interés especial de los analistas consultados en la proyección del tipo de cambio, en virtud al bajo error de proyección observado en esta variable. Esto sería así debido al rol de ancla nominal de las expectativas que ha desempeñado esta variable desde mediados de los años ochenta, período en el cual la inflación (aumento general de los precios) fue confundida con devaluación (incremento del tipo de cambio y pérdida de valor de la moneda nacional frente a la moneda extranjera).

Gráfico VI.4: CRECIMIENTO ECONÓMICO ESPERADO EN 2006 y 2007 (Variación anual, en porcentajes)



FUENTE: Encuesta de expectativas económicas - BCB
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Las expectativas para el crecimiento de la actividad económica en 2006 se han estabilizado paulatinamente en torno a 4%, en línea con las proyecciones realizadas tanto por el BCB en la *Memoria 2005* como por el PND. No obstante, las últimas cinco encuestas previas a octubre mostraron la existencia de un sesgo hacia la baja en determinados analistas. En cuanto al crecimiento esperado para 2007 y salvo por las encuestas de mayo y agosto, las proyecciones se encuentran por encima de 4%. Estas cifras pueden ser conservadoras dado el fuerte dinamismo esperado para los sectores de hidrocarburos y minería, de tal forma que el crecimiento podría estar en torno a 5%, como se explicó en la sección correspondiente a actividad económica.

En lo que se refiere a las tasas de interés, las sucesivas encuestas indican que no se prevé un cambio importante en éstas en un horizonte de hasta un año, salvo por un leve sesgo hacia el alza. En estas variables, se ha observado que la ponderación para el último dato es importante en las expectativas.

Las exportaciones esperadas en 2006 fluctuaron entre \$us2.700 y \$us3.000 millones. Hasta septiembre las

exportaciones acumularon \$us2.839 millones, por lo que se podría esperar que éstas sean mayores a las previstas por el sector privado. En cuanto a las importaciones, éstas se han estabilizado entre \$us2.400 y \$us2.600 millones desde la encuesta de marzo, aunque también es probable que excedan esta previsión. Adicionalmente, se espera que en 2007 las exportaciones e importaciones continúen incrementando su dinamismo.

Por último, las expectativas del sector privado en torno a las cifras fiscales son más conservadoras que las perspectivas señaladas en la sección correspondiente de este informe.