

**INFORME *de***  
**POLÍTICA**  
**MONETARIA**

---

**Julio 2007**

**Banco Central de Bolivia**



# Índice

PRESENTACIÓN.....	5
RESUMEN.....	7
I. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN.....	9
I.1 Evolución reciente.....	10
II. CONTEXTO EXTERNO E INTERNO .....	15
II. 1 Contexto externo.....	15
II.1.1 Actividad económica mundial.....	15
II.1.2 Inflación internacional y movimientos cambiarios.....	17
II.1.3 Precios de materias primas y términos de intercambio.....	19
II.1.4 Mercados financieros y flujos de capitales.....	20
II. 2 Contexto interno .....	22
II.2.1 Producción y gasto .....	22
II.2.1.1 Crecimiento por sectores .....	23
II.2.1.2 Comportamiento del PIB según gasto .....	25
II.2.1.3 Perspectivas de crecimiento.....	26
II.2.2 Balanza de pagos .....	27
II.2.3 Finanzas públicas .....	30
II.2.3.1 Ingresos fiscales .....	31
II.2.3.2 Gastos fiscales .....	33
II.2.3.3 Operaciones bajo la línea y endeudamiento público .....	34
II.2.3.4 Perspectivas .....	35
II.2.4 Intermediación financiera.....	35
II.2.4.1 Depósitos del sector privado.....	37
II.2.4.2 Crédito al sector privado.....	37
II.2.4.3 Tasas de interés del sistema bancario.....	38
II.2.4.4 Perspectivas en la intermediación financiera.....	39
III. POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA .....	41
III.1 Política monetaria .....	41
III.1.1 Programa monetario .....	41

III.1.2 Evolución de los agregados monetarios .....	44
III.1.3 Mercado monetario .....	45
III. 1.3.1 Operaciones de mercado abierto.....	45
III.1.3.2 Tasas de interés del mercado monetario.....	47
III.1.3.3 Encaje legal.....	47
III.1.4 Perspectivas de la política monetaria.....	49
III.2. Política cambiaria .....	50
III.2.1 La orientación de la política cambiaria .....	50
III.2.2 La competitividad cambiaria .....	52
III.2.3 La política cambiaria y el control de la inflación .....	54
 IV. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN.....	 55
 IV.1 Actividad económica internacional y nacional.....	 55
IV.2 Inflación externa y comportamiento cambiario .....	57
IV.3 Entorno monetario .....	58
IV.4 Finanzas públicas.....	59
IV.5 Perspectivas de inflación.....	60
IV.6 Balance de riesgos .....	63

# Presentación

La estabilidad de precios es un requisito esencial para el adecuado funcionamiento de la economía; y representa la principal contribución de los bancos centrales al desarrollo y crecimiento de los países. Junto con una apropiada política contracíclica, coadyuva a moderar las fluctuaciones en el empleo y la producción y, de esa forma, incrementar el bienestar de la población.

La Ley 1670 señala que el objetivo principal del Banco Central de Bolivia (BCB) es la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda. Asimismo, el Plan Nacional de Desarrollo (PND) reconoce que uno de los pilares del cambio es mantener la estabilidad macroeconómica. Para cumplir con el mandato de la Ley y los lineamientos del PND, el BCB orienta sus políticas monetaria, cambiaria y de sistema de pagos para mantener una inflación baja y estable en el mediano plazo.

El Informe de Política Monetaria (IPM) expresa la opinión y posición de sus máximas autoridades. Se publica dos veces al año y tiene el propósito de informar sobre la coyuntura económica, las acciones de política del BCB y las perspectivas futuras, con especial énfasis en la inflación. De esta forma promueve la transparencia y comunicación con la población, rindiendo cuentas sobre su accionar en políticas monetaria y cambiaria.

El presente Informe se publica en circunstancias en que la variación del Índice de Precios al Consumidor en los

últimos meses ha sido más alta de lo esperado. El IPM señala que esta alza se debe a problemas puntuales en la oferta productiva debido a factores climatológicos; un mayor dinamismo de la demanda como respuesta al aumento del ingreso nacional; y mayores presiones inflacionarias externas. El documento señala que el BCB ha utilizado activamente sus políticas monetaria y cambiaria para moderar la expansión de precios, resaltando que la actual orientación se constituye en el esfuerzo más importante del ente emisor para controlar la inflación en las últimas dos décadas.

El principal mensaje del BCB en el presente IPM es que la inflación disminuirá gradualmente; y, por lo tanto, la población debe estar confiada en la estabilidad de la economía boliviana. En efecto, gran parte del actual repunte de precios tiene naturaleza claramente transitoria y las acciones de política apuntan a reducir las presiones inflacionarias, sin afectar la actividad y el empleo.

Este número incluye un análisis de la evolución reciente de la inflación, una descripción del contexto económico externo e interno y un estudio de las políticas monetaria y cambiaria aplicadas por el BCB. Finalmente, se presentan las perspectivas para la inflación en el bienio 2007-2008 y se efectúa un balance de riesgos, con la finalidad de proporcionar antecedentes para una buena formación de expectativas.

El presente IPM fue aprobado en sesión ordinaria del Directorio del BCB en fecha 24 de julio de 2007.

**Julio 2007**

**IMPORTANTE**

El presente IPM fue elaborado con información disponible al 30 de junio de 2007. Por lo tanto, los datos presentados son de carácter preliminar y están sujetos a revisión.

# Resumen

A junio de 2007, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) tuvo un repunte respecto a los niveles que venía registrando en los últimos años. La variación acumulada fue de 3,66%, mayor en 1,61 puntos porcentuales (pp) con relación a similar período de la gestión anterior; mientras que la variación a doce meses fue de 6,59%, superior en 1,64pp respecto al cierre de 2006. Al respecto, se debe destacar que la variación de precios ha estado circunscrita a unos cuantos productos. La inflación subyacente, que excluye los 10 artículos más volátiles del mes y los de carácter estacional, indica una inflación acumulada a doce meses de 4,86%; esto es, 1,73pp por debajo de la variación del IPC.

El aumento de precios se debió principalmente a tres factores: choques de oferta negativos con un alto componente temporal, crecimiento de la demanda más dinámico que el de la oferta agregada, e inflación importada.

El incremento de los precios de alimentos, principalmente de naturaleza agrícola, tuvo su origen en el fenómeno climático de El Niño. De acuerdo con los indicadores de inflación de tendencia, que excluyen los factores transitorios y temporales como los señalados, se estima un nivel de inflación menor.

El crecimiento de la demanda agregada está impulsado por las importantes ganancias del comercio exterior debido al favorable contexto internacional, ajustes de precios e incremento en los impuestos a los hidrocarburos. Las remesas de trabajadores bolivianos en el exterior y, en menor medida, los ajustes salariales también tuvieron su incidencia.

Por otra parte, las apreciaciones de las monedas de los socios comerciales, junto con sus inflaciones, determinaron que el país importe inflación. En efecto, en 2007 ha continuado la caída del dólar estadounidense, particularmente frente al euro y la libra esterlina. Este fenómeno también se ha presentado en Latinoamérica por la abundancia de divisas, en virtud al dinamismo de las exportaciones, los flujos de Inversión Extranjera Directa y los elevados diferenciales de tasas de interés. Además, la inflación internacional estuvo relacionada con el alza del precio internacional del trigo.

El estímulo externo se ha extendido a la mayoría de las economías emergentes, principalmente las exportadoras de materias primas, en las que la demanda externa se constituyó

en un impulso importante para el crecimiento económico. Para el bienio 2007-2008 se espera un crecimiento mundial sostenido en torno a 5%, a pesar de riesgos tales como un mayor deterioro del sector hipotecario en Estados Unidos, la volatilidad de los mercados financieros, la corrección desordenada de los mercados por los desequilibrios comerciales y los efectos de las fluctuaciones del precio del petróleo.

En el semestre, la coyuntura externa se ha traducido en un superávit de la balanza de pagos de \$us698,9 millones, incrementando las Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN). La cuenta corriente registró un superávit de \$us587,8 millones en el primer semestre de 2007, como consecuencia del saldo comercial positivo y de las mayores transferencias privadas. Estas últimas se relacionan con las remesas, que incrementaron el ingreso disponible y la capacidad de gasto de las familias.

En el contexto nacional, el gasto interno fue más dinámico, mientras que la oferta enfrentó fenómenos climatológicos adversos, presionando los precios hacia el alza. En cuanto a la demanda y consistente con el mayor consumo privado, el Producto Interno Bruto (PIB) creció 4,63% en 2006, impulsado principalmente por la actividad de la industria manufacturera y servicios. Respecto a la oferta, durante el primer trimestre de 2007, el crecimiento del PIB habría sido moderado, afectado principalmente por el impacto de El Niño en el sector agrícola y la desaceleración en el sector minero. Sin embargo, se espera que en 2007 se alcance un crecimiento de la economía en torno a 4%.

En la presente gestión, existieron presiones inflacionarias moderadas del incremento del gasto público, porque se ha concentrado en inversión pública y en las operaciones de la cadena hidrocarburífera. Por su parte, el importante crecimiento de los ingresos del sector público no financiero (SPNF) fue producto de los cambios normativos en el sector de hidrocarburos, la mayor actividad económica y las mejoras en la eficiencia tributaria. De esa forma, el balance del SPNF en el primer semestre de 2007 registró un superávit menor al registrado en igual período de 2006 (Bs3.279 y Bs3.634 millones, respectivamente).

Por otra parte, aunque la emisión monetaria y el circulante han crecido de manera considerable, este aumento no corresponde a una emisión inorgánica de dinero, porque no existe financiamiento monetario al SPNF, condición necesaria para que se presente

dicho fenómeno. Cabe resaltar que este alto crecimiento es una de las consecuencias de la remonetización de la economía. Asimismo, se debe destacar que el crecimiento del circulante se explica por mayor actividad económica y menor costo de oportunidad de mantener dinero.

El desempeño de todas las variables del Programa Financiero fue favorable en el primer semestre de la gestión 2007, habiéndose cumplido todas las metas cuantitativas, algunas de ellas con amplios márgenes. La contracción del Crédito Interno Neto (CIN) contribuyó a disminuir la expansión de la liquidez originada por la acumulación de las RIN. Además, en lo que va del primer semestre de la gestión el BCB realizó Operaciones de Mercado Abierto (OMA) de manera más activa, con el propósito de neutralizar el potencial impacto monetario del incremento de las RIN sobre la inflación.

A junio de 2007 el saldo de títulos colocados por el BCB alcanzó al equivalente de \$us498,3 millones, lo que significó que durante el primer semestre existió una colocación neta de \$us249,4 millones. De esta forma, las intervenciones del BCB en el mercado monetario permitieron moderar la liquidez con el fin de atenuar los efectos inflacionarios que podrían provenir de los excesos de liquidez.

En el mismo sentido, el régimen del encaje legal para depósitos en moneda extranjera se modificó en diciembre de 2006 por medio de cambios al mecanismo de encaje adicional. En esa oportunidad, se dispuso que en enero y julio del presente año se modifique la base para el cálculo del encaje adicional. Complementariamente, se amplió el límite para las inversiones en el exterior de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguro, medida que se efectivizará en el segundo semestre.

Por su parte, la orientación de la apreciación cambiaria continuó y se acentuó en el primer semestre de 2007, lo que es consistente con un favorable contexto externo y mayores ingresos de recursos del exterior, expresados en una abundante liquidez en moneda extranjera, la que se plasmó en la acumulación de RIN y el incremento de la masa monetaria. Por tanto, esta política sirvió para moderar las presiones inflacionarias de origen externo tanto de forma directa por el efecto en los precios de los artículos importados, como por la disminución gradual de la liquidez en moneda extranjera.

Cabe destacar que la apreciación de la moneda nacional respecto al dólar estadounidense es moderada en comparación con la experimentada por los principales socios comerciales en los últimos cinco años, en especial Brasil y Colombia. Por tanto, no ha significado una pérdida de competitividad, la que por el contrario se situó en los niveles más altos de las últimas décadas. Además una menor inflación también contribuye al sector exportador.

En resumen, el esfuerzo en materia monetaria y cambiaria es el más importante del ente emisor en las últimas dos décadas. Esto implica que el BCB ha estado actuando firmemente para moderar la inflación y propender a menores tasas de crecimiento de los precios.

Las proyecciones para 2007 apuntan a una inflación más alta que lo previsto en el anterior IPM y por encima del rango meta propuesto por el BCB (entre 3% y 5%). No obstante, el indicador de inflación subyacente que utiliza el BCB sería menor, reflejando que una parte importante de las presiones inflacionarias recientes tienen naturaleza temporal. Para 2008, las perspectivas del BCB apuntan a que la variación de precios sería menor que la que se observaría en 2007. Esta caída se daría por la concreción del efecto de las políticas del BCB, las cuales han sido más activas en 2007 y tendrán mayor efecto el siguiente año; y además porque el aumento actual de la inflación tiene un elevado componente transitorio.

Entre los principales riesgos para este escenario están los posibles ajustes de precios relativos, en especial de productos y servicios cuyos precios estuvieron relativamente fijos y que podrían ajustarse por incrementos del IPC. De igual forma, el dinamismo de la demanda podría continuar como factor de riesgo inflacionario mientras no se incremente la oferta productiva.

Por otra parte, la trayectoria del gasto público, en especial de los gobiernos subnacionales, podría presionar la inflación. En este sentido, la continuidad de la disciplina fiscal es crucial para un adecuado control de la inflación. A futuro, será importante la concreción de la programación plurianual y del presupuesto por resultados y, la implementación del Fondo de Estabilización y Desarrollo sugeridos por el Plan Nacional de Desarrollo (PND). De igual forma, los aumentos salariales en el sector público y privado por encima del crecimiento de la productividad podrían constituirse en un factor que presione la inflación en el futuro.

Un riesgo adicional, pero menos cuantificable, se refiere a las propias expectativas inflacionarias de los agentes económicos, las cuales han aumentado en los últimos meses. Gran parte de estas expectativas respecto al futuro de la inflación deberían considerar que existe un elevado componente temporal en el aumento de los precios; y que las políticas monetaria y cambiaria están orientadas a reducir las presiones inflacionarias.

La orientación actual de las políticas monetaria y cambiaria muestran que el BCB está cumpliendo con el rol asignado por Ley y que se encuentra enmarcado en los lineamientos del PND: procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. El BCB reafirma su compromiso con el control de la inflación y la estabilidad macroeconómica.

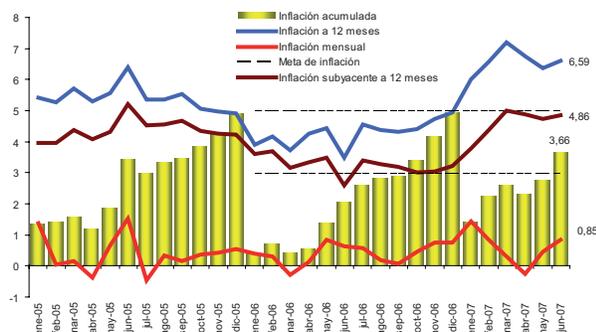
# I. Evolución de la inflación

A junio de 2007 la inflación acumulada a 12 meses alcanzó 6,59%, resultado que superó las previsiones efectuadas en el IPM de diciembre de 2006. Este aumento es explicado en gran medida por factores de oferta. Entre los más importantes se encuentra el choque ocasionado por el fenómeno de El Niño, que explica gran parte de la aceleración de la inflación del primer trimestre. De modo similar, el incremento en el precio internacional de la harina de trigo ha influido en el aumento del precio del pan que explicó en más del 60% el aumento promedio de precios del mes de enero. Asimismo, los incrementos en el precio de determinados productos alimenticios de fuerte incidencia sobre el IPC (papa, cebolla, almuerzo, carne y transporte, entre los más destacados) han influido de manera importante sobre el dato de inflación.

Por otra parte, la existencia de presiones por el lado de la demanda originada en el incremento del gasto público y, en particular, la recuperación del consumo privado han incidido también en el nivel de precios. El importante flujo de remesas del exterior y los incrementos salariales, explican en gran medida el aumento de la capacidad de compra de los hogares. Tal y como se explica con mayor detalle en el siguiente capítulo, si bien la capacidad productiva se ha expandido notablemente, la inversión continúa en niveles bajos, aspecto que estaría generando presiones sobre los precios.

Cabe remarcar que el incremento actual del nivel de precios no obedece a un proceso inflacionario pleno sino más bien a un alza temporal ya que su principal origen se encuentra en factores de oferta, que en el caso del fenómeno de El Niño se espera que se reviertan en los próximos meses. Tampoco ha sido generalizado, ya que se concentra en pocos productos, pero de elevada ponderación dentro del IPC. Este aspecto queda reflejado al analizar el comportamiento de la serie de inflación desestacionalizada así como los indicadores de inflación subyacente que se encuentran entre un punto y medio y dos puntos porcentuales por debajo

**GRÁFICO I.1: INFLACIÓN MENSUAL, ACUMULADA Y A 12 MESES**  
(En porcentajes)



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

del indicador del IPC. En las siguientes secciones se analiza detalladamente el comportamiento de la inflación, sus principales componentes y las causas que explican su evolución.

## I.1 EVOLUCIÓN RECIENTE

Al primer semestre de 2007, la inflación acumulada, medida a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 3,66%, mayor en 1,61 puntos porcentuales (pp) con relación a similar período de la gestión anterior (Gráfico I.1). Por su parte, la variación a doce meses fue de 6,59%, superior en 1,64pp respecto al cierre de 2006. El indicador de inflación subyacente, que excluye los 10 artículos más volátiles del mes y los de carácter estacional con el propósito de identificar potenciales presiones inflacionarias, fue de 4,86%, menor al dato de inflación del IPC en 1,73pp.

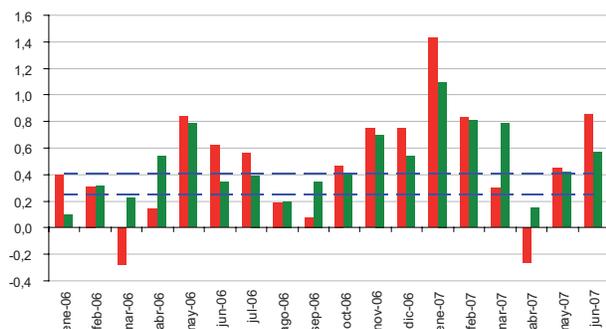
**CUADRO I.1: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA CON MAYOR INCIDENCIA EN LA INFLACIÓN MENSUAL**  
(En porcentajes)

Artículos con mayor incidencia	nov-06	dic-06	ene-07	feb-07	mar-07	abr-07	may-07	jun-07
Arveja		0,03	0,04					
Cebolla cortada							0,03	0,11
Cebolla entera	0,07						0,05	0,10
Lechuga				0,06				
Locoto			0,09				0,04	
Papa							0,09	0,14
Tomate	0,27	0,20						0,05
Zanahoria			0,09					
Almuerzo		0,03	0,09	0,07	0,07	0,03		
Carne					0,04			
Papaya				0,06				
Uva						0,03		
Aceite	0,04	0,04					0,04	0,08
Arroz					0,04	0,04		0,04
Azúcar					0,04			
Fideo					0,03			
Pan de batalla			0,92	0,08				
Queso					0,04	0,03		
Carne de res con hueso	0,07	0,04		0,15				0,11
Carne de pollo							0,11	
Carne de res sin hueso	0,07							
Peperony							0,03	
Cerveza			0,04					
Pasaje interdepartamental	0,12	0,29		0,17				
Servicio dental						0,04		
Contribución de los más inflacionarios	0,64	0,63	1,27	0,59	0,26	0,20	0,36	0,51
Inflación del mes	0,75	0,75	1,43	0,83	0,30	-0,26	0,45	0,85
Porcentaje de los 6 más inflacionarios	85%	84%	89%	71%	87%	-77%	80%	61%

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

Cabe remarcar que el incremento en la variación del IPC en el primer semestre no correspondería por su naturaleza a un proceso inflacionario, que se define como un aumento generalizado y persistente en los precios, ya que la variación de precios ha estado acotada a pocos productos. Por ejemplo, el incremento en el precio del pan de batalla, como consecuencia del aumento en el precio internacional de la harina, explica el 64% de la variación del IPC del mes de enero. Asimismo, el incremento en los precios de productos particulares como la carne de pollo y res, la papa, la cebolla, el locoto, el almuerzo y el aceite explican cerca del 80% de la variación mensual de otros meses (Cuadro I.1). Por tanto, estos aumentos tendrían carácter transitorio y su origen radica en fenómenos naturales adversos, como es el caso de El Niño a inicios de año, lo que implica que se revertirían a futuro.

**GRÁFICO I.2: INFLACIÓN MENSUAL TOTAL Y DESESTACIONALIZADA**  
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Se eliminó el componente estacional de las series con el método X-12 ARIMA.

En los meses de enero, febrero y junio de 2007 la inflación mensual, considerando el IPC y el indicador desestacionalizado, presentan importantes desvíos respecto de la meta mensualizada. En los meses de abril y mayo los indicadores se ubicaron por debajo del límite inferior y dentro del rango meta, respectivamente (Gráfico I.2).<sup>1</sup>

También es importante señalar que por efectos estadísticos la actual medición de la evolución de precios sobreestima la inflación de forma importante. En efecto, el hecho de que el año base de cálculo

<sup>1</sup> No obstante, es importante señalar que este cálculo es sólo indicativo, pues el BCB no ha adquirido el compromiso de cumplir la meta mensualmente sino el registro a fin del periodo anual.

del IPC es 1991 implica que la inflación verdadera es menor a la información del IPC.<sup>2</sup> Al respecto, el INE ha estado trabajando en actualizar la canasta a partir de la información de la Encuesta Continua de Hogares 2003-2004 y se espera que sus resultados estén listos en los próximos meses.

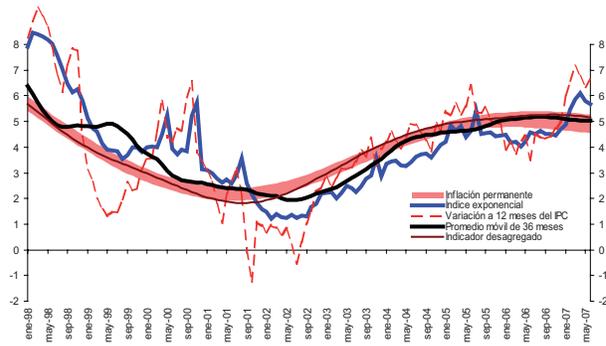
Indicadores de tendencia inflacionaria, que estiman el componente persistente del alza de precios a través de determinados métodos estadísticos, muestran tasas de inflación más bajas que la variación del IPC (Gráfico I.3). También indican que la inflación de tendencia habría aumentado entre 2002 y 2005 para estabilizarse e inclusive mostrar una ligera senda decreciente a partir de mediados del año 2006. Estos indicadores, en particular el índice agregado y las bandas de confianza, señalan que la inflación estaría en torno a una tasa de 5% y con una leve tendencia a la baja.<sup>3</sup>

En este sentido, un aspecto importante a determinar es si el alza reciente corresponde a un aumento transitorio o permanente. Para ello, se construyó un indicador de velocidad de expansión de la inflación, que revela con mayor prontitud este aspecto. El indicador relevante para Bolivia (IPC) muestra una aceleración con relación a la velocidad de expansión promedio del IPC a partir del mes de diciembre, que se acentuó en los meses de enero a marzo de 2007, debido a los incrementos puntuales de productos específicos y los efectos transitorios del fenómeno de El Niño.

Sin embargo, a partir del mes de abril la velocidad comenzó a descender como producto de la reversión de los incrementos transitorios antes mencionados. Los indicadores utilizados por el BCB muestran una importante reversión en los últimos meses, consolidando la noción de que se trata de un salto de nivel en el IPC y no de un incremento en su tendencia (Gráfico I.4).

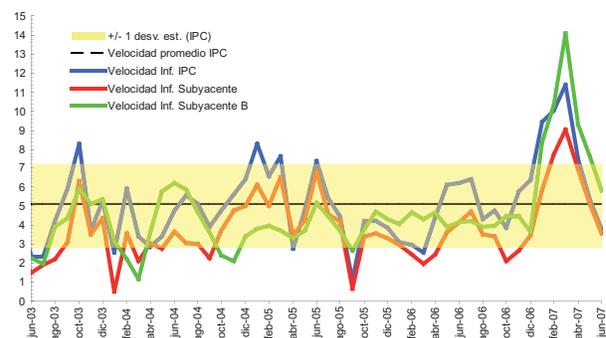
Además de la medida convencional de inflación subyacente el BCB construye un indicador de inflación (Subyacente B) que excluye la incidencia de bienes perecederos, combustibles y transporte

**GRÁFICO I.3: INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Se eliminó el componente temporal de las series con el método X-12 ARIMA. La banda de confianza se estimó mediante remuestreo (*bootstrapping*). El indicador desagregado mediante el filtro de Hodrick-Prescott a cada producto y el exponencial aplicando un filtro exponencial.

**GRÁFICO I.4: INDICADORES DE VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DE LA INFLACIÓN**  
(En porcentajes)



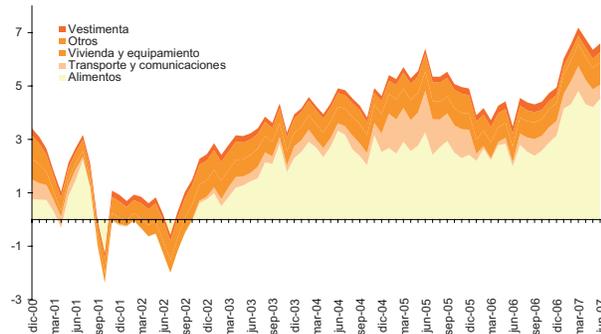
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: La velocidad de expansión de las medidas de inflación se calcula a través de la variación anualizada del promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas.

2 La inflación estaría sobreestimada por el IPC, pues este sólo mide una canasta fija sin la posibilidad de sustitución de los productos cuyos precios se han incrementado. Además, no considera los cambios de calidad, que podrían estar explicando mayores precios de determinados productos, y la introducción de nuevos artículos.

3 Puesto que estos indicadores se construyen con métodos estadísticos que son sensibles a la inclusión de nueva información al principio y fin de la muestra, es posible que la tendencia calculada sea marginalmente mayor en los siguientes meses. Por esta razón, se prefiere dar un rango o una banda antes que valores particulares.

con el propósito de identificar potenciales presiones inflacionarias. A junio de 2007, esta medida registró un nivel acumulado a doce meses de 6,85%, 0,25pp por encima de la inflación del IPC. No obstante, la velocidad de expansión de este indicador señala una caída aún mas fuerte que los otros indicadores, reafirmando la temporalidad de esta alza (Gráfico I.4).

**GRÁFICO I.5: DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN A DOCE MESES: CLASIFICACIÓN DEL INE POR CAPITULOS (Incidencias, en porcentajes)**



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

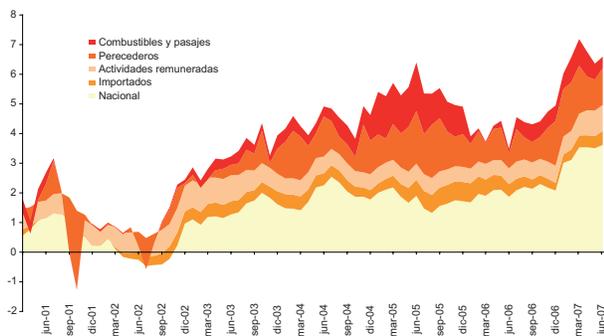
### a. Inflación por capítulos

Utilizando la clasificación del INE, el capítulo de alimentos y bebidas mantuvo una incidencia importante en el comportamiento de la inflación, pues del 6,59% registrado a junio, 3,61pp corresponden a este grupo (Gráfico I.5). En este capítulo se observó, un repunte de los precios del pan en enero de 2007, el transporte, la carne de res y pollo además de legumbres y verduras en los siguientes meses.

Este resultado guarda consistencia con la importancia que tienen los alimentos y bebidas en la actual canasta (cerca de 50%). Con el nuevo IPC, que estará disponible a futuro, donde la participación de este grupo caería como consecuencia de los cambios en los patrones de consumo de los bolivianos, se espera menor incidencia de este capítulo así como menor grado de volatilidad en el índice.<sup>4</sup>

Los capítulos restantes aumentaron su incidencia, aunque en menor proporción que el de alimentos y bebidas, en línea con la noción de que la variación de precios se ha concentrado en artículos determinados y no corresponde a un aumento generalizado.

**GRÁFICO I.6: DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN A DOCE MESES (Incidencias, en porcentajes)**



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

Analizando la inflación por composición, conviene notar el alza de los costos del transporte desde mayo de 2006, por la introducción del transporte inter-departamental al régimen general impositivo (Gráfico I.6). Por otra parte, la incidencia de productos clasificados como perecederos aumentó, puesto que estos bienes son susceptibles de ser afectados por fenómenos particulares como los de carácter meteorológico como es el caso de El Niño. De igual forma, los aumentos de precios de artículos importados por la continuidad de la apreciación de las monedas vecinas (en especial Brasil), que han implicado una importación de inflación, ha afectado la variación del IPC.

<sup>4</sup> Los resultados de la Encuesta Continua de Hogares 2003-2004 que fueron publicados por el INE el año 2006 señalan que los alimentos y bebidas representarían en promedio 27,7% del gasto de los hogares bolivianos. Aunque este resultado se modificaría en función a las ciudades donde se recabe información para el IPC y a la exclusión del área rural también cubierta por la encuesta, es posible que la participación de este capítulo disminuya incluso hasta diez puntos porcentuales. Si ese fuera el caso, la incidencia de este capítulo sería menor en aproximadamente 0,8 puntos porcentuales.

A partir del tercer trimestre de 2005 y en particular de enero de 2007, los precios de bienes y servicios clasificados como nacionales, exhiben una mayor incidencia sobre la variación del IPC. El incremento tiene su origen en los choques de oferta antes citados y las presiones de demanda que han comenzado a cobrar mayor importancia durante el 2007. La recuperación del consumo de los hogares, producto de los incrementos salariales de principios de año, conjuntamente con el mayor nivel de remesas recibidas del exterior, han mejorado la capacidad de compra de las familias. No obstante, los niveles de inversión no han respondido en igual magnitud, generando presiones sobre los precios.

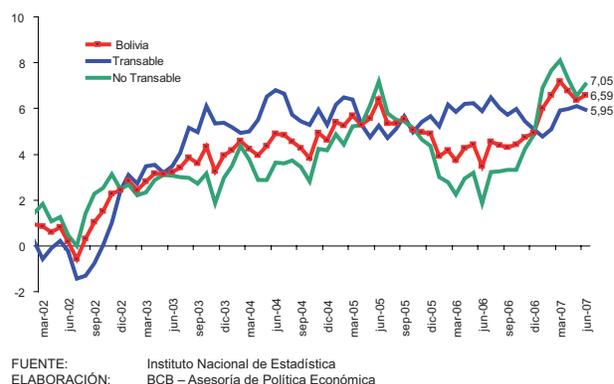
### b. Inflación transable y no transable

La inflación a doce meses de bienes y servicios transables fue de 5,95%, inferior a la inflación de bienes y servicios no transables que alcanzó a 7,05% (Gráfico 1.7). Destaca el incremento en la inflación transable que se originaría tanto en el repunte de la inflación en algunos de nuestros socios comerciales (como es el caso de Argentina, Colombia y Venezuela), como por la apreciación de las monedas frente al dólar estadounidense que se ha observado a nivel internacional (Reino Unido, Zona Euro, Colombia y Brasil entre los más importantes). En el caso de los bienes no transables, el incremento observado fue de 7,05%, superior en cerca de 1pp con relación al sector transable. Este hecho tiene su origen en las presiones que ejercieron los factores de oferta y de demanda, previamente mencionados, sobre el nivel de precios.

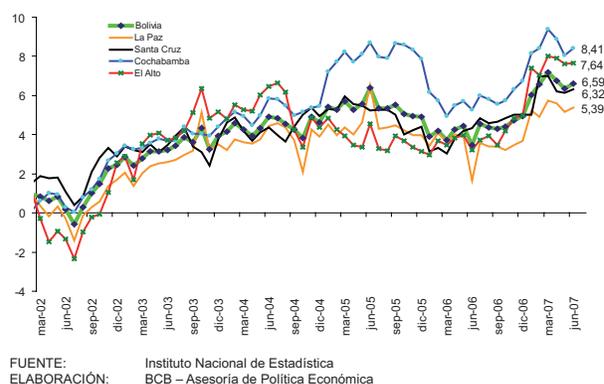
### c. Inflación por ciudades

Con relación al comportamiento de la inflación por ciudades, desde fines de 2004 la ciudad más inflacionaria continuó siendo Cochabamba. Aunque existen varias explicaciones para este fenómeno, destaca el dinamismo que ha experimentado ese departamento a partir de dicho año (Gráfico 1.8).<sup>5</sup> En el otro extremo, La Paz registró una tasa de inflación menor en más de un punto porcentual (5,39%) que la correspondiente a nivel nacional. Por su parte, Santa Cruz (6,32%) y El Alto (7,64%) se situaron cerca del promedio nacional.

**GRÁFICO 1.7: INFLACION SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



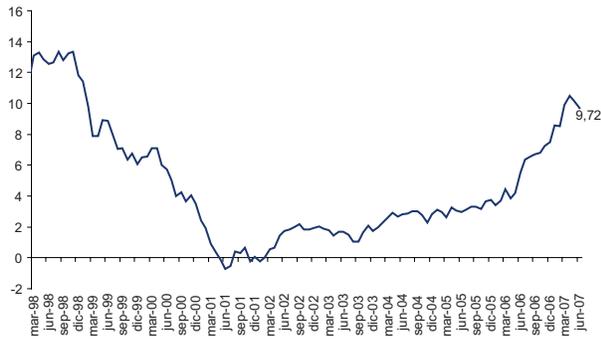
**GRÁFICO 1.8: EVOLUCIÓN POR CIUDADES**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



<sup>5</sup> Según información del PIB departamental, en 2004 la actividad económica del departamento de Cochabamba creció 5,6%, tasa muy por encima del promedio de los cinco años previos (1,0%).

## Actividades Remuneradas

**GRÁFICO 1.9: ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

Con respecto a la evolución del índice de precios de actividades remuneradas (Gráfico 1.9),<sup>6</sup> resalta la evolución creciente del indicador de manera sostenida desde finales de 2003 lo que estaría asociado al mejor desempeño de la economía, pues tal como se señala en la sección II.1 los indicadores de brecha del producto muestran una situación de crecimiento por encima del potencial.

También destaca el aumento adicional de dicho índice desde el segundo trimestre de 2006, que estaría relacionado con el incremento del salario mínimo nacional vigente a partir de mayo de 2006. La variación de precios en 12 meses de éste índice alcanzó a 10,1% a mayo de 2007, que implicaría un aumento de la remuneración real de aproximadamente 3,1%.

<sup>6</sup> El BCB, utilizando componentes que corresponden a servicios personales incluidos en el IPC, ha construido de manera preliminar un índice de precios de actividades remuneradas por trabajo no calificado. Estas actividades corresponden a la remuneración promedio de empleadas domésticas, niñeras y lavanderas; reparación de calzados y artículos de cuero y lustrado de zapatos; y confección y arreglo de ropa.

## II. Contexto externo e interno

### II. 1 CONTEXTO EXTERNO

Esta sección analiza el contexto internacional y nacional desde una visión retrospectiva reciente y prospectiva para 2007 y 2008. Por quinto año consecutivo, Bolivia cuenta con un favorable entorno externo en lo que concierne a crecimiento mundial y precios de productos básicos que inciden positivamente en el mayor dinamismo de la actividad económica.

Los principales riesgos que afectan a la demanda externa de Bolivia son el deterioro del sector hipotecario en Estados Unidos (dado que puede afectar al crecimiento de este país), la volatilidad de los mercados financieros, y la corrección desordenada de los mercados por los elevados desequilibrios comerciales. También se observa cierta incertidumbre por la posibilidad de importar inflación dados los altos niveles de inflación mundial originados en elevados costos laborales unitarios, el aumento del precio de los combustibles y de las apreciaciones cambiarias de socios comerciales.

#### II.1.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Por quinto año consecutivo la economía mundial mostró un crecimiento sólido y sostenido en 2006. En efecto, el producto mundial creció 5,4% con dinamismo tanto en las economías avanzadas como en los países emergentes (Cuadro II.1).

En un contexto de elevado déficit comercial y reducción de las inversiones empresariales, el crecimiento de Estados Unidos en 2006 fue levemente mayor al registrado el 2005. No obstante, con el surgimiento de problemas en el sector de la construcción de viviendas, los indicios de desaceleración se hacen evidentes; la menor demanda por viviendas aumentó la mora y endureció el otorgamiento de préstamos hipotecarios.

La economía de la Zona del Euro creció 2,6% en 2006, superior al 1,4% registrado en 2005. A pesar

de la apreciación del euro, la elevada confianza industrial y las expectativas sobre la rentabilidad de las empresas permitieron dinamizar la inversión y mejorar la productividad, principalmente del sector manufacturero.

Japón presentó un crecimiento moderado, impulsado por el consumo y las exportaciones. En el caso de Asia emergente, tanto China como India fueron los principales impulsores del crecimiento de esta región.

Latinoamérica nuevamente se benefició del incremento en los precios de materias primas y las exportaciones se constituyeron en un elemento importante del crecimiento económico. Brasil creció 3,7%, gracias al dinamismo del sector agropecuario, servicios e industria. La economía de México se benefició de los precios del petróleo y creció 4,8%, tasa mayor a la registrada en 2005 (2,8%). Por otra parte, el débil desempeño de la minería debido a dificultades técnicas y conflictos laborales determinaron que la economía chilena tuviera una expansión del 4,0%, la tasa más baja desde 2003.

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

	2005	2006	Proyecciones	
			2007	2008
<b>Producto mundial</b>	4,9	5,4	4,9	4,9
<b>Economías avanzadas</b>	2,5	3,1	2,5	2,7
Estados Unidos	3,2	3,3	2,2	2,8
Zona del Euro	1,4	2,6	2,3	2,3
Japón	1,9	2,2	2,3	1,9
Reino Unido	1,9	2,7	2,9	2,7
Canadá	2,9	2,7	2,4	2,9
Otras economías avanzadas	3,9	4,3	3,8	3,8
<b>Economías emergentes de Asia</b>	8,7	8,9	8,4	8,0
China	10,4	10,7	10,0	9,5
India	9,2	9,2	8,4	7,8
<b>América</b>	4,6	5,5	4,9	4,2
Argentina	9,2	8,5	7,5	5,5
Brasil	2,9	3,7	4,4	4,2
Chile	5,7	4,0	5,2	5,1
Colombia	5,3	6,8	5,5	4,5
Ecuador	4,7	4,2	2,7	2,9
México	2,8	4,8	3,4	3,5
Perú	6,4	8,0	6,0	5,5

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial (Abril de 2007).

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Las perspectivas para el bienio 2007 y 2008 se mantienen optimistas; sin embargo, la economía mundial crecería a un menor ritmo que en 2006, principalmente por la desaceleración en las economías avanzadas.<sup>7</sup> En Estados Unidos la tasa de crecimiento económico caería en cerca de un punto porcentual en 2007; no obstante, se recuperaría a medida que mejore el sector inmobiliario. La Zona del Euro también experimentaría una reducción de su crecimiento debido a la disminución del déficit fiscal de algunos de sus países integrantes, en cambio en Japón el gasto en consumo continuaría sosteniendo el mismo ritmo del crecimiento económico.

Pese a la desaceleración de las economías avanzadas, se estima que el conjunto de las economías emergentes continúe creciendo con ímpetu aunque a menores tasas que en 2006. Las condiciones externas, principalmente los precios internacionales, continuarán siendo favorables, y el efecto del menor dinamismo de Estados Unidos no sería determinante debido

<sup>7</sup> Al cierre de la emisión de este informe, el Fondo Monetario Internacional efectuó revisiones del crecimiento e inflación mundiales. El crecimiento fue revisado al alza desde 4,9% a 5,2% para 2007 y 2008. En cuanto a la inflación, algunos países sufrieron presiones inflacionarias crecientes por los precios de la energía (el precio del petróleo nuevamente alcanzó máximos históricos por limitaciones en la capacidad productiva) y de los alimentos (escasez de oferta y el uso intensivo en biocombustibles). Las previsiones de inflación para 2007 fueron incrementadas tanto para economías avanzadas como emergentes en 0,2 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente.

a la creciente importancia de algunas economías emergentes que continuaran con tasas de crecimiento elevadas, principalmente China e India.

La mayoría de las economías de Latinoamérica y el Caribe continuarán con tasas de crecimiento elevadas, impulsadas por los precios internacionales y los beneficios de las recientes inversiones. En el caso de Brasil el estímulo provendría de las medidas gubernamentales para impulsar la actividad económica. En cambio, México experimentaría una sustancial reducción en su crecimiento económico debido a la desaceleración de Estados Unidos.

Los principales riesgos para el crecimiento mundial están relacionados con un mayor deterioro del sector hipotecario en Estados Unidos, la volatilidad de los mercados financieros, la corrección de los mercados por los elevados superávits comerciales y los efectos de las fluctuaciones del precio del petróleo.

## II.1.2 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y MOVIMIENTOS CAMBIARIOS

### a. Inflación Internacional

Por la reducción de los precios de los productos derivados del petróleo desde el segundo semestre de 2006, la inflación promedio a nivel mundial en 2006 fue menor que la esperada. En las principales economías avanzadas la inflación en 2006 fue menor a la de 2005, con excepción de Japón y Reino Unido (Cuadro II.2).

A pesar de las presiones por la bonanza económica, la inflación fue controlada en las economías emergentes. En las economías asiáticas destaca China con una disminución de la inflación en 30 puntos básicos. En Latinoamérica y el Caribe la inflación en 2006 (5,4%) fue menor a la observada en 2005 (6,3%), debido a las disminuciones en las inflaciones de Colombia y Brasil; en cambio, las inflaciones de Argentina, Chile, Ecuador, Perú y Uruguay fueron mayores por la incidencia significativa de los precios de los alimentos.

Para 2007, el riesgo de inflación en las economías avanzadas ha disminuido en comparación con el año pasado, reduciendo la probabilidad de que los bancos centrales tengan que subir agresivamente las tasas de interés.

La inflación de los Estados Unidos disminuiría en 2007, debido a que el crecimiento se mantendría por debajo del potencial, pues en el primer trimestre de 2007 ya se

**CUADRO II.2: INFLACIÓN EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADAS**  
(Variación promedio anual del IPC)

	2005	2006	Proyecciones	
			2007	2008
<b>Economías avanzadas</b>	2,3	2,3	1,8	2,1
Estados Unidos	3,4	3,2	1,9	2,5
Zona del Euro	2,2	2,2	2,0	2,0
Japón	-0,6	0,2	0,3	0,8
Reino Unido	2,0	2,3	2,3	2,0
Canadá	2,2	2,0	1,7	2,0
<b>Economías emergentes de</b>				
<b>Asia</b>	3,5	3,7	3,7	3,2
China	1,8	1,5	2,2	2,3
<b>América</b>	6,3	5,4	5,2	5,7
Argentina	9,6	10,9	10,3	12,7
Brasil	6,9	4,2	3,5	4,1
Chile	3,1	3,4	2,5	3,0
Colombia	5,0	4,3	4,2	3,7
Ecuador	2,1	3,3	2,8	3,0
México	4,0	3,6	3,9	3,5
Perú	1,6	2,0	1,0	2,0
Uruguay	4,7	6,4	6,0	5,0
Venezuela	15,9	13,6	21,6	25,7

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial (Abril de 2007).

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: En el caso de las regiones, está ponderada por su participación en el PIB a precios de Paridad de Poder Adquisitivo (PPA).

**CUADRO II.3: INFLACIÓN OBSERVADA Y METAS EN PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Variación a doce meses del IPC)

	Acumulada a Junio 2007		Últimos 12 Meses		Meta	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Argentina	5,5	3,9	11,7	8,8	8,6	7-11
Bolivia <sup>1</sup>	2,6	3,7	4,1	6,6	4,0	5,0
Brasil	1,2	2,2	2,9	4,0	4,5	4,5
Colombia	3,4	4,6	4,4	6,0	4,0 - 5,0	3,5 - 4,5
Chile	2,6	2,7	4,5	3,2	3,0	3,0
Perú	1,2	1,8	1,7	1,6	1,5 - 3,5	1,0 - 3,0
Venezuela	8,1	6,7	14,5	18,3	12,0	12,0

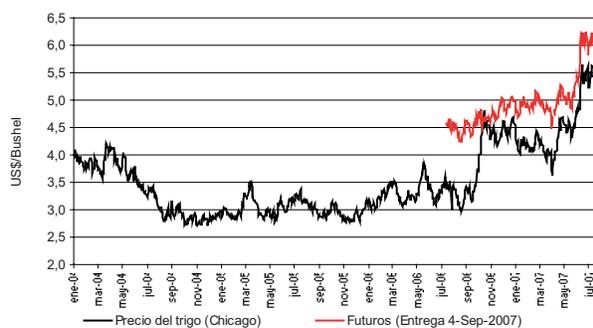
FUENTE: Bancos centrales de los respectivos países.  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1</sup> Las cifras de la meta corresponden a las proyecciones para el programa monetario.

registró un crecimiento menor al esperado. En la Zona del Euro, la inflación en 2007 y 2008 disminuiría debido al menor precio del petróleo y a una política salarial austera, a pesar de la disminución en la oferta de mano de obra. Aunque Japón ha presentado deflaciones en los dos primeros meses de 2007, revelando que no ha superado totalmente este fenómeno que lo caracterizó durante varios años, se proyectan tasas de inflación en 2007 y 2008 superiores a las del bienio precedentes.

En cuanto a las perspectivas para Latinoamérica, según el FMI la inflación en 2007 sería menor a la del año 2006 por la aplicación de políticas monetarias relativamente contractivas. La inflación en la región cerraría en 5,2%, por efecto de reducciones en la mayoría de los países, no obstante los mayores niveles de inflación esperados para Venezuela y México en 2007.

Sin embargo, a junio 2007 varios de los países de la región muestran elevados niveles de inflación acumulada frente a los estimados para todo el año de acuerdo a las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril 2007 (Cuadro II.3).

**GRÁFICO II.1: PRECIO DEL TRIGO EN EL MERCADO DE CHICAGO**  
(Dólar estadounidense por bushel)



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

Estos deterioros se explican en parte por el encarecimiento de *commodities* agrícolas debido a factores climáticos como heladas y lluvias, así como el uso de la soya, maíz y otros granos en la producción de biodiesel. En el caso del trigo, su precio alcanzó un récord de once años (Gráfico II.1) debido al bajo rendimiento de la producción europea, las fuertes exportaciones de EEUU a Egipto y Argelia, y el deterioro de la cosecha de primavera en EEUU. Por otro lado, tal como se puede observar en el gráfico, los precios en los mercados de futuros del trigo son más elevados. En el caso de la leche, su precio aumentó por el encarecimiento del alimento del ganado.

De persistir este comportamiento alcista, podría afectar a las economías de Latinoamérica en consideración a que dichas materias primas son de alto consumo y/o constituyen insumos fundamentales para producir bienes de primera necesidad.<sup>8</sup>

**b. Movimientos Cambiaríos**

En 2006 la desaceleración del crecimiento estadounidense y la expansión de Europa occidental

<sup>8</sup> Algunos países tomaron medidas para mitigar este efecto inflacionario, Perú redujo el arancel para las importaciones de harina de trigo y fertilizantes, mientras que Bolivia para la importación de harina y trigo. Argentina restringió las autorizaciones para nuevos exportadores de harina de trigo.

permitieron una disminución de los diferenciales entre sus tasas de interés de corto plazo, ocasionando una caída del dólar estadounidense, particularmente frente al euro (Gráfico II.2) y la libra esterlina. Varios países apreciaron sus monedas respecto al dólar estadounidense, promoviendo una depreciación real en Estados Unidos (Cuadro II.4). No obstante, la tendencia no fue homogénea, pues en Japón y la China se debilitaron sus monedas en términos nominales por las acciones de política para estimular las inversiones en el exterior.

En Latinoamérica, por la abundancia de divisas gracias al dinamismo de las exportaciones y a los elevados diferenciales de tasas de interés, la mayor parte de las monedas se apreciaron respecto al dólar estadounidense durante la gestión 2006. En el caso de Chile no se registró una apreciación muy fuerte debido a la regla de superávit estructural (actualmente de 0,5% del PIB) que facilitó la esterilización de recursos mediante la salida de capitales públicos al exterior.

Se espera que durante todo el año 2007 se continúen corrigiendo los desequilibrios mundiales, especialmente el de Estados Unidos frente al resto del mundo, por medio de los mercados cambiarios. Se prevé que el dólar estadounidense continúe depreciándose respecto a otras monedas, principalmente las de la Zona del Euro, la China y del Japón.

En las economías Latinoamericanas, las monedas seguirían ganando valor respecto a la moneda del país del norte debido a las ganancias del comercio internacional y, en algunos casos, por acciones de política para moderar los efectos de las presiones externas sobre los precios internos.

### II.1.3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

Durante 2006 la evolución de los precios de los productos básicos de exportación de Bolivia fue favorable, principalmente por el incremento de los precios de metales e hidrocarburos. El índice de precios de minerales que exporta Bolivia creció 81,2% en 2006, debido a la mayor demanda mundial de estas materias primas por la expansión de las economías de China e India, principalmente.

Los precios del petróleo aumentaron durante los primeros seis meses de 2006, alcanzando en agosto un nivel récord, aunque posteriormente se redujeron, experimentando solo un incremento moderado para

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



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

**CUADRO II.4: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADAS**  
(Índice, 2000=100)

	2004	2005	2006
Estados Unidos	88,0	86,1	84,8
Zona del Euro	127,6	127,7	127,7
Alemania	103,3	99,3	97,2
Francia	110,9	111,3	112,0
Italia	121,2	125,0	125,5
España	112,5	113,2	114,3
Países Bajos	117,0	117,2	116,4
Bélgica	108,0	109,1	110,0
Austria	94,5	95,5	96,5
Finlandia	114,9	116,7	116,1
Grecia	116,3	119,8	124,2
Portugal	113,6	113,2	113,3
Irlanda	109,0	109,0	109,7
Luxemburgo	105,3	106,5	107,5
Japón	79,7	76,0	70,3
Reino Unido	98,9	98,6	101,7
Canadá	111,3	117,7	127,0

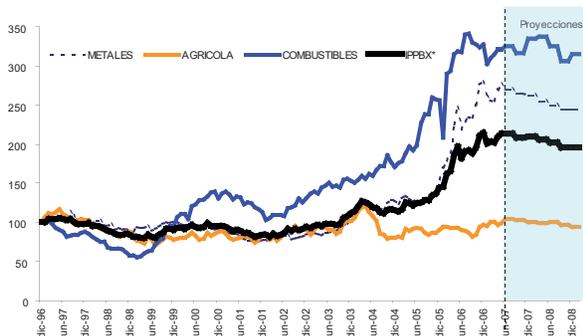
FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial (Abril de 2007).  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

todo el año 2006. Por mejores precios de exportación del gas natural boliviano, el índice de combustibles registró un crecimiento de 28%.

Con excepción de los precios de los minerales, se prevé que a fines de 2007 se observarán precios más altos para la mayoría de nuestros productos de exportación, continuando con la mejoría de los términos de intercambio. En promedio, el índice de precios de minerales exportados cambiaría de tendencia en 2007 debido a un menor precio del zinc (-19%). Los precios de productos agrícolas exportados por Bolivia se incrementarían en torno a 4%, impulsados por el precio de la soya que compensaría las caídas de los precios del algodón (-8%), café (-13%) y azúcar (-11%) (Gráfico II.3).

El índice de precios de exportación de combustibles presentaría una tendencia creciente a fines de 2007, la cual se mantendría hasta el primer trimestre de 2008. Por el lado de la demanda de petróleo, la Agencia Internacional de Energía (AIE) proyecta un aumento del consumo mundial, dada la persistente y vigorosa demanda de los mercados emergentes (China y Oriente Medio) y la acumulación proyectada de las reservas oficiales de China y Estados Unidos. Del lado de la oferta, se prevé un incremento de la capacidad a medida que entren en funcionamiento los recientes proyectos de inversión.

**GRÁFICO II.3: ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA**  
(Índices, 1996 T4=100)



FUENTE: Elaboración del BCB con base en información del FMI (febrero 2007)  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: (\*) Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

**II.1.4 MERCADOS FINANCIEROS Y FLUJOS DE CAPITALES**

Los flujos de capitales en 2006 se dirigieron desde las economías avanzadas y la China hacia las economías emergentes, tendencia explicada por la mejor percepción de riesgo y la rentabilidad de las empresas en éstas últimas. Los incrementos en las tasas de interés en Estados Unidos, la Zona del Euro y otras economías industrializadas se observaron en los plazos más cortos, se concentraron en el primer semestre y obedecieron a preocupaciones de sobrecalentamiento y presiones inflacionarias, no afectando la dirección mencionada sobre los movimientos de capitales. De este modo una gran parte de economías emergentes, y en particular las economías latinoamericanas, no sólo mostraron saldos positivos en la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino también ganancias de reservas internacionales por las cuentas de capital y financiera. Estos movimientos también fueron alentados por una mejor percepción de riesgo. Los índices de percepción de riesgo, medidos por el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) elaborado por JPMorgan,

continuaron disminuyendo. Para América Latina, el índice registró 189 puntos básicos (pb) a diciembre 2006 (menor en 90 pb al de diciembre 2005) (Gráfico II.4). La disminución del riesgo soberano medido por el EMBI+ fue generalizada en todos los países de la región, con las mayores caídas registradas en Argentina, Venezuela, Brasil y Colombia.

La situación en el año 2007 no es muy distinta y, a pesar de que continúan los ajustes de tasas de interés en los países industrializados, se espera que los restantes determinantes de los movimientos de capitales no se modifiquen en una magnitud que revierta la tendencia actual en los flujos de capitales, aunque éstos serían menores a los de la gestión 2006. Las preocupaciones sobre la inflación y las acciones para facilitar la salida de recursos en varias economías emergentes, y el incremento en las tasas de interés en las economías avanzadas, principalmente la Zona del Euro, son los factores que explicarían la reducción en la magnitud de los flujos de capital. Cabe mencionar que por la desaceleración económica reciente, no se prevén nuevos incrementos en las tasas de interés de la Reserva Federal en Estados Unidos. En cambio en la Zona del Euro, la tasa del Banco Central Europeo se incrementó a 4% en el mes de junio de 2007, esperándose nuevos aumentos relacionados con la preocupación sobre la inflación (Gráfico II.5).

Para algunos países, un riesgo que podría comprometer la estabilidad y la tarea de los gobiernos está referido a los movimientos de capitales de corto plazo por efecto de las expectativas de correcciones cambiarias severas y/o persistentes, incremento de las tasas de interés y percepción de riesgo sobre estas economías.

Por otro lado, la pérdida en el valor del portafolio invertido en mercados emergentes durante el año 2007, consecuencia de la caída de la bolsa China el 28 de febrero, junto a la inestabilidad del mercado hipotecario de Estados Unidos, fue de 5% con una duración de un mes. Esta caída fue mucho menor tanto en duración como en magnitud respecto a las ocurridas durante los incidentes de mayo de 2004 (producida por las expectativas de adelanto del proceso de normalización de las tasas de interés en Estados Unidos) y la de 2006 (relacionada con la inestabilidad en economías de Europa emergente como Turquía y Hungría).

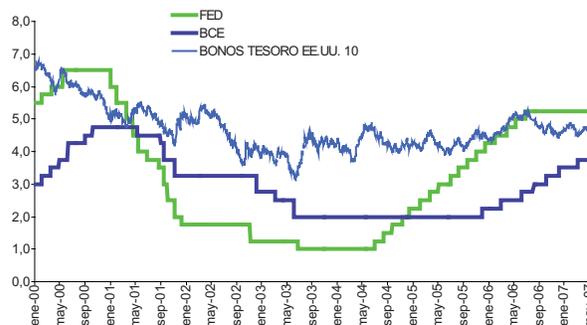
Estos incidentes que afectaron a las economías emergentes no tuvieron un gran impacto en Bolivia puesto que no existen grandes flujos de inversión de

**GRÁFICO II.4: PERCEPCIÓN DE RIESGO EN LATINOAMÉRICA (Puntos básicos y porcentaje)**



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

**GRÁFICO II.5: TASAS DE INTERÉS REFERENCIALES DEL FED Y EL BCE Y TASAS DE RENDIMIENTO DE LARGO PLAZO (En porcentaje)**



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

cartera externa en el país; al contrario, existen activos por inversión de cartera en el exterior, uno de los cuales es el Fondo RAL del sistema financiero.

En relación a los índices de las principales bolsas latinoamericanas y mundiales, en general se observa un comportamiento creciente debido a los importantes flujos de fondos de inversión y a pesar de los incidentes descritos (Cuadro II.5).

Las perspectivas de las economías de los países de latinoamérica para los años 2007 y 2008 se mantienen optimistas, pero se espera una leve desaceleración en razón del comportamiento de los precios de *commodities*. De acuerdo al FMI, las cotizaciones de la mayor parte de los productos agrícolas y de combustibles se incrementarían, aunque las cotizaciones de minerales, en especial del zinc, experimentarían un cambio de tendencia.

**CUADRO II.5: ÍNDICES DE MERCADOS DE VALORES SELECCIONADOS**

INDICADOR	30-dic	29-dic	29-jun	Var %	Var %	Var %
	2005	2006	2007	2005 - 2004	2006 -2005	29 jun 07-2006
DOW JONES	10.717,5	12.498,6	13.408,6	-0,8	16,6	7,3
NASDAQ	2.205,3	2.420,0	2.603,2	1,1	9,7	7,6
S&P 500	1.254,0	1.422,4	1.495,0	6,7	13,4	5,1
BOVESPA: BRASIL	14.325,0	20.823,9	28.195,6	45,2	45,4	35,4
MERVAL: ARGENTINA	509,3	682,9	708,9	10,1	34,1	3,8
MEXSE: MEXICO	1.674,0	2.443,0	2.882,3	44,0	45,9	18,0
IPSA: CHILE	38,4	50,5	60,1	18,7	31,6	18,9
FTSEUROFIRST 300	1.511,3	1.957,9	1.605,3	7,1	29,5	-18,0
BOLSA DE TOKIO	136,8	144,7	147,3	22,4	5,8	1,7

FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

## II.2 CONTEXTO INTERNO

### II.2.1 PRODUCCIÓN Y GASTO

La actividad económica medida por el Producto Interno Bruto (PIB) se incrementó en 4,63% en 2006. El impulso de la demanda agregada interna acompañada de condiciones externas favorables para nuestras exportaciones se reflejaron en tasas de crecimiento significativas en la producción de la mayoría de los sectores económicos.

Aunque, al primer trimestre de 2007, el crecimiento de la actividad económica se habría moderado, principalmente por el impacto del fenómeno de El Niño en el sector agrícola y la desaceleración de la producción agregada en los sectores extractivos, los restantes sectores continuarían con el impulso observado en 2006.

La descomposición del crecimiento en sus componentes en el tiempo apoya esta visión. Desde finales del año 2005 el nivel de crecimiento anual observado y desestacionalizado, cuando se excluye el efecto del sector extractivo, es superior al crecimiento de tendencia.<sup>9</sup> Este diferencial se incrementa en la gestión 2006 y se habría reducido en 2007 (Gráfico II.6).

De acuerdo con la evidencia empírica que enseña sobre

<sup>9</sup> El componente de tendencia se obtiene aplicando el filtro de Hodrick y Prescott sobre la serie desestacionalizada del producto de actividades no extractivas.

las dificultades para mantener tasas de crecimiento por sobre los niveles normales, los datos recientes sugieren limitantes en la capacidad productiva de algunos sectores generando no sólo una desaceleración en la tasa de crecimiento de éstos, sino también presiones moderadas sobre los precios internos.

### II.2.1.1 CRECIMIENTO POR SECTORES

El análisis del comportamiento por sectores económicos en 2006, revela una menor incidencia y/o dependencia del crecimiento económico global respecto a los sectores extractivos. En efecto, a pesar de un peso importante en 2006, su contribución es menor con relación a los dos años previos donde registró una alta incidencia y un crecimiento anual incluso superior al 10%. El cambio en la influencia relativa sectorial es el reflejo también del repunte de los sectores no extractivos, pues con excepción del cuarto trimestre de 2004, desde 2003 el producto trimestral agregado del sector no extractivo presenta en forma continua un crecimiento anual por sobre el 2% y una incidencia cada vez mayor sobre el crecimiento del producto total (Gráfico II.7).

Aunque las respuestas sectoriales de la producción a las demandas interna y externa fueron de magnitud diferente, el común denominador es en general una mayor tasa de crecimiento en 2006 con relación al promedio anual de crecimiento registrado en los años anteriores (Cuadro II.6). Sin embargo, la persistencia de la demanda ha generado retos para la actividad productiva y dificultades que se deben superar para sostener elevadas tasas de crecimiento.

Como se muestra más adelante, se prevé que las cifras de crecimiento del INE al primer trimestre muestren una desaceleración de la Industria Manufacturera, y una reducción de la actividad de los sectores extractivos y del sector de agricultura, silvicultura, caza y pesca. A pesar de que los sectores restantes mantendrían significativas tasas de crecimiento, la participación conjunta de los primeros supera el 40% del PIB, incidiendo en una reducción de la tasa de crecimiento del producto total.

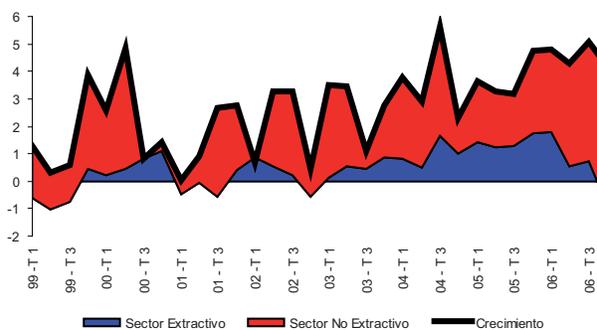
El comportamiento de los sectores de minería, de hidrocarburos y de la industria manufacturera, caracterizados en los dos últimos años por elevadas tasas de crecimiento, incremento de la escala de producción y reducción de la capacidad ociosa, presentarían menor desempeño frente al continuo aumento de la demanda. En el caso de hidrocarburos y

**GRÁFICO II.6: CRECIMIENTO TENDENCIAL Y OBSERVADO**  
(Crecimiento del trimestre con relación al mismo periodo del año anterior, porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Cifras preliminares a partir del primer trimestre de 2003.

**GRÁFICO II.7: DECOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO A PRECIOS BÁSICOS**  
(Crecimiento trimestral con relación al mismo periodo del año anterior, incidencias y porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Cifras preliminares a partir del primer trimestre de 2003.

**CUADRO II.6: CRECIMIENTO DEL PIB POR SECTOR ECONÓMICO**  
(En porcentaje)

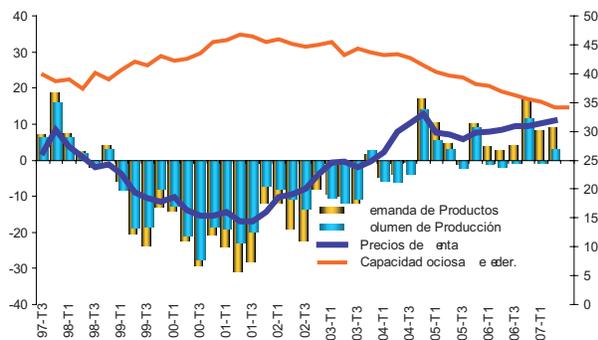
	1999-2002	2003-2005	2006
<b>PIB a precios de mercado</b>	1,66	2,69	4,63
Impuestos Indirectos	3,60	5,66	5,24
<b>PIB a precios básicos</b>	1,49	2,40	4,57
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,83	1,65	4,53
Actividades Extractivas	1,80	7,24	4,43
Industria manufacturera	1,18	2,71	8,05
Electricidad, gas y agua	1,17	1,88	3,53
Construcción	0,88	1,57	4,46
Comercio	1,65	2,17	3,45
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2,41	2,24	4,17
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas	-0,91	-0,35	6,01
Servicios de la administración pública	1,83	2,31	3,65
Otros servicios	2,09	1,29	2,20
Servicios bancarios imputados	-2,30	0,10	15,14
<b>PIB pb Actividades no Extractivas</b>	1,45	1,81	4,58

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: Cifras preliminares a partir del primer trimestre de 2003.

minería, el comportamiento futuro de la producción y las exportaciones está condicionado, en primera instancia, a la maduración de la inversión reciente y actual, pero también a la definición de aspectos normativos y a la evolución de los precios internacionales. Las inversiones para la producción a pequeña escala fueron mínimas en los años anteriores, y las inversiones para producción a gran escala no se han culminado.

Similares restricciones de oferta se estarían presentando en el sector de Industria Manufacturera, pues la información de la Encuesta de Opinión Empresarial a la Industria Manufacturera sugiere una reducción significativa de la capacidad ociosa con un crecimiento de la demanda de bienes manufacturados en mayor proporción que la producción (Gráfico II.8).<sup>10</sup> No obstante, se debe destacar que en el comportamiento de este sector también estarían incidiendo los cambios climáticos adversos, pues el sector de industria, principalmente la agroindustria, presenta vinculación con los sectores más afectados por el fenómeno de El Niño. Aunque las señales de desaceleración en 2007 son más claras en los productos metálicos y no metálicos, también se extienden a otros subsectores incluidos los de mayor participación relativa (alimentos y bebidas) y que en 2006 experimentaron un crecimiento de 8,0%.

**GRÁFICO II.8: VARIABLES SELECCIONADAS DEL SECTOR INDUSTRIAL**  
(Saldos netos; porcentaje eje derecho)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Encuesta de Opinión Empresarial a la Industria Manufacturera.  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

El sector de agricultura, silvicultura, caza y pesca fue el más afectado por el fenómeno de El Niño. En el cuarto trimestre de 2006 se observó un menor porcentaje de crecimiento y se prevé que las cifras al primer trimestre de 2007 muestren una reducción significativa de su actividad frente a la del período similar del año anterior, principalmente por el efecto climático sobre los cultivos de productos de la temporada, al igual que sobre la actividad ganadera. Esto coincide con el elevado número de reportes de desastres naturales y familias afectadas durante el primer trimestre. Los problemas de oferta de este sector junto a las restricciones mencionadas en el sector de industria manufacturera caracterizan a estos dos sectores como candidatos a presentar deficiencias de oferta en el mercado interno.

En los servicios que tuvieron una incidencia importante en el crecimiento de los últimos trimestres, destaca el sector de servicios financieros, originado en mejores

10 El eje derecho muestra el saldo neto favorable (+) desfavorable (-) de respuestas a la pregunta sobre la variación observada de las variables: demanda, producción y uso de capacidad instalada, en el trimestre de la encuesta con relación al trimestre previo. Las respuestas son ponderadas por el tamaño (en número de empleados) de la empresa encuestada. La encuesta abarca 633 empresas del sector industrial y tiene cobertura nacional.

márgenes de intermediación, y el de transporte favorecido por la mayor actividad interna. Se estima que estos sectores continuarán expandiéndose a buen ritmo en 2007, pero para mantener esos niveles y evitar presiones inflacionarias, serán importantes las acciones para mejorar su capacidad productiva.

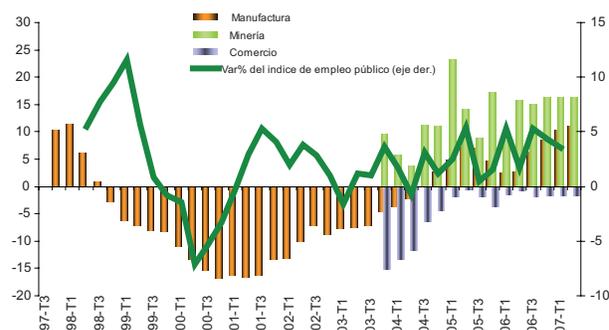
Todas estas señales son consistentes con un alto impulso de la demanda interna y también sugieren una dinámica importante en el mercado laboral. Información a partir de encuestas indica una tendencia creciente en la demanda de empleo, tanto por el sector privado como el público con repercusiones sobre la remuneración del trabajo (Gráfico II.9).<sup>11</sup> Como se mostró anteriormente, la remuneración del sector laboral no calificado continúa en aumento, explicado por la absorción de este factor de producción en el sector público y privado, principalmente intensivos en trabajo.

### II.2.1.2 COMPORTAMIENTO DEL PIB SEGÚN GASTO

Es importante recordar que en 2006, los diferentes componentes de la absorción impulsaron la demanda agregada. El total de gasto en consumo público y privado creció en 2006 a una tasa de 3,8% que dobla la tasa promedio de crecimiento entre 2003 y 2005. Del mismo modo, la formación bruta de capital presentó un crecimiento importante (7,1%) que contrasta con el registro promedio de años previos (Cuadro II.7). Finalmente, las exportaciones netas denotan una elevada incidencia de la demanda externa sobre la producción nacional.

El efecto ingreso por las elevadas exportaciones frente a las importaciones, los ingresos por remesas de trabajadores y el incremento de la remuneración del trabajo por efecto de una mayor demanda laboral, así como los gastos de gobiernos subnacionales emergentes de las reformas fiscales que facilitaron presupuestos menos restrictivos, fueron los factores principales que explican el crecimiento de la demanda interna. Se estima que el ingreso bruto real creció en 6% en 2006 (Gráfico II.10) y que la demanda interna y externa sería superior a la capacidad productiva nacional.

**GRÁFICO II.9: VARIACIÓN DEL PERSONAL OCUPADO EN LA INDUSTRIA, MINERÍA, COMERCIO Y SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Saldos netos; porcentaje eje derecho)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Encuesta de Opinión Empresarial a la Industria Manufacturera, Comercio y Minería; Encuesta de Empleo, Salarios y Remuneraciones del Sector Público.  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

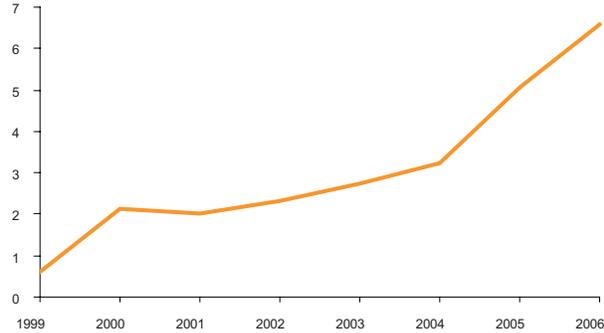
**CUADRO II.7: CRECIMIENTO DEL PIB POR TIPO DE GASTO (En porcentajes)**

	1999-2002	2003-2005	2006
PIB	1,66	2,69	4,63
Consumo	1,49	1,89	3,80
Público	2,09	2,13	3,27
Privado	1,40	1,85	3,88
Inversión	-2,57	3,20	-3,78
Variación de existencias	3,25	51,45	-113,25
Formación bruta de capital fijo	-4,04	0,97	7,09
Exportaciones netas	-19,11	65,22	84,61
Exportaciones	7,14	8,52	9,61
Importaciones	2,97	6,71	4,18
<b>Demanda Interna</b>	<b>1,66</b>	<b>2,69</b>	<b>2,70</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Cifras preliminares a partir del primer trimestre de 2003.

11 El eje derecho muestra el saldo neto favorable (+) desfavorable (-) de respuestas a la pregunta sobre la variación observada de la variable: personal total ocupado, en el trimestre de la encuesta con relación al trimestre previo. Las respuestas son ponderadas por el tamaño (en número de empleados) de la empresa encuestada.

**GRÁFICO II.10: TASA DE CRECIMIENTO DEL INGRESO NACIONAL BRUTO**  
(En porcentaje)



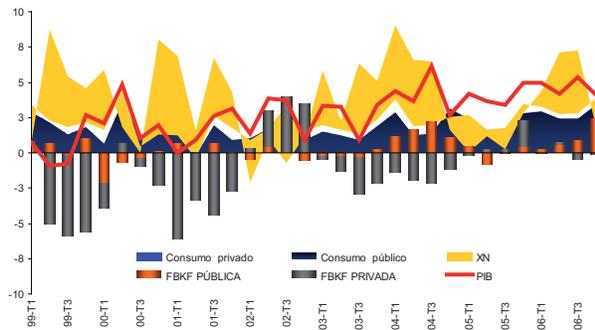
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTAS: Cifras preliminares a partir del primer trimestre de 2003.

A pesar del menor ritmo de crecimiento económico en 2007, el estímulo del ingreso disponible sobre el consumo es importante y continuaría explicando niveles de expansión similares a la gestión 2006, generándose incluso posiciones de ahorro neto en el sector privado y público. Como se muestra en la sección II.2.3 y II.2.4, el sector público estaría efectuando importantes incrementos de sus depósitos en el BCB y el sector privado, aumentando sus tenencias de activos en el sistema financiero con un crecimiento record de sus depósitos en el primer semestre de 2007.

El repunte de la formación bruta de capital en 2006, obedece a la adquisición de bienes de capital y gastos en construcción en el sector público, mientras que la inversión privada no ha reaccionado en la misma proporción que el crecimiento total, reduciéndose el ratio de inversión privada a producto hasta un 6,7% al último trimestre de 2006. Este comportamiento podría afectar al producto potencial y comprometer el abastecimiento de la demanda vía producción interna. No obstante, datos preliminares para el primer semestre de 2007 sugieren un incremento de la inversión pública y una leve reacción de la inversión privada, esta última relacionada con el incremento del volumen de importaciones de bienes de capital.

En el primer semestre de 2007, el volumen de exportaciones mostró un menor crecimiento que el volumen de las importaciones, sin embargo, se mantienen saldos positivos en la balanza comercial y de cuenta corriente y términos de intercambio en ascenso. Ello sugiere que la demanda externa continua siendo importante, sin embargo, su predominio continua en sectores extractivos.

**GRÁFICO II.11: DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO TRIMESTRAL**  
(Crecimiento del trimestre con relación al mismo período del año anterior, incidencias)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Cifras preliminares a partir del primer trimestre de 2003.

**II.2.1.3 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO**

Las proyecciones de crecimiento para la gestión 2007 están en torno a 4,0%, cifra menor a la estimada en el anterior IPM (5,0%). El efecto adverso del fenómeno de El Niño en los primeros trimestres de esta gestión, el retraso en las negociaciones para la firma de contratos en los sectores de hidrocarburos y minero, obligaron a revisar las proyecciones a la baja en el sector agrícola, hidrocarburos, construcción y minería. Asimismo, con base a información reciente se revisaron al alza las tasas de crecimiento en los sectores de servicios. La proyección incorpora también el efecto del fenómeno de La Niña, el cual se prevé afectará la agricultura principalmente en la zona del occidente (Cuadro II.8).

Las expectativas del sector privado para el crecimiento de la actividad económica siguen esta línea. Como puede

apreciarse en el Gráfico II.12, las encuestas muestran una tendencia hacia la baja, la más pronunciada se produce en el mes de marzo, en el que el impacto de El Niño fue pleno. Por su parte, se aprecia también una menor dispersión debido a que al sexto mes del año, los encuestados habrían incorporado información adicional a sus pronósticos; de igual manera el sesgo en la encuesta de enero del presente año, desaparece y las expectativas convergen a un valor central.

Para 2008, la recuperación de la actividad agrícola, nuevas inversiones en sector de hidrocarburos, el inicio de la fase de producción de los proyectos mineros de San Cristóbal y San Bartolomé, el inicio de construcciones en el proyecto minero de El Mutún serán los principales motores del crecimiento. Adicionalmente, se esperan tasas de crecimiento moderadas para la industria manufacturera y los servicios. En conjunto la expansión de la economía se prevé superior al 5,0%.

No obstante, ante las condiciones actuales es imperante el incremento de la inversión, la cual conduzca al crecimiento de la oferta agregada y de esa forma aminorar la brecha del producto y evitar presiones inflacionarias.

## II.2.2 BALANZA DE PAGOS

En la gestión 2006 la balanza de pagos registró un nivel récord en su superávit (\$us1.516 millones) resultado de los superávits en la cuenta corriente (11,7% del PIB, casi el doble de lo registrado en 2005) y en la cuenta capital y financiera (1,7% del PIB). El dinamismo de la economía y el comercio mundial, que se tradujeron en una creciente demanda y precios al alza de los productos que exporta Bolivia, conjuntamente a la maduración de algunos proyectos de inversión extranjera directa y la condonación de deuda externa pública multilateral (FMI y Banco Mundial) y bilateral (Japón), determinaron un año excepcional para las cuentas externas del país.

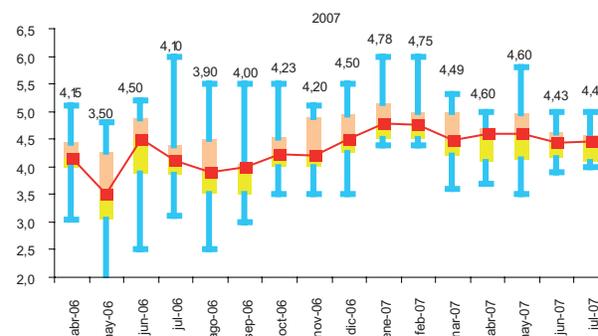
A la par del fortalecimiento de las reservas internacionales del BCB, es importante destacar el incremento de la solvencia financiera del país frente al resto del mundo reflejado en la Posición de Inversión Internacional. El saldo de las reservas internacionales brutas del BCB alcanzó a fines de 2006 a \$us3.193 millones,<sup>12</sup> equivalente a 11,1 meses de importaciones de bienes y servicios.

**CUADRO II.8: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO**  
(En porcentajes)

	2007e	2008e
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>4,01</b>	<b>5,53</b>
Impuestos Indirectos	6,3	8,2
<b>PIB a precios básicos</b>	<b>3,8</b>	<b>5,3</b>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	-3,0	4,2
Actividades extractivas	9,3	16,1
Industria manufacturera	4,7	4,9
Electricidad, gas y agua	4,0	4,0
Construcción	19,6	3,2
Comercio	3,6	3,4
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,0	3,8
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas	4,1	3,4
Servicios de la administración pública	3,0	2,0
Otros servicios	2,6	2,8
Servicios bancarios imputados	7,0	3,7

FUENTE: Banco Central de Bolivia - BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: e: Estimado

**GRÁFICO II.12: EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL SECTOR PRIVADO**  
(En porcentajes)



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

12 A tipos de cambio y precio del oro de fin de período.

Con relación a 2005, las exportaciones de bienes aumentaron en 38,4% resultado del favorable contexto internacional ya mencionado. El crecimiento de las importaciones (20,3%) estuvo explicado por el aumento en la demanda interna, asociada al dinamismo de la actividad económica y a un mayor ingreso nacional disponible.

Por otra parte, los ingresos por remesas de trabajadores aumentaron de manera significativa (87,6%) alcanzando una cifra de \$us569 millones, aspecto que estuvo asociado en gran medida a los mayores flujos migratorios a países de Europa, a los Estados Unidos y a la Argentina. Con relación a los flujos financieros, el superávit alcanzado fue consecuencia principalmente de la condonación de la deuda con el FMI obtenida por nuestro país y los flujos financieros del sector privado que aunque negativos, resultaron menores que los registrados en 2005.

**CUADRO II.9: BALANZA DE PAGOS ENERO-JUNIO**  
(En millones de dólares estadounidenses)

	Ene-Jun		Variación	Ene-Dic			Variación
	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>p</sup>	%	2005 <sup>p</sup>	2006 <sup>p</sup>	2007 <sup>e</sup>	07/06 %
Cuenta corriente	471,2	587,8	24,7	622,5	1.319,1	991,2	-24,9
Balanza comercial	374,3	354,4	-5,3	457,1	1.054,2	900,3	-14,6
Exportaciones FOB	1.775,2	1.894,6	6,7	2.791,1	3.863,0	4.238,0	9,7
Importaciones CIF	1.400,9	1.540,3	10,0	2.334,0	2.808,8	3.337,7	18,8
Servicios (neto)	-87,1	-95,5	-9,6	-42,3	-193,7	-278,7	-43,9
Renta (neta)	-183,1	-134,5	26,5	-376,4	-363,7	-466,2	-28,2
Transferencias (netas)	367,1	463,4	26,2	584,0	822,3	835,8	1,6
Cuenta capital y financiera	374,2	111,1	-70,3	-118,8	196,4	-491,2	-350,0
Transferencias de capital <sup>13</sup>	297,5	1.175,6	295,2	8,7	1.813,2	1.108,5	-38,9
Inversión directa	84,0	115,6	37,5	-241,6	237,1	166,0	-30,0
Inversión de cartera	1,4	-39,1	-2.947,7	-153,4	40,1	-285,0	-810,9
Otra Inversión (Incluye E y O) <sup>14</sup>	-8,7	-1.141,0	-13.085,9	267,5	-1.893,9	-1.480,7	21,8
<b>Balance Global</b>	<b>845,5</b>	<b>698,9</b>	<b>-17,3</b>	<b>503,6</b>	<b>1.515,5</b>	<b>500,0</b>	<b>-67,0</b>
Financiamiento	-845,5	-698,9	17,3	-503,6	-1.515,5	-500,0	67,0
RIN BCB (aumento: -)	-845,5	-698,9	17,3	-503,6	-1.515,5	-500,0	67,0

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

NOTAS:

(e) Cifras estimadas.

(p) Cifras preliminares.

<sup>13</sup> En 2007 incluye la condonación del BID por \$us1.171,0 millones en el marco del MDRI, transacción que se efectivizó en el mes de junio y que se registra simultáneamente como una transferencia de capital y también como una amortización de deuda del sector público.

Entre enero y junio de 2007 la balanza de pagos registró un superávit global de \$us699 millones (4,7% del PIB anual estimado) permitiendo un incremento de reservas en el BCB superior al monto mínimo programado para este período, aunque de menor magnitud con relación al primer semestre de la gestión anterior.<sup>13</sup> Se registraron saldos positivos en la cuenta corriente y en la cuenta capital y financiera, pero esta última registró un superávit menor al de 2006.

La cuenta corriente registró un superávit de \$us587,8 millones en el primer semestre de 2007 como consecuencia del saldo comercial positivo y de las mayores transferencias privadas. El aporte de estas últimas tuvo fuerte incidencia, destacándose las remesas de trabajadores con un valor récord semestral de cerca a \$us400 millones, de manera que las transferencias netas superaron en más del 26% el valor registrado en el primer semestre de 2006 y se espera que en el año alcancen cerca de \$us700 millones, valor que representa 5,5% del PIB estimado.

Este incremento en los flujos de divisas hacia el país tiene beneficios ya que las familias que los reciben incrementan su ingreso disponible y mejoran su capacidad de gasto ya sea en consumo o inversión. Sin embargo, también implican una mayor liquidez en la economía, con posibles presiones inflacionarias.

13 Se debe mencionar que la ganancia de reservas de enero – junio 2006 incluye la condonación de la deuda con el FMI. La contrapartida de esta condonación se registra como transferencia de capital, aspecto que se reflejó en un mayor superávit de la cuenta capital y financiera en dicho período.

El superávit comercial fue menor en \$us19,9 millones al registrado en el primer semestre de 2006. Las exportaciones FOB crecieron en 6,7%, por mejores precios; y las importaciones CIF en 10%, por mayores volúmenes (Cuadro II.9 y Gráfico II.13).

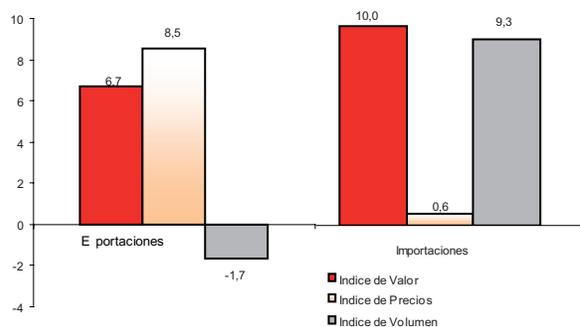
El crecimiento en el valor de las exportaciones se explica por las mayores ventas de productos mineros e hidrocarburos que obtuvieron elevados precios internacionales.<sup>14</sup> Por su parte, el valor de productos no tradicionales aumentó principalmente por un incremento de volúmenes.<sup>15</sup>

El crecimiento de las importaciones fue estimulado por una mayor absorción y se reflejó principalmente en importaciones de bienes de consumo y de capital. Las importaciones de bienes intermedios crecieron a una tasa más moderada, resaltando el crecimiento en partes y accesorios de equipo de transporte e insumos para la agricultura.

En el primer semestre de 2007 el incremento de los precios implícitos de las exportaciones fue superior al de las importaciones (8,5% y 0,6%, respectivamente), determinando una ganancia en los términos de intercambio de 7,9% (Cuadro II.10).

Por su parte, la cuenta capital y financiera (incluyendo errores y omisiones) registró un superávit menor al de similar período de 2006. Se debe mencionar que en el primer semestre de 2006 se registraron condonaciones del stock de la deuda externa pública con el FMI y Japón (\$us230 millones y \$us60 millones, respectivamente) a través de la Iniciativa MDRI (*Multilateral Debt Relief Initiative*, por sus siglas en inglés) y HIPC. Por otra parte, en el primer semestre 2007 se efectivizó la condonación de la deuda con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por \$us1.171,0 millones también en el marco del MDRI. Los montos de la condonación se registran tanto en transferencias de capital (como ingreso) como en amortización de deuda (como egreso), por lo que su efecto final en la cuenta capital y financiera es nulo. Sin embargo, no sucede lo mismo con la deuda condonada por el FMI debido a que la amortización de esta deuda se registra como disminución de obligaciones que forman parte de las Reservas Internacionales Netas del BCB.

GRÁFICO II.13: VARIACIÓN DE PRECIO, VALOR Y VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, ENERO - JUNIO 2007  
(En porcentaje anual respecto a enero - junio 2006)



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

14 Los principales aumentos de precios se registraron en estaño (63,3%), zinc (40,5%), plata (18,5%) y gas natural (12%).

15 Aumentaron las exportaciones de café, azúcar, cueros, castaña, artículos de joyería, aceite de soya y palmitos; mientras que disminuyeron las de madera, algodón, prendas de vestir y las de harina y torta de soya (excluyendo las del Régimen de Interacción Temporal de materias primas para Exportaciones - RITEX)

Las condonaciones de deuda externa que recibió el país determinaron que el servicio de deuda pagado por el sector público no financiero en el primer semestre 2007 sea menor al de similar período de 2006 (\$us86,8 millones frente a \$us118,3 millones). Por otra parte, también destacaron los mayores flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) neta recibidos.

Se estima que hasta fines de la gestión 2007 tanto las exportaciones como las importaciones tendrían un repunte adicional. Las exportaciones se incrementarían en 9,7% alentadas por los elevados precios y demanda internacionales. Por su parte, el incremento de las importaciones sería del 18,8% por el repunte de la demanda interna y los requerimientos de los proyectos de inversión en ejecución. De esta manera, el superávit comercial y de cuenta corriente en 2007 finalizarían en 7,2% y 7,9% del PIB, porcentajes menores a los alcanzados en la gestión 2006. Para el año 2008, la cuenta corriente continuaría registrando un superávit (6,4% del PIB) debido al incremento de las exportaciones (15,4%) relacionadas principalmente con los grandes proyectos mineros. Las importaciones aumentarían en 25,1%, dados los mayores flujos netos de IED que se espera recibir y la mayor demanda interna prevista.

**CUADRO II.10: CAMBIOS PORCENTUALES EN TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, ENERO - JUNIO 2007  
(Con relación a enero-junio de 2006)**

	Ene-Jun 2007*
I. Precios Implícitos de Exportaciones	8,5
II. Precios Implícitos de Importaciones	0,6
III. Términos de intercambio	7,9

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

Como resultado de las disposiciones sobre la ampliación de los límites de inversión en el exterior para las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y empresas aseguradoras, que se constituye en una medida adicional para evitar presiones inflacionarias en nuestro país, se prevé que en 2007 y con mayor impulso en 2008, las AFP realizarán mayores inversiones de cartera en el extranjero, permitiendo además una importante diversificación de la rentabilidad y el riesgo.

### II.2.3 FINANZAS PÚBLICAS

El balance del Sector Público en el primer semestre de 2007 registró un superávit de Bs3.279 millones, contribuyendo a una disminución de los requerimientos de financiamiento interno proveniente del Banco Central de Bolivia (BCB).<sup>16</sup> En efecto, al igual que en 2006 el crédito bruto del BCB al sector público no financiero (SPNF) en el primer semestre fue de cero, y por el contrario, este sector acumuló depósitos en el BCB (Bs2.962 millones).

<sup>16</sup> La información a junio de 2007 se basa en las necesidades de financiamiento del sector público (operaciones bajo la línea) que se consolida en el BCB de manera diaria. Por su parte, las secciones de ingresos y gastos fiscales (operaciones sobre la línea) se basan en información proveniente del Ministerio de Hacienda al 31 de mayo, que por razones de consolidación está disponible con un rezago aproximado de un mes.

Sin embargo, el superávit y la acumulación de depósitos en el BCB fueron menores a los registrados en igual período de 2006 (Bs3.634 millones y Bs4.001 millones respectivamente), pese al incremento observado de los ingresos públicos durante esta gestión. Ello se debió principalmente al mayor dinamismo del gasto.

Los mayores ingresos del sector público que provinieron principalmente del exterior habrían generado presiones moderadas de demanda agregada. La recaudación de impuestos hidrocarburíferos (IDH, por megacampos, regalías y otros) produjeron incrementos de las reservas internacionales del BCB a través de transferencias del exterior y ventas de dólares al BCB. Como contraparte se incrementaron los depósitos del sector público en el Ente Emisor (que explica de manera sustancial el Crédito Interno Neto negativo del BCB al SPNF) y en parte financiaron el incremento del gasto. En la medida que el uso de estos recursos se modera, las presiones inflacionarias son limitadas. La acumulación de depósitos actúa como un estabilizador evitando que los mayores ingresos del sector público aumenten en exceso la demanda agregada.

Además de la consolidación de los cambios normativos del sector de hidrocarburos que determinaron mayores ingresos provenientes del exterior para el Gobierno, el superávit se explica por el dinamismo de la actividad económica y la mayor eficiencia tributaria, traducidas en recaudaciones en el ámbito interno. Éstas a diferencia de los ingresos provenientes del exterior, no inducen un incremento de la liquidez pues tienen el efecto de sustituir un gasto por otro.

### **II.2.3.1 INGRESOS FISCALES**

Los cambios en la normativa del sector de hidrocarburos se consolidaron en 2007 con la aprobación de nuevos contratos entre el Estado y las empresas petroleras, determinando modificaciones significativas en la estructura de ingresos fiscales, registrándose un incremento en la participación de aquellos asociados a la producción de hidrocarburos y a la venta de estos productos en el mercado interno. En el período enero-mayo de 2007, los primeros aumentaron en 33,8% con relación a similar período de 2006, mientras que las ventas en el mercado interno crecieron en 533,3%. Hay que tomar en cuenta que estos últimos generan un registro de gasto de igual magnitud en la partida bienes y servicios, por la compra de hidrocarburos que YPFB tiene que hacer a las empresas petroleras. Restando este factor que aumenta tanto el ingreso como el gasto público, ambos habrían aumentado en torno al

22%, cifras menores a las registradas en el Cuadro II.11, más acordes con la evolución de la actividad. La dinámica de los ingresos por hidrocarburos tuvo una incidencia importante en el aumento de los ingresos totales. En la partida impuestos sobre hidrocarburos se incluye el Impuesto Directo a Hidrocarburos (IDH) y regalías, en estas últimas se registran los ingresos adicionales por megacampos, cuya recaudación en los primeros cinco meses de 2007 alcanzó a Bs1.196 millones.<sup>17</sup> El IDH, puesto en vigencia en junio de 2005, representó un ingreso de Bs2.281 millones en el periodo señalado (13% de los ingresos totales). Asimismo, la mayor demanda de Argentina y Brasil por gas natural y la coyuntura de altos precios internacionales determinaron mayores ingresos por concepto de regalías, éstas aumentaron en 82,8%.

**CUADRO II.11: OPERACIONES CONSOLIDADAS DEL SECTOR PÚBLICO, ENERO-MAYO**  
(En millones de bolivianos y porcentajes)

	2006	2007	Variación	
			Absoluta	%
Ingresos Totales	12.885	17.513	4.627	35,9
Ingresos corrientes	12.021	16.895	4.874	40,5
Ingresos tributarios	6.123	6.900	776	12,7
d/c:renta interna	5.753	6.493	740	12,9
renta aduanera	371	407	37	9,9
Impuestos sobre hidrocarburos	4.069	5.445	1.376	33,8
Otros ingresos corrientes	1.829	4.551	2.722	148,8
d/c:ventas de hidrocarburos mercado interno	434	2.750	2.316	533,3
Ingresos de capital	864	617	-247	-28,6
Egresos Totales	9.449	13.334	3.885	41,1
Egresos corrientes	6.990	9.545	2.555	36,5
Servicios personales	2.977	3.576	599	20,1
Bienes y servicios	1.086	3.480	2.394	220,5
Transferencias corrientes	1.786	1.699	-87	-4,9
Intereses deuda	650	507	-143	-22,0
Otros	492	283	-208	-42,4
Egresos de capital	2.459	3.789	1.330	54,1
Balance global	3.436	4.178	742	21,6
del cual: pensiones	1.252	1.327	76	6,0
Balance corriente	5.031	7.351	2.319	46,1
Balance primario	4.430	5.201	771	17,4

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

El incremento en las recaudaciones por concepto de hidrocarburos explica 30% del aumento de los ingresos totales. Una parte importante de estos ingresos corresponde a los gobiernos subnacionales que, bajo los actuales sistemas de transferencias de recursos y de distribución de responsabilidades, genera una situación financiera heterogénea. Varios gobiernos regionales, registraron elevados superávit contrastando con la situación de otras instituciones del sector público (Administradora Boliviana de Caminos y Fondo de Inversión Productiva y Social).

Un hecho destacable en el período es la adquisición de las refinerías Gualberto Villarroel y Guillermo Elder, se espera que con estas compras aumenten los ingresos para el Estado boliviano por la comercialización de combustibles (Ver recuadro).

La evolución favorable de la actividad económica y la mayor eficiencia en la administración tributaria contribuyeron al buen desempeño observado de los demás ingresos del sector público. Las recaudaciones por renta interna se incrementaron en 13% con relación al período enero-mayo de 2006. El impuesto a las utilidades de las empresas aumentó en 22%, reflejando un buen desempeño a nivel de empresas privadas.

Por su parte, los ingresos por renta aduanera crecieron en 10% debido al dinamismo de las importaciones. Sin embargo, se observaron menores niveles de donaciones que se refleja en la partida de ingresos de capital.

<sup>17</sup> Los ingresos adicionales del 32% provenientes de los Megacampos se recaudaron desde septiembre de 2006 y se recibirán hasta agosto de 2007 (Resolución Ministerial N° 021/2007 del Ministerio de Hidrocarburos y Energía).

### II.2.3.2 GASTOS FISCALES

Los gastos totales en el período enero-mayo se incrementaron en Bs3.885 millones, de los cuales 34% correspondieron a gastos de capital y el restante 66% a gastos corrientes (Cuadro II.11). El incremento más importante se registró en la partida de bienes y servicios que aumentó en Bs2.394 millones. Como fue mencionado anteriormente este tipo de gasto tiene su contraparte en los ingresos provenientes de ventas de hidrocarburos al mercado interno por parte de YPFB. Luego de deducirlo el crecimiento del gasto total alcanzaría a cerca del 22%.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Una parte importante de este gasto tiene que ver con los costos de importación de diesel para atender las necesidades de los sectores agroindustrial y de transporte.

#### RECUADRO

#### ADQUISICIÓN DE LAS REFINERÍAS GUALBERTO VILLARROEL Y GUILLERMO ELDER

En fecha 12 de mayo de 2007, el Gobierno promulgó el DS 29128 con el objeto de proceder a la adquisición del cien por ciento (100%) de las acciones que conforman el capital social de Petrobras Bolivia Refinación –PBR S.A. (Refinerías Gualberto Villarroel y Guillermo Elder) a favor del Estado boliviano a través de Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos – YPFB.

En este sentido, el citado DS en su artículo 2do autoriza al Presidente Ejecutivo Interino de YPFB comprar el cien por ciento (100%) de las acciones que conforman el capital social de PBR S.A. por la suma de \$us112 millones.

Hasta la fecha, continúan las negociaciones entre ambas empresas. Entre las operaciones de transición figura la búsqueda del seguro para las refinerías Gualberto Villarroel y Guillermo Elder a nombre de YPFB y el cambio de la marca de los productos de las refinerías.

En fecha 11 de junio de 2007, YPFB realizó el primer depósito de \$us56 millones a favor de Petrobras y prevé realizar un segundo pago hasta el 11 de agosto.

Con esta medida se incrementan las actividades del Estado, mediante la empresa YPFB, en la producción y comercialización de combustibles para los consumidores nacionales.

Las refinerías Gualberto Villarroel y Guillermo Elder producen diariamente 37.300 barriles de petróleo (89% del total de la producción de derivados), los que abastecen gran parte de la demanda de gasolina especial, gas licuado y jet fuel del país.

Los incrementos salariales en los sectores de salud y educación, el ajuste en el salario mínimo nacional de Bs500 a Bs550, que tuvo efectos adicionales debido a su vinculación con el bono de antigüedad, y la reclasificación de los sueldos de las universidades que anteriormente se registraban en transferencias corrientes del TGN, explican el aumento de los gastos por servicios personales.

No obstante el aumento de las rentas de los jubilados, la reclasificación señalada de sueldos de las universidades determinó la disminución en las transferencias corrientes. Los gastos por concepto de intereses por deuda pública (que incluyen las utilidades cuasifiscales del BCB) se redujeron por un total de Bs143 millones, principalmente por la condonación de deuda externa en el marco de la Iniciativa de Alivio de la Deuda Multilateral realizada desde el año 2006.

El gasto de capital se incrementó en 54% con relación a similar período de la gestión anterior. Este incremento está asociado al mayor dinamismo de la inversión por parte de las prefecturas y municipios, principalmente en caminos.

**CUADRO II.12: FINANCIAMIENTO A LAS OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO ENERO-JUNIO**  
(Flujos en millones de bolivianos)

	2006	2007	Variación	
			Absoluta	%
<b>Financiamiento total</b>	-3.634	-3.279	355	9,8
<b>Externo</b>	-252	-187	65	25,8
<b>Interno</b>	-3.382	-3.092	290	8,6
BCB	-4.391	-3.544	846	19,3
Depósitos	-4.001	-2.962	-1.039	-26,0
Cuasifiscal	-389	-582	193	49,5
Crédito neto del sistema financiero	428	104	-325	-75,8
del cual sistema bancario	-32	236	268	833,5
Mutuales, AFP, SAFI y Agencias de Bolsa	526	-97	-623	-118,4
Otro financiamiento Interno	581	349	-232	-39,9
del cual deuda flotante	42	140	98	230,0
Bonos AFP	589	549	-40	-6,7

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

### II.2.3.3 OPERACIONES BAJO LA LÍNEA Y ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Hasta el mes de junio el superávit fiscal alcanzado determinó una contracción del financiamiento interno, reflejado principalmente en la disminución del crédito interno neto del BCB en Bs3.544 millones (de este monto Bs582 millones correspondieron al superávit cuasifiscal del BCB) además de una reducción del financiamiento externo neto en Bs187 millones. Debido al carácter heterogéneo de las necesidades fiscales, el sector público requirió financiamiento del sistema financiero por Bs104 millones y otro financiamiento interno por Bs349 millones que provino principalmente de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) (Cuadro II.12).

Las cifras positivas en el balance fiscal se reflejan en la importante acumulación de depósitos en el BCB por parte de municipios y prefecturas (Gráfico II.14). No obstante, y producto del aumento de la inversión pública, los depósitos muestran una disminución a partir del mes de junio.

Es de destacar la disminución de la deuda total del sector público de \$us5.923 millones en diciembre 2006 a \$us5.093 millones en junio 2007 debido a la reducción de la deuda pública externa. Ésta disminuyó,

principalmente por la efectivización del alivio del BID en el marco de la Iniciativa MDRI<sup>19</sup> y por la cancelación anticipada del saldo adeudado al FMI (\$us14,6 millones) (Cuadro II.13).

El saldo de la deuda pública interna aumentó \$us362 millones con relación a diciembre de 2006. Este incremento obedeció a las colocaciones netas de títulos del gobierno al sector privado (principalmente AFP) y a las colocaciones que efectúa el BCB para regular la liquidez. El TGN aumentó su *stock* de deuda en \$us99 millones, mientras que el BCB lo hizo en \$us262 millones.

### II.2.3.4 PERSPECTIVAS

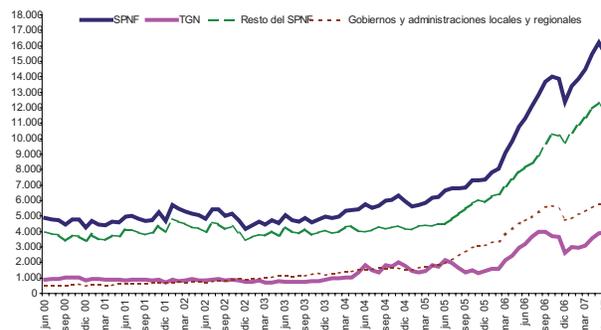
Para la gestión 2007 se prevé un déficit de 2,3% del PIB, explicado por el dinamismo del gasto de YPFB en actividades de producción y comercialización de hidrocarburos y por la ejecución de proyectos contemplados en el PND, tales como el fomento a la inserción social y productiva de sectores potenciales del área rural y de zonas urbanas así como por los gastos de capital que realizarían principalmente las prefecturas, municipios y YPFB. El déficit se financiaría principalmente con recursos externos.

Puesto que hasta el mes de junio de 2007 se registró un superávit fiscal y un margen respecto al programa de aproximadamente Bs1.450 millones, cabe esperar que la gestión cierre con un déficit menor al programado. Por otra parte, debido a que los gastos del segundo semestre del año se concentrarían en gastos de capital e inserción productiva, las presiones sobre los precios serían controladas. Sin embargo, a futuro resulta conveniente profundizar los mecanismos formales como la creación de un Fondo de Estabilización y Presupuestos Plurianuales, previstos en el PND, que garanticen un gasto ordenado y eficiente.

### II.2.4 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

En el segundo semestre de 2006, y especialmente en el primer semestre de 2007, el sistema financiero continuó operando sus funciones en un ambiente de estabilidad, contribuyendo de manera importante al desarrollo del mercado de intermediación financiera y por ende al crecimiento económico.<sup>20</sup> La estabilidad del sistema financiero es el resultado de un conjunto de

GRÁFICO II. 14: DEPÓSITOS DE ENTIDADES PÚBLICAS EN EL BCB  
(Saldos en millones de bolivianos)



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

CUADRO II.13: SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA  
(En millones de dólares y porcentajes)

	Dic-06	Jun-07 <sup>p</sup>	Variación	
			Absoluta	%
<b>Deuda total</b>	<b>5.923</b>	<b>5.093</b>	<b>-830</b>	<b>-14,0</b>
<b>Externa</b>	<b>3.248</b>	<b>2.056</b>	<b>-1.192</b>	<b>-36,7</b>
Multilateral	2.834	1.631	-1.203	-42,5
Bilateral	414	425	11	2,7
<b>Interna</b>	<b>2.675</b>	<b>3.037</b>	<b>362</b>	<b>13,5</b>
TGN	2.353	2.452	99	4,2
Del cual AFP	1.377	1.472	95	6,9
BCB (OMA y RAL)	323	585	262	81,3
<b>Deuda interna en MN y UFV (% del total)</b>	<b>60,9%</b>	<b>67,2%</b>		

FUENTE: Banco Central de Bolivia – Ministerio de Hacienda  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: (p) Información en base a cifras preliminares

19 En el primer semestre de 2007, a través de esta iniciativa (MDRI) Bolivia recibió la condonación de la deuda con el BID por \$us1.171 millones.

20 Un sistema financiero sólido, es también un factor importante que contribuye al objetivo de inflación baja y estable del BCB.

requisitos y políticas que en buena parte se han venido adoptando, en el marco regulatorio implementadas por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras y en materia monetaria y cambiaria ejecutadas por la Autoridad Monetaria. El BCB asume una serie de responsabilidades con relación a la estabilidad financiera, al diseñar políticas orientadas a su desarrollo.

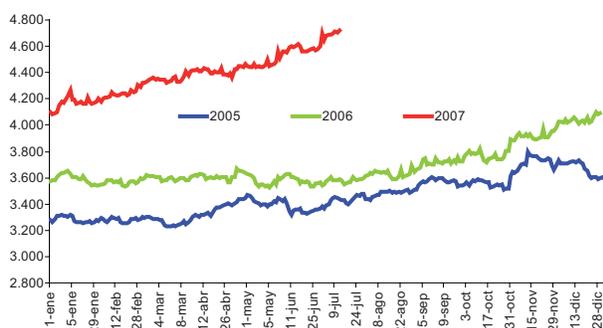
La estrecha correlación que existe entre el dinamismo económico y el volumen de operaciones financieras, hace que el sistema financiero sea sensible a la evolución del sector real de la economía. En este sentido, en el primer semestre de 2007, los depósitos del sistema financiero crecieron en 14,5% alentados por el entorno económico favorable, mientras que en similar periodo del año anterior habían disminuido en 0,6%. Las colocaciones crecieron en 6,0%, contra un 2,1% del año anterior. Este crecimiento del crédito, todavía débil, estaría asociado, entre otros factores, a la baja demanda de crédito vinculada en parte a un proceder cauto de los prestatarios en un período de transición hacia un mercado de crédito más activo.

La preferencia por la moneda nacional tanto por parte de los depositantes como de los prestatarios del sistema mantuvo su dinamismo. También alcanzó a las entidades financieras ya que éstas optaron por inversiones en títulos en moneda nacional, las que se incrementaron en 68,2% frente a una caída de las inversiones en títulos públicos en moneda extranjera de 16,7%.

Sin embargo, existió también un incremento de las tenencias de activos externos de 13,3%, destacándose entre las principales las inversiones financieras en el exterior con un flujo de \$us122,3 millones en el primer semestre, de los cuales \$us49,2 millones corresponden al Fondo RAL-ME. Esta tendencia permitió esterilizar parte de la liquidez y por ende atenuar las presiones de demanda sobre la inflación.

Una de las variables que recoge gran parte de la información sobre el entorno macroeconómico es la tasa de interés. La coyuntura actual, traducida en confianza en la infraestructura financiera, medida en este caso, por el incremento de los depósitos, determinó que las tasas pasivas no presentaran variaciones significativas, mientras que las tasas activas tendieron a disminuir, lo cual da señales de que el negocio financiero es más favorable, cumpliendo su función de canalizar recursos hacia la inversión.

**GRÁFICO II.15: EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(Saldos en millones de dólares)



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

### II.2.4.1 DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO<sup>21</sup>

Las captaciones continuaron con su tendencia ascendente, el saldo a junio de 2007 fue de \$us4.694,9 millones (Gráfico II.15). Desde la implantación del ITF y reforzada con la aplicación de medidas de política monetaria y cambiaria, las captaciones en moneda nacional se incrementaron en 361,7%, mientras que las captaciones en moneda extranjera lo hicieron en 24,7%.

En los primeros seis meses, el incremento de los depósitos fue de \$us595,7 millones, de los cuales el 81,8% correspondieron al sistema bancario y el 18,2% a entidades financieras no bancarias. El crecimiento estuvo liderado por los depósitos a plazo fijo (36,4%), seguido de los depósitos en caja de ahorros (30,0%) y los depósitos a la vista (33,6%), lo cual muestra la creciente confianza en el sistema.

Datos preliminares muestran que el plazo promedio de los depósitos se amplió de 530 días a fines de 2006 a 579 días en los seis primeros meses de 2007, reflejando una mayor confianza de los depositantes en el sistema financiero. Respecto a junio de la gestión anterior, el plazo promedio aumentó en 114 días. Los depósitos mayores a un año fueron los únicos que presentaron variaciones positivas. A junio de 2007, estos depósitos representaron el 58,9% del total de depósitos a plazo fijo (Cuadro II.14).

La bolivianización de los depósitos pasó de 23,9% en diciembre de 2006 a 25,9% en junio de 2007, continuando con la tendencia observada desde el segundo semestre de 2004. Los crecimientos por tipo de monedas, llegaron hasta 88,9% en moneda nacional (MN) y a 22,4% en moneda extranjera (ME) (Gráfico II.16).

### II.2.4.2 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO<sup>22</sup>

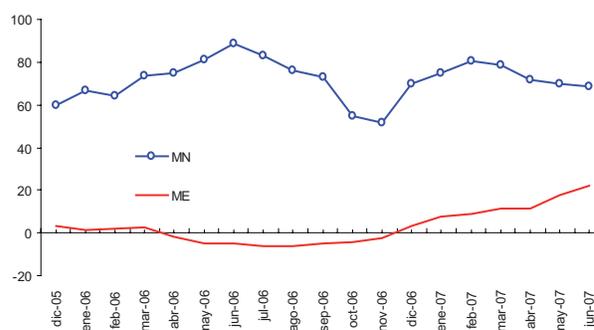
El saldo de los préstamos del sistema financiero al sector privado alcanzó al equivalente de \$us4.242,1 millones a fines de junio de 2007. Se observó un incremento de \$us240,2 millones en el primer semestre, del cual \$us131,5 millones correspondieron a colocaciones en moneda nacional y \$us108,6 millones a las realizadas en moneda extranjera. En los últimos 12 meses el crecimiento promedio interanual de los créditos en

**CUADRO II.14. DEPÓSITOS A PLAZO DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(En millones de dólares)

	Variaciones					
	jun-06	dic-06	jun-07	jun-07 dic-06	jun-07 jun-06	
<b>Depositos a Plazo</b>	<b>1.818</b>	<b>1.891</b>	<b>2.108</b>	<b>216,9</b>	<b>290,5</b>	
Hasta 30 días	160	155	145	-10,6	-15,2	
De 31 hasta 60 días	39	29	22	-7,0	-16,1	
De 61 hasta 90 días	117	105	97	-8,4	-19,6	
De 91 hasta 180 días	313	263	277	14,3	-35,7	
De 181 hasta 360 días	382	352	325	-26,9	-56,5	
De 361 hasta 720 días	348	436	551	114,4	202,9	
De 721 hasta 1080 días	133	176	224	47,3	90,7	
Mayores a 1080 días	327	374	468	93,7	140,2	
Plazo promedio (en días)	465	530	579	49,0	114,36	

FUENTE: Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.16: CAPTACIONES POR MONEDAS**  
(Crecimientos a 12 meses)

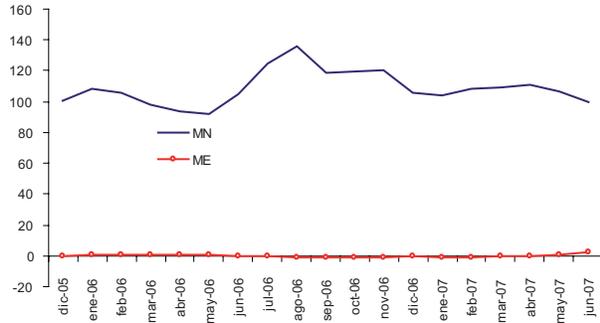


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

21 Compilados de acuerdo con normas y metodologías del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF).

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

**GRÁFICO II.17: COLOCACIONES POR MONEDAS**  
(Crecimiento a 12 meses)



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

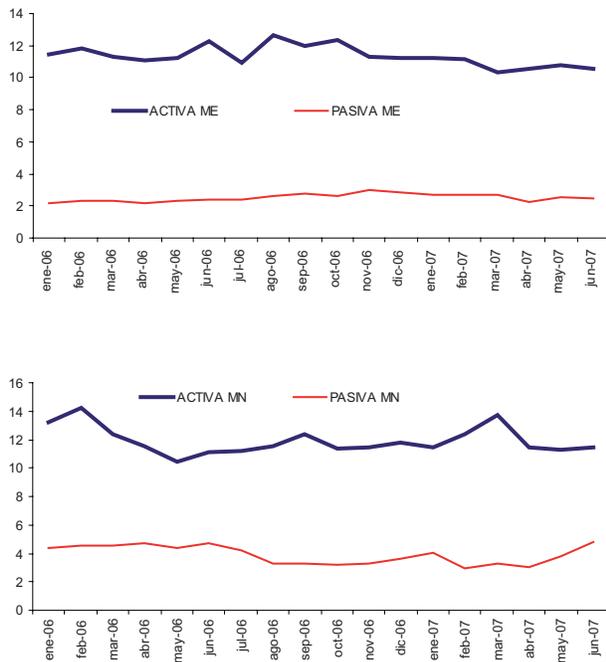
moneda nacional fue de 113,1% mientras que en moneda extranjera fue de -0,40% (Gráfico II.17). Con esta recomposición, la bolivianización del crédito pasó de 13,1% en diciembre de 2006 a 15,5% a fines de junio de 2007.

A pesar de los aspectos climáticos adversos, como el fenómeno de El Niño, el índice de morosidad de la cartera se redujo de 7,7% en diciembre de 2006 a 6,4% en junio 2007. Esta mejora en la calidad de la cartera continúa en ascenso debido en gran parte a mejoras en la capacidad de pago de los prestatarios, entre otras razones por el desempeño de la economía, las apreciaciones cambiarias y la reducción de las tasas de interés activas.

**II.2.4.3 TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO**

El entorno macroeconómico favorable promueve primas de riesgo menos elevadas frente a lo cual el negocio financiero se vuelve más rentable. Es así que una de las variables que recoge gran parte de esta situación e incide definitivamente en los resultados de las instituciones financieras es la tasa de interés.

**GRÁFICO II.18: TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO**  
(En porcentajes)



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

En el primer semestre de 2007, las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se mantuvieron relativamente constantes con una leve tendencia ascendente en las tasas en moneda nacional, reflejando la orientación de las tasas del mercado monetario. Las tasas de interés activas tanto en moneda nacional como en moneda extranjera descendieron respecto al nivel observado en diciembre de 2006, favoreciendo una mayor demanda de créditos. La caída de la tasa activa en MN representa mejores condiciones de financiamiento en este mercado y además refleja expectativas de estabilidad de precios por parte de los intermediarios financieros (Gráfico II.18).

La disminución de las tasas activas generó una moderada reducción del margen de intermediación financiera o *spread*. Los menores costos asociados a una cartera menos morosa, que significa tener una estructura de activos más productivos, determinó que se puedan reducir los niveles de *spread* conjuntamente con niveles similares o mayores de rentabilidad, lo cual favorece la intermediación financiera.

Las tasas de interés reales (activas y pasivas), utilizando para el cálculo tasas de inflación observadas, registraron caídas importantes. Si bien este aspecto favorece a los tomadores de crédito, es un factor de

riesgo, que podría limitar la captación de recursos del público. La alternativa de depósitos en UFV continúa siendo atractiva con tasas reales positivas.

#### II.2.4.4 PERSPECTIVAS EN LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

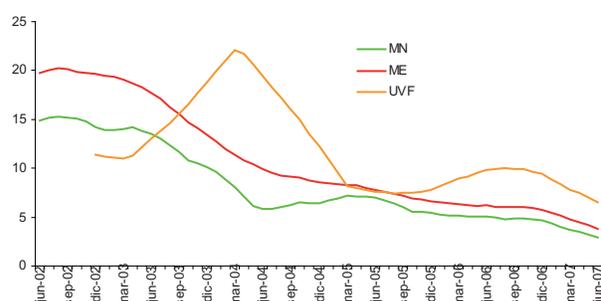
El favorable contexto económico, las medidas de política monetaria-cambiaria orientadas a reducir la inflación y dolarización, y las fiscales orientadas a dinamizar la actividad económica permiten prever perspectivas favorables en la actividad financiera. Estimaciones realizadas en el BCB indican que continuaría el proceso gradual de desdolarización financiera, profundizándose el uso de la moneda nacional en operaciones de crédito y depósito. Asimismo, la mayor profundización financiera que ya se ha venido observando y que respondió principalmente al incremento de los depósitos antes que al del circulante, se traducirá gradualmente en un crecimiento de las colocaciones, con el impulso adicional de la participación del Estado en estas operaciones.

El inicio de actividades del Banco de Desarrollo Productivo contribuirá a dinamizar el crédito a partir del segundo semestre. Las colocaciones otorgadas por entidades financieras privadas también serían mayores en la medida que el nivel de confianza en el sistema financiero se mantenga, basado en las condiciones macroeconómicas favorables. Hacia fines de año, se estima que las participaciones de las colocaciones y captaciones respecto al PIB sean mayores.

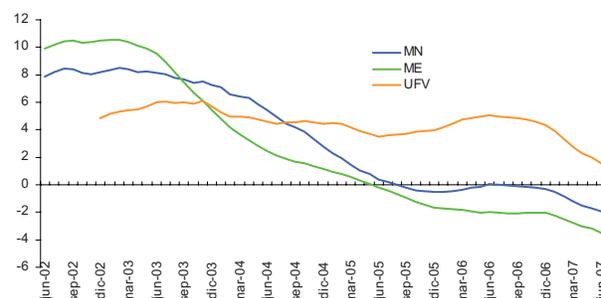
Es importante destacar la disminución de los costos de intermediación debido a la reducción de la pesadez de la cartera bancaria que estaría asociada al desempeño económico, a las apreciaciones cambiarias y en alguna medida a la reducción de tasas de interés activas en moneda nacional que permiten mejorar la capacidad de pago de los deudores. Es claro que los ingresos de las empresas y familias mejoran cuando existe un aumento de la producción agregada. Asimismo, muchos de los agentes se ven favorecidos por las apreciaciones cambiarias, en la medida que sus ingresos se generan en bolivianos y deben honrar deudas en dólares con el sistema financiero.

En la medida que el dinamismo económico se mantenga y la evolución cambiaria continúe siendo favorable para estos agentes y, adicionalmente, se produzcan reducciones en las tasas de interés activas, la demanda por crédito podrá incrementarse. De esta manera, se profundizará el rol de

GRÁFICO II.19: TASAS DE INTERÉS REALES  
(En porcentajes)  
ACTIVAS



#### PASIVAS



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

las entidades financieras de intermediar entre el ahorro y la inversión. En este contexto, el BCB podrá flexibilizar la política monetaria, acompañando el crecimiento real de la economía y el empleo, en un ambiente de baja inflación.

#### RECUADRO

##### BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO

Mediante DS 28999 de 1ro de enero de 2007 se dispone la adecuación institucional de la Nacional Financiera Boliviana Sociedad Anónima Mixta (NAFIBO SAM) a Banco de Desarrollo Productivo SAM (BDP SAM) y las funciones como banco de segundo piso y fiduciario.

Como banco de segundo piso, el BDP SAM otorgará financiamiento al sector del microcrédito productivo a través de las Entidades de Intermediación Financiera (EIF) con licencia de funcionamiento y supervisadas por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF).

Como fiduciario, realizará las siguientes actividades: a) financiar obras de infraestructura social y productiva, asistencia técnica, transferencia tecnológica, programas especiales y otros, ii) financiar complejos productivos y otros servicios complementarios de los sectores y territorios priorizados en el Plan Nacional de Desarrollo, iii) constituir y participar en fondos de seguros de crédito, agropecuarios y contingencias, iv) proveer recursos monetarios no reembolsables, en calidad de capital semilla y v) garantizar la suscripción y/o colocación total o parcial de valores en oferta pública a través del contrato respectivo.

Esta entidad inició sus actividades el 2 de mayo de 2007 y estará en condiciones de otorgar créditos a partir del segundo semestre de la presente gestión.

El BDP SAM continúa ininterrumpidamente las actividades y operaciones de NAFIBO SAM, manteniéndose inalterables las relaciones contractuales de este último con terceros. Por su parte, el Decreto Supremo mencionado determina que el FONDESIF entrará en un proceso de disolución gradual habiendo sido dispuesto que sus recursos patrimoniales puedan ser otorgados en fideicomiso al BDP SAM.

La estructura accionaria del BDP SAM tiene a la República de Bolivia con una participación mayoritaria de 80% y a la CAF con 20% restante. El BDP cuenta con un respaldo inicial de \$us60 millones conformados en dos fideicomisos de recursos disponibles para dos programas de crédito destinados al sector microproductivo. Estos son: **a) crédito productivo individual**, cuyo destino final del financiamiento es una micro o pequeña unidad productiva que puede ser una persona natural o jurídica. Para otorgar este crédito, el prestatario final no debe haber tenido créditos vigentes o en mora con el sistema financiero regulado y/o no regulado en los últimos doce meses, el monto máximo del financiamiento es de \$us10.000 o su equivalente en bolivianos, pagando el productor una tasa de interés fija de 6%; y **b) crédito asociativo**, donde los recursos están destinados a financiar a grupos de productores organizados a través de asociaciones comunitarias, cooperativas y otro tipo de asociaciones productivas, las que deben presentar un proyecto o plan de negocios detallado. El monto mínimo del financiamiento y la tasa fija es similar al del crédito individual.

En el mediano y largo plazo se canalizarán recursos provenientes del Tesoro General de la Nación (TGN), de entidades de cooperación financiera internacional y de entidades privadas nacionales o extranjeras. Otras fuentes de recursos provendrían del Impuesto Directo a los Hidrocarburos (IDH), de acuerdos con los fondos de pensiones y de la emisión de bonos que realice esta Entidad.

Estos recursos serán administrados mediante fideicomisos y se destinarán a actividades comprendidas en el sector productivo y en los rubros priorizados por el Gobierno Nacional (textiles, maderas, cueros, alimentos y turismo).

## III. Políticas del BCB

De acuerdo a los artículos 1, 2 y 3 de la Ley 1670, el Banco Central de Bolivia es la única autoridad monetaria y cambiaria del país, y por ello órgano rector del sistema de intermediación financiera nacional. Su objeto es procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional. Por tanto, el BCB en el marco de la presente Ley, formula las políticas de aplicación general en materia monetaria, cambiaria y del sistema de pagos.

En esta sección se analizan las políticas monetaria y cambiaria, llevadas adelante con el propósito principal de controlar las presiones inflacionarias.

### III.1 POLÍTICA MONETARIA

#### III.1.1 PROGRAMA MONETARIO

Para cumplir con el objetivo de mantener una tasa de inflación baja y estable, el BCB instrumenta su política monetaria a través de un esquema de metas intermedias de cantidad, fijando límites máximos a la expansión del Crédito Interno Neto total del BCB (CIN)<sup>23</sup> a fin de que la oferta monetaria sea consistente con la demanda de dinero del público. Esta meta no es controlada directamente por el Banco Central, por esta razón, la autoridad monetaria utiliza como meta operativa de corto plazo la liquidez del sistema financiero, definida como el excedente de encaje legal que mantienen las entidades financieras.

Bajo este esquema, se diseña un Programa Monetario que es aprobado por el Directorio del BCB a principios de cada gestión. Su elaboración considera los objetivos de política económica del Gobierno establecidos en el Plan Nacional de Desarrollo y en el Programa Fiscal Anual. Esta coordinación de políticas

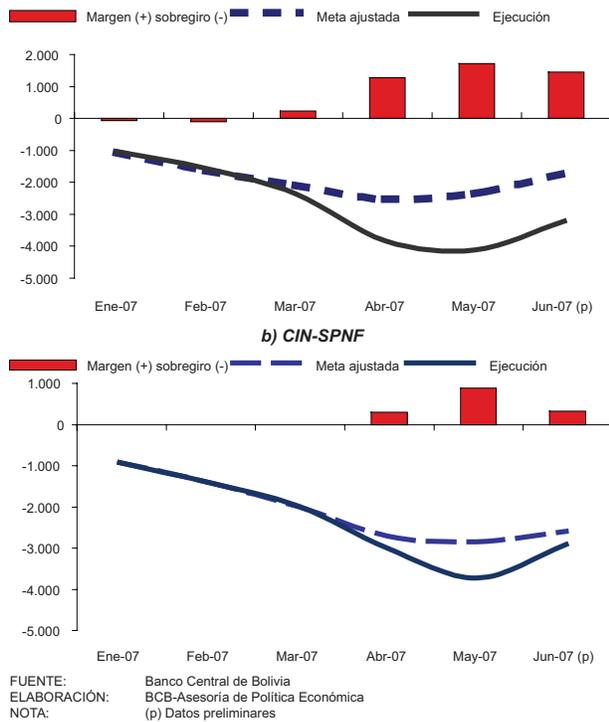
**CUADRO III.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FINANCIERO AL PRIMER SEMESTRE DE 2007**  
(Flujos en millones de Bs acumulados a partir del 1ro de enero de 2007<sup>1/</sup>)

		Meta 2/ Programada revisada	3/ Ajustada	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
<b>VARIABLES FISCALES</b>					
Déficit del Sector Público	Bs	-1.800	-1.831	-3.279	1.448
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-2.536	-1.736	-3.092	1.356
Deuda externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año	Dólar	-8	-8	-27	19
Deuda externa neta pública o con garantía pública no concesional	Dólar	31	-8	-94	86
<b>VARIABLES MONETARIAS</b>					
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	-3.748	-3.831	-4.940	1.109
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs	-2.639	-2.639	-2.962	323
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	Dólar	489	489	699	210

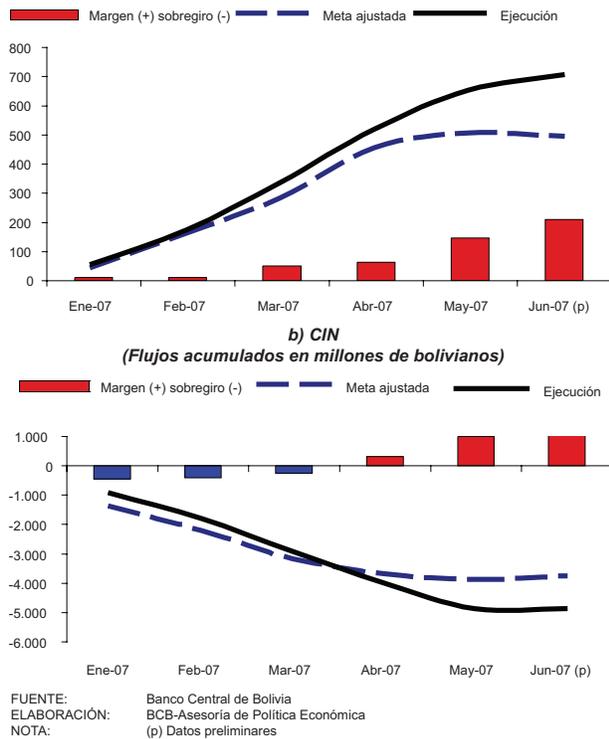
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica  
NOTAS: 1/ Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar y DEG, así como precio fijo para el oro.  
2/ Programa Monetario y Financiero revisado y acordado entre el BCB y Ministerio de Hacienda en abril de 2007.  
3/ Incluye ajustadores por financiamiento externo, encaje legal, emisión monetaria, alivio de deuda y desembolso para reestructuración financiera y corporativa.

23 También fija límites mínimos a la ganancia de Reservas Internacionales Netas (RIN) en función a su rol de prestamista de última instancia en una economía pequeña, abierta y dolarizada. Sin embargo, dada la coyuntura actual de altos niveles de RIN, la relevancia de este límite es menor.

**GRÁFICO III.1: EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT FISCAL DEL SPNF Y DEL CIN-SPNF**  
(Flujos acumulados en millones de bolivianos)



**GRÁFICO III.2: EVOLUCIÓN DE LAS RIN Y EL CIN**  
(Flujos acumulados en millones de dólares estadounidenses)



se formaliza en un programa macroeconómico anual denominado Programa Financiero el cual, a partir de esta gestión, estará incorporado en el Memorandum de Entendimiento a ser suscrito próximamente entre el BCB y el Ministerio de Hacienda, aspecto que pone de manifiesto el fuerte compromiso de las autoridades por preservar la estabilidad macroeconómica, asumiendo cada una de ellas metas en el ámbito monetario y fiscal, respectivamente.<sup>24</sup>

Para el primer semestre de la gestión 2007, el Programa Monetario estableció una contracción del CIN que alcance como mínimo a Bs3.748 millones, un aumento de las RIN de \$us489 millones y una contracción del Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público no Financiero (CIN-SPNF) de al menos Bs2.639 millones. Estas metas fueron establecidas de manera consistente con un superávit fiscal de al menos Bs1.800 millones y una reducción del financiamiento interno al sector público de Bs2.536 millones como mínimo; además se incluyen límites a la deuda externa pública y con garantía pública. Este Programa es coherente con el mantenimiento de una inflación baja y estable sustentada en el mantenimiento de una disciplina fiscal que determina una contracción del crédito interno y que ayuda a regular la liquidez producto del incremento esperado de las reservas internacionales originado en el buen desempeño del sector externo.

En el Cuadro III.1 se observa que durante el primer semestre el desempeño de todas las variables del Programa Financiero fue positivo, habiéndose cumplido todas las metas cuantitativas, algunas de ellas con amplios márgenes. Los márgenes del CIN contribuyeron a disminuir la expansión de la liquidez originada por las RIN. Es destacable la posición fiscal más sólida que lo establecido en el Programa.

Las metas de déficit fiscal y CIN-SPNF (Gráfico III.1) registraron márgenes atribuibles a i) mayores ingresos debidos principalmente a la eficiencia en la recaudación tributaria, ii) menor ejecución de gastos en bienes y servicios y iii) menor ejecución en la inversión pública con relación a la programada (aunque con importantes incrementos respecto a similar período de la gestión anterior). Estos aspectos determinaron una acumulación de depósitos del sector público en el BCB que superaron la meta establecida. Por su parte, los ingresos por impuestos sobre hidrocarburos estuvieron dentro los límites programados.

24 En marzo de 2006 concluyó el acuerdo *Stand By* con el Fondo Monetario Internacional; a partir de entonces se dejó de suscribir programas financieros con dicho organismo y en procura de mantener lineamientos para las políticas macroeconómicas se decidió establecer acuerdos formales entre el BCB y el Ministerio de Hacienda que consideren las principales metas macroeconómicas de la gestión.

Los márgenes en el endeudamiento neto público no concesional y de deuda con garantía pública, reflejaron la buena situación fiscal que permitió prescindir de este tipo de financiamiento proveniente principalmente de la CAF.

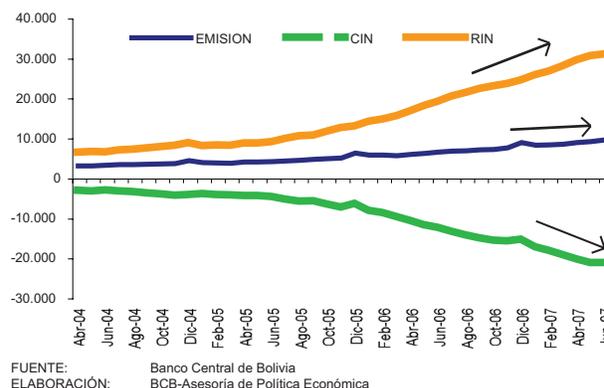
En el período señalado, las RIN y el CIN<sup>25</sup> también registraron márgenes importantes (Gráfico III.2). El desempeño positivo de las RIN obedeció entre los principales factores a la coyuntura externa que continuó siendo favorable para el sector exportador, a la política cambiaria más activa y a la política fiscal, que como efecto de las reformas en el sector de hidrocarburos, determinó un mayor ingreso de recursos externos para el Estado.

La contracción del CIN-SPNF y la importante colocación de títulos a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) realizada por el BCB, limitó la expansión de la emisión monetaria que habría resultado de las operaciones de cambio. En el semestre, el BCB compró divisas al sistema financiero por \$us655,8 millones (Gráfico III.3). Durante el primer semestre las colocaciones netas de títulos alcanzaron a Bs1.870 millones, monto mayor al de las efectuadas en toda la gestión 2006 (Bs1.172 millones). La disminución del CIN permitió contrarrestar en alguna medida los efectos permanentes que los fenómenos naturales pueden tener en las alzas de precios. De este modo, el incremento de la emisión monetaria fue de 47,2% entre junio de 2006 y junio de 2007.

Las cifras ejecutadas del balance monetario (Cuadro III.2) muestran que la acumulación de RIN al primer semestre de 2007 fue mayor que en igual período de 2006 (sin considerar la condonación de la deuda con el FMI), lo que hizo necesario una mayor disminución del CIN durante este período para regular el incremento de la emisión monetaria. La contracción del CIN vía acumulación de depósitos del SPNF fue menor en esta gestión (Bs2.962 millones en el primer semestre de 2007 frente a Bs4.001 en igual semestre de 2006), principalmente por la inversión que realizaron los gobiernos subnacionales y pagos por la nacionalización de las refinerías. En este contexto, la política monetaria tuvo que realizar una mayor esterilización mediante OMA en el primer semestre de 2007.

En este período, cuando el sistema financiero ocasionalmente demandó liquidez, el BCB le asistió con sus operaciones regulares de reporto y créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL. La liquidez en el sistema financiero determinó que estas entidades acudan en menor medida a las ventanillas del BCB.

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



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

**CUADRO III.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO AL PRIMER SEMESTRE**  
(Flujos en millones de bolivianos)

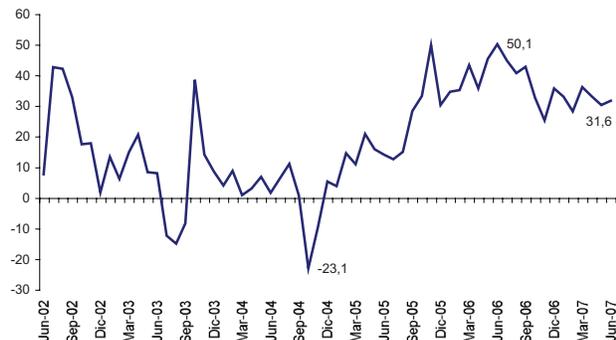
	2006	2007	Variación	
			Absoluta	%
<b>1. EMISIÓN</b>	212,6	636,6	424,0	199,4
<b>2. CREDITO INTERNO NETO<sup>1</sup> (CIN)</b>	-4.704,8	-4.939,5	-234,7	5,0
<b>2.1 SECTOR PUBLICO</b>	-4.390,6	-3.544,3	846,2	-19,3
Credito Neto del BCB (CIN SPNF)	-4.001,3	-2.962,3	1.039,1	-26,0
Cuasifiscal	-389,2	-582,1	-192,8	49,5
<b>2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO<sup>2</sup></b>	-254,8	-749,6	-494,8	194,2
Desarrollo	0,7	0,3	-0,5	-62,5
Encaje legal	101,5	409,3	307,9	303,5
OMA (LT y BT "D")	-405,5	-1.197,5	-792,0	195,3
Otros	34,7	38,3	3,5	10,2
del cual Préstamos de liquidez	75,9	60,0	-15,9	-20,9
<b>2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO<sup>2</sup></b>		2,8		
FONDESIF	13,8			
NAFIBO	0,9			
<b>2.4 OTROS</b>	-64,3	-651,4	-587,1	913,5
d/c: OMA (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	-176,2	-672,1	-495,9	281,5
<b>2.5 OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)</b>	3,9	3,0	-0,9	-22,8
<b>3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)</b>	4.917,4	5.576,1	658,7	13,4
(en mill.\$us.)	615,4	698,8	83,3	13,5

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1</sup>Incluye Obligaciones de Mediano y Largo Plazo.

<sup>2</sup> Hasta la gestión 2006, FONDESIF formaba parte del resto del sistema bancario y no bancario, a partir de la gestión 2007, pasa a formar parte con NAFIBO del Banco de Desarrollo Productivo. A partir de mayo de 2007 y a solicitud de NAFIBO se procedió a la apertura de las cuentas de esta nueva entidad en el BCB.

<sup>25</sup> Incluye variación de depósitos del Banco de Desarrollo Productivo, que a partir de mayo de 2007 abrió sus cuentas en el BCB.

**GRÁFICO III.4: BASE MONETARIA**  
(Variaciones reales a 12 meses en porcentajes)



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

En efecto, mientras que en el primer semestre de 2006 el sistema requirió a través de ambos instrumentos un monto equivalente a \$us137,8 millones, para similar período de 2007 el requerimiento alcanzó a sólo \$us91,0 millones. Cabe destacar que como efecto de la disminución de las operaciones en dólares en el sistema financiero, sus requerimientos de liquidez fueron principalmente en moneda nacional (Bs336,8 millones y \$us95,6 millones en el primer semestre de 2006 y Bs633,7 millones y \$us10,4 millones en el primer semestre de 2007).

No obstante la elevación de los egresos del BCB atribuible principalmente al costo de las OMA, en el primer semestre de 2007 se alcanzó un superávit cuasifiscal de Bs582,1 millones debido al incremento de los ingresos por el rendimiento de las reservas internacionales. Este superávit fue un factor que contribuyó a disminuir la liquidez.

### III.1.2 EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Al 30 de junio de 2007 la base monetaria o dinero de alto poder se incrementó en 31,6% (crecimiento real a doce meses). Este crecimiento es menor al registrado en similar período de 2006 (50,1%). En efecto, la disminución de las tasas de crecimiento se observa durante todo el primer semestre de 2007 (Gráfico III.4).

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

	Saldos a fines de:		Variación anual	
	Jun-06	Jun-07	2006	2007
<b>Determinantes</b>	8.158,1	11.445,5	55,3	40,3
A. Reservas Internacionales Netas	19.693,6	30.542,3	109,6	55,1
Reservas Internacionales Netas (Sus)	2.474,1	3.890,7	112,7	57,3
Reservas Internacionales Brutas	19.808,9	30.519,6	90,5	54,1
Obligaciones a corto plazo	115,3	-22,7	-88,5	-119,6
B. Crédito Neto al Sector Público	-5.224,2	-9.203,3	-537,2	-76,2
Crédito Bruto	6.080,7	6.173,0	-22,3	1,5
Obligaciones	11.304,9	15.376,3	70,6	36,0
C. Crédito bruto al Sistema Financiero	2.104,7	2.035,7	0,6	-3,3
D. OMA	1.318,8	3.846,8	221,4	191,7
Moneda nacional	1.236,3	3.812,5	921,3	208,4
Moneda extranjera	82,4	34,3	-71,5	-58,4
E. Otras cuentas (neto)	-7.097,2	-8.082,4	-1,1	-13,9
<b>Componentes</b>	<b>8.158,1</b>	<b>11.445,5</b>	<b>55,3</b>	<b>40,3</b>
F. Billetes y Monedas en poder del Público	5.825,7	8.738,3	58,7	50,0
G. Reservas Bancarias	2.332,5	2.707,2	47,4	16,1
Moneda nacional	1.590,6	1.815,8	93,4	14,2
Moneda extranjera	603,3	782,1	-18,2	29,6
Moneda nacional CMV	73,6	6,1	391,0	-91,7
Unidad de fomento de vivienda	65,0	103,3	699,7	58,9

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

El crecimiento de los componentes de la base monetaria se explica por un incremento importante de la tenencia de billetes y monedas en poder del público (50%) debido al mayor uso de la moneda nacional asociado al proceso de bolivianización y al comportamiento económico. Sin embargo, este crecimiento es menor al de similar período de 2006 (Cuadro III.3). Las reservas bancarias registran un crecimiento moderado de 16,1% en 2007 frente a 47,4% en 2006 debido al mayor dinamismo de las OMA y al uso de recursos excedentarios del sistema financiero en activos en el exterior.<sup>26</sup> Las modificaciones realizadas en el encaje legal incrementaron los requerimientos para depósitos

<sup>26</sup> Los recursos excedentarios en ambas monedas fueron destinados tanto a inversiones financieras en moneda nacional como en moneda extranjera, que al igual que las reservas bancarias se constituyen en recursos esterilizados que no producen expansión monetaria. En efecto, las inversiones del sistema financiero en el BCB pasaron de \$us127,8 millones en junio de 2006 a \$us379,2 millones en junio de 2007, las inversiones financieras en el exterior aumentaron de \$us208,5 millones a \$us384,5 millones en los periodos citados. Asimismo, se incrementó la constitución de activos líquidos en el exterior (Bancos y Corresponsales del exterior) de \$us64,1 millones a \$us145,7 millones. El volumen de recursos esterilizados en el exterior se incrementó aún más si se toma en cuenta el crecimiento paulatino del encaje en títulos en moneda extranjera (Fondo RAL-ME) (Ver sección III.1.3.3).

en moneda extranjera. Sin embargo, al estar éstos constituidos en títulos en el exterior no se reflejaron en mayores reservas bancarias en los componentes de la base monetaria. El incremento de las reservas bancarias en moneda nacional (14,2%) y en UFV (58,9%) tiene relación con el incremento de depósitos en estas denominaciones.

Debido a la mayor utilización del boliviano, los agregados que incluyen el circulante y depósitos en moneda nacional presentaron un mayor dinamismo con relación a los agregados que incorporan las operaciones en moneda extranjera (Gráfico III.5). El ritmo de crecimiento de los primeros fluctuó entre 48,8% (M1) y 59,0% (M3), mientras que los agregados que incorporan tanto moneda nacional como moneda extranjera crecieron entre 31,8% (M'1) y 17,7% (M'3). Por tanto, se debe destacar que el crecimiento del dinero en sentido amplio (M'3) fue similar al crecimiento del PIB nominal en 2006 (17,4%), aspecto que pone de manifiesto el control adecuado de los medios de pago.

El multiplicador m3 se incrementó ligeramente en el primer semestre de 2007 debido a la reducción del excedente de liquidez<sup>27</sup> (Gráfico III.6). Sin embargo, como fue mencionado, la disminución del excedente no implicó una expansión de la liquidez en la medida que fue esterilizada mediante OMA y la constitución de recursos en el exterior. El incremento señalado fue determinado también por la mayor preferencia por depósitos en ahorro y a plazo fijo con relación a los depósitos vista, aspecto que revela una mayor importancia de los ahorros. Esta tendencia, si bien implica un mayor efecto de las variaciones de la base monetaria sobre la liquidez, muestra también una mejora cualitativa de la bolivianización al reflejar una mayor profundización financiera de las operaciones en bolivianos. En efecto, el multiplicador m'3 en junio de 2007 registró un menor nivel respecto al registrado en junio de 2006, que se explica principalmente por el crecimiento del circulante que limita la creación de dinero secundario.

### III.1.3 MERCADO MONETARIO

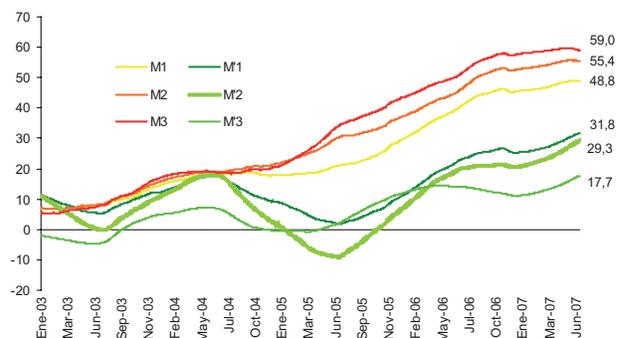
#### III.1.3.1 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO<sup>28</sup>

Las OMA constituyen el principal instrumento indirecto de intervención del BCB, utilizado para regular la

27 La cifra del excedente de encaje en diciembre de 2006 fue inusualmente alta debido a factores estacionales.

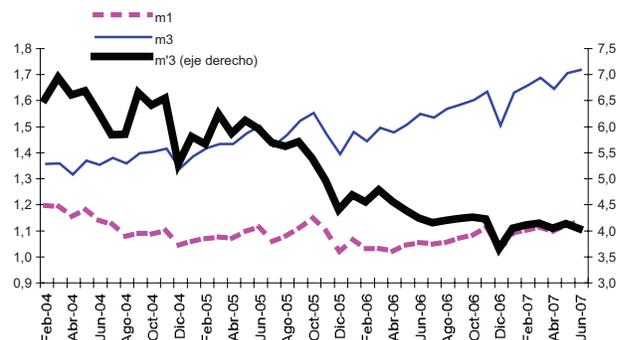
28 La información de títulos públicos corresponde a valor nominal y a tipo de cambio de fin de período. Las cifras señaladas en el cuadro III.2 corresponden a valor descontado y a tipo de cambio fijo.

**GRÁFICO III.5: AGREGADOS MONETARIOS**  
(Variación nominal 12 meses en porcentajes, promedios móviles)



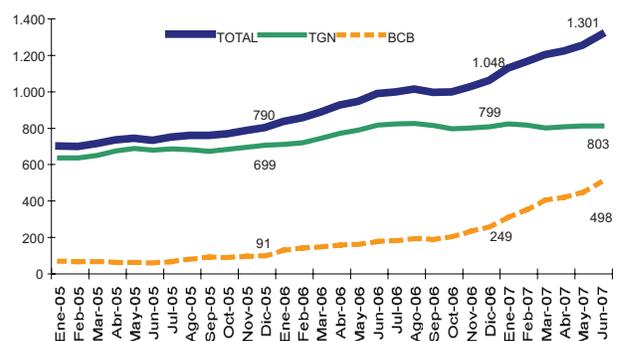
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO III.6: MULTIPLICADORES MONETARIOS**



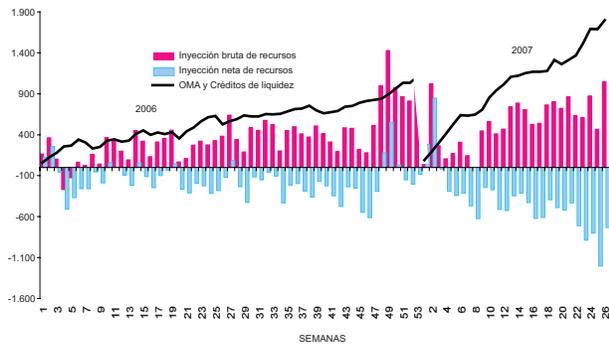
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO III.7: 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.8: INYECCIÓN BRUTA, INYECCIÓN NETA, OMA Y CRÉDITOS DE LIQUIDEZ (En millones de Bs)**

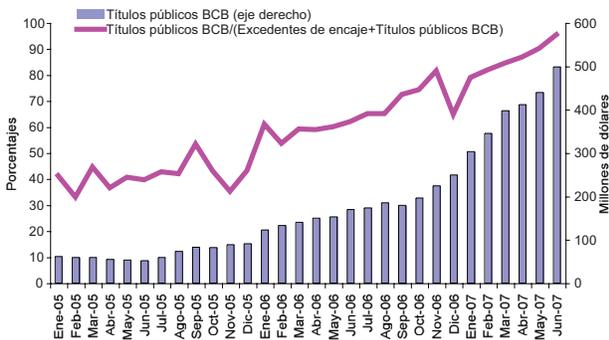


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

cantidad de dinero de la economía. En lo que va del primer semestre de la gestión, el BCB realizó OMA de manera mas activa con el propósito de neutralizar el potencial impacto monetario del incremento de las RIN sobre la inflación.

A junio de 2007, el saldo de títulos colocados por el BCB alcanzó el equivalente de \$us498,3 millones que, comparado con el saldo a fines de la gestión anterior, significó una colocación neta de \$us249,4 millones durante el primer semestre de 2007, reflejando un incremento de alrededor de 100% con relación al saldo de diciembre 2006. En el caso de los títulos colocados por el TGN, el saldo de \$us803,1 millones fue ligeramente mayor en \$us4,1 millones al de diciembre de 2006 debido a que el gobierno no requirió mayor financiamiento (Gráfico III.7).

**GRÁFICO III.9: ESTERILIZACIÓN DEL EXCEDENTE (En millones de dólares y porcentajes)**

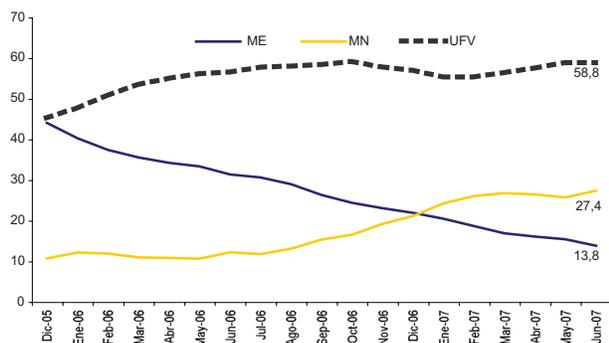


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

Las intervenciones del BCB en el mercado monetario permitieron controlar la liquidez, modificando lo que habrían sido inyecciones brutas elevadas en inyecciones netas negativas (Gráfico III.8). Este resultado refleja la orientación de la política monetaria, con una utilización dinámica de sus instrumentos, a fin de atenuar los efectos inflacionarios que los excesos de liquidez pueden tener.

Esta política monetaria orientada al control de la liquidez se profundizó más a partir de 2007 (Gráfico III.9). Reflejo de ello es el incremento de las OMA con respecto al excedente de encaje legal *ex-ante*. La evolución del coeficiente títulos públicos del BCB sobre la suma de títulos públicos del BCB más excedente de encaje legal hasta niveles por encima del 95%, refleja el endurecimiento de la política monetaria para contrarrestar posibles excesos de oferta de dinero y el compromiso de las autoridades del BCB para mantener la estabilidad de precios.

**GRÁFICO III.10: COMPOSICIÓN DE LOS TÍTULOS PÚBLICOS POR MONEDAS (Composición porcentual de saldos netos)**



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

El incremento relativo del uso de la moneda nacional en las transacciones financieras determinó que las operaciones monetarias sean realizadas principalmente en esta denominación. En efecto, con relación al mes de junio de 2006, se registraron aumentos en la participación de los saldos netos de las OMA en moneda nacional con y sin indexación a la UFV, contrario al registro de la participación de títulos en moneda extranjera que mostró una constante disminución (Gráfico III.10).

Hasta el primer trimestre de 2007, el BCB realizaba sólo colocaciones de instrumentos de corto plazo (hasta 1 año). La menor necesidad de liquidez del TGN y la

consecuente disminución de sus colocaciones netas de títulos, determinó que a fines de marzo de 2007 el BCB incursióne en la colocación de títulos de hasta 2 años en moneda nacional y en UFV. La Autoridad Fiscal se concentró en emisiones de Bonos del Tesoro con plazos mayores a dos años. Esta política determinó un incremento de los plazos de vencimiento, reduciendo riesgos de refinanciamiento y coeficientes de servicio de la deuda interna.

### III.1.3.2 TASAS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Las tasas de rendimiento de LT en MN a 13 semanas aumentaron de 3,96% en junio de 2006 a 5,42% en junio de 2007. En el mismo período, los rendimientos para LT en ME subieron de 3,75% a 4,07%. El BCB continuó como único oferente en este mercado influyendo decisivamente en las tasas de rendimiento de estos instrumentos (Gráfico III.11). El rendimiento para los títulos valor en UFV para 52 semanas disminuyó de 3,02% en junio de 2006 a 1,96% en junio de 2007 y en el plazo de 728 días continuó la tendencia a la baja reduciéndose de 4,26% a 2,80%, respectivamente. Estas caídas son razonables tomando en cuenta la evolución de la inflación y el hecho de que se tratan de tasas reales de rendimiento que paulatinamente estarían convergiendo a sus pares en otras monedas.

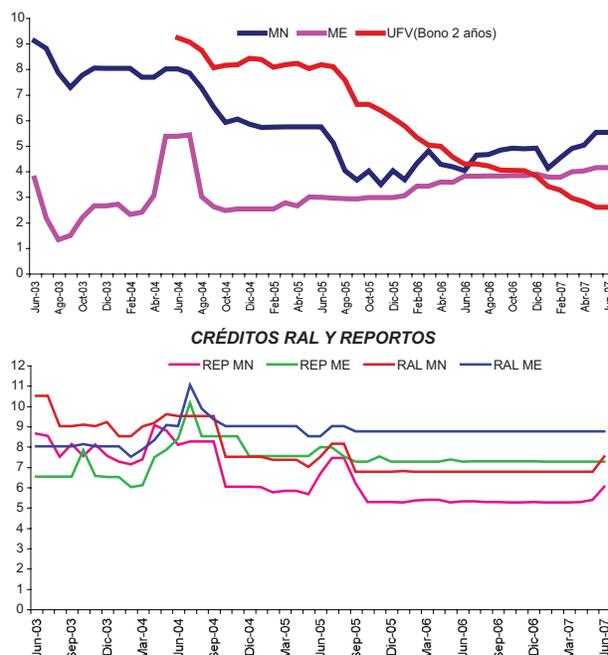
En línea con la orientación de las políticas del BCB para regular la liquidez en MN, las tasas para operaciones de reporto y créditos con garantía del Fondo RAL en MN subieron en 75 puntos básicos en junio de 2007, situándose en 6% y 7,5%, respectivamente. Las tasas para ambos instrumentos en ME se mantuvieron, pero se encuentran por encima de sus pares en MN (Gráfico III.11).

Las curvas de rendimiento muestran un comportamiento diferenciado en los distintos plazos (Gráfico III.12). En plazos cortos, muestran la orientación más activa de la política monetaria con tasas que registran incrementos respecto a niveles anteriores. En plazos largos, los bajos requerimientos de financiamiento del TGN y la elevada demanda de títulos públicos por parte del sistema financiero determinan caídas de las tasas sobre todo en MN. Reflejan también expectativas favorables en términos de control de la inflación y la continuación del rumbo de la política cambiaria.

### III.1.3.3 ENCAJE LEGAL

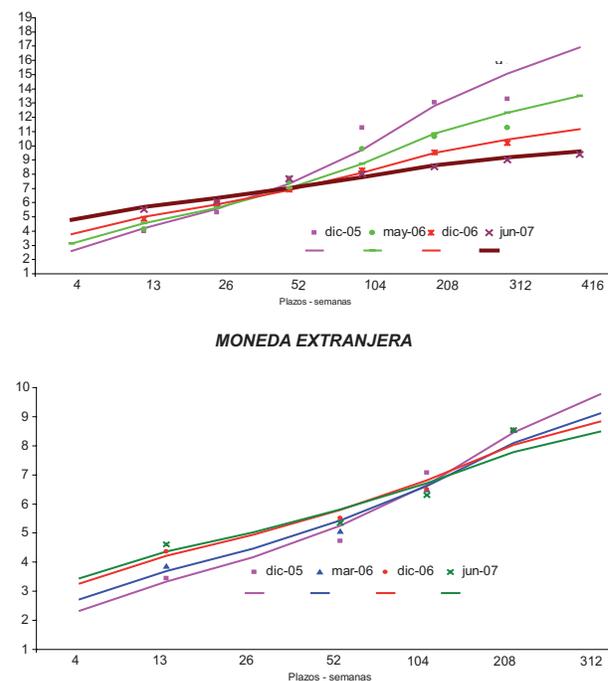
La tasa de encaje legal vigente es de 14% para depósitos en ME y en mantenimiento de valor respecto

**GRÁFICO III.11: EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL MERCADO MONETARIO (En porcentajes) LETRAS DE TESORERÍA**



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

**GRÁFICO III.12: CURVAS DE RENDIMIENTO (En porcentajes) MONEDA NACIONAL**



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

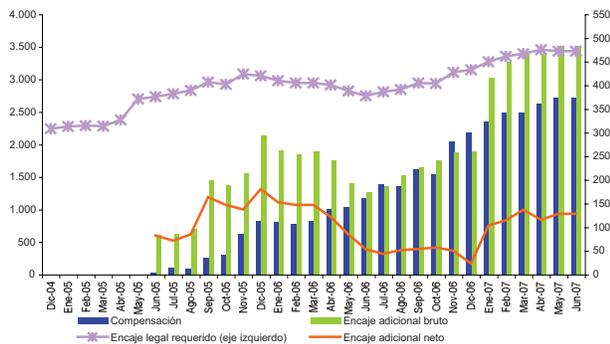
al dólar (MVDOL), más un encaje adicional de 7,5% aplicable a la diferencia entre depósitos actuales y el 70% del nivel registrado al 31 de marzo de 2005. El encaje legal para depósitos en MN y en UFV es de 12% y no se aplica encaje adicional. Esta diferenciación en los requerimientos de encaje responde al objetivo de incentivar las captaciones de depósitos en moneda nacional.

El encaje adicional contempla un mecanismo de compensación por incrementos de los depósitos en moneda nacional.<sup>29</sup> En este sentido, la disminución gradual de la dolarización de los depósitos en el sistema financiero se ha reflejado en un incremento sostenido de la compensación, lo que a su vez determinó una disminución del encaje adicional neto hasta diciembre de 2006.

A partir del año 2007 y acorde con la orientación de la política monetaria, se determinó un incremento de la base sobre la que se aplica el encaje adicional mediante una disminución gradual del porcentaje de depósitos al 31 de marzo de 2005. Con la aplicación de esta Resolución, dicho porcentaje se redujo de 80% a 70% a partir de 15 de enero de 2007. Desde el 2 de julio de 2007 el porcentaje disminuirá a 60%. Con la medida se incrementó el encaje adicional bruto (salto de nivel) y con ello el encaje legal requerido (en junio de 2007 éste alcanzó a Bs3.468 millones), revirtiéndose la tendencia decreciente del encaje adicional neto (Gráfico III.13). La disposición amplía la base de cálculo del encaje adicional estimulando las captaciones en moneda nacional, al mismo tiempo, el incremento de la tasa efectiva de encaje en títulos en moneda extranjera contribuye a regular la liquidez, actuando en la misma dirección de las OMA. En efecto, el Fondo RAL-ME se incrementó de \$us320,1 millones a \$us380,3 millones entre junio de 2006 y junio de 2007.

El excedente de encaje constituido por las entidades financieras respecto al encaje requerido, refleja las condiciones de liquidez del sistema. Cuanto más alta es esta disposición de recursos, mayor es la expansión potencial que podría realizar el sistema financiero. La orientación de la política monetaria se ha reflejado en una disminución de estos excedentes. En efecto, los excedentes de encaje en moneda nacional pasaron de un promedio de Bs589,4 millones en los primeros seis meses de 2006 a Bs423,4 millones en similar período

**GRÁFICO III.13: EVOLUCIÓN DEL ENCAJE REQUERIDO DEL SISTEMA BANCARIO (En millones de Bs)**



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

29 Una explicación detallada se encuentra en las Resoluciones de Directorio del BCB 048/2005 de 20 de abril de 2005 y 118/2006 de 12 de diciembre de 2006, las mismas pueden ser consultadas en la página web de la Institución ([www.bcb.gov.bo](http://www.bcb.gov.bo)).

de 2007; por su parte, el comportamiento en moneda extranjera fue similar registrándose una disminución de Bs185,9 millones a Bs136,2 millones, respectivamente (Gráfico III.14).

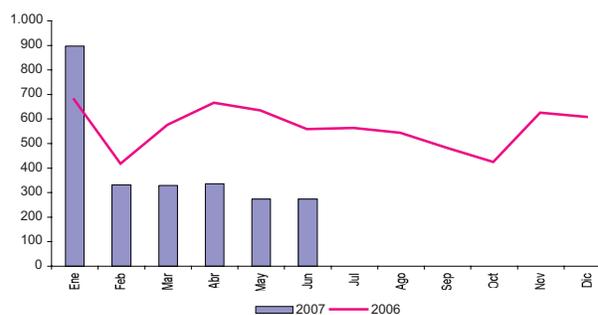
### III.1.4 PERSPECTIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

El Programa Financiero de 2007 incorpora estimaciones de variables fiscales, de balanza de pagos y monetarias-financieras que responden no sólo a proyecciones sino también a lineamientos resultantes de las políticas fiscales y monetarias. Cabe resaltar que el mismo fue acordado entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda y, en esta gestión, incorporado en el Memorándum de Entendimiento a ser suscrito por la principal autoridad de cada una de estas instituciones, lo que muestra la coherencia y el grado de coordinación que promueven el cumplimiento de las metas planteadas.<sup>30</sup> Este programa considera para 2007 un techo para el déficit fiscal de Bs2.304 millones (2,3% del PIB) a ser financiado en mayor medida con recursos externos, mientras que el financiamiento interno sería poco significativo (Bs30 millones como máximo); el CIN-SPNF registraría una disminución de al menos Bs528 millones.

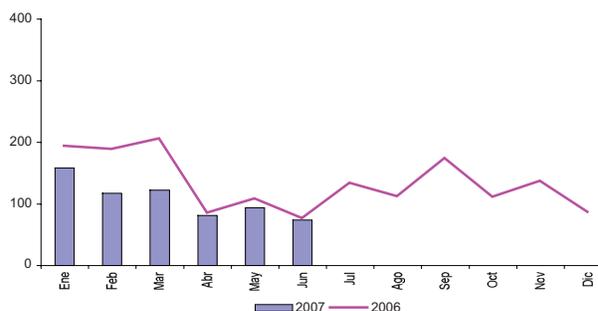
Las metas monetarias son determinadas en gran medida por las metas fiscales y las estimaciones de balanza de pagos. Para esta gestión, la autoridad monetaria ha establecido una meta mínima de ganancia de RIN de \$us500 millones (Cuadro III.4). Si bien esta cifra es importante para la economía boliviana, no alcanza al 50% de la ganancia efectiva lograda en la gestión pasada. Las señales del BCB en esta meta establecida a fines de la gestión pasada son las de no efectuar políticas demasiado contractivas. Empero una mayor ganancia de RIN se obtendría respaldada por una mayor acumulación voluntaria de depósitos de entidades públicas. Para el segundo semestre del año, se espera una menor acumulación de RIN que es consistente con el mayor uso de depósitos del sector público en moneda extranjera, dada la dinamización de proyectos de inversión, principalmente por YPFB y por los gobiernos subnacionales.

30 Aunque es una práctica que se viene realizando desde hace 3 años, el Memorándum de Entendimiento entre el Banco Central de Bolivia y el Ministerio de Hacienda que se suscribirá próximamente tiene importantes aspectos que destacar, ya que incorpora por primera vez las metas cuantitativas del Programa Financiero, formalizando y transparentando las metas macroeconómicas de corto plazo, aspecto que realza la responsabilidad de las autoridades por mantener la estabilidad macroeconómica y financiera y el desarrollo económico, objetivo enmarcado en el Plan Nacional de Desarrollo. Al mismo tiempo, deriva su fiscalización en la sociedad civil en ausencia de acuerdos con organismos internacionales.

GRÁFICO III.14: EXCEDENTE PROMEDIO DE ENCAJE EN EFECTIVO  
(En millones de bolivianos)  
MONEDA NACIONAL



MONEDA EXTRANJERA



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

CUADRO III.4: METAS CUANTITATIVAS  
DEL PROGRAMA FINANCIERO 2007  
(Flujos acumulados desde el 1ro de enero de 2007)

	07-T1	07-T2	07-T3	07-T4 = 2007
En millones de bolivianos				
Déficit del Sector Público No Financiero	-2.195	-1.800	-820	2.304
Financiamiento Interno al Sector Público No Financiero	-2.163	-2.536	-2.381	30
Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero (CIN SPNF)	-2.045	-2.639	-2.708	-528
Crédito Interno Neto total (CIN)	-2.997	-3.748	-3.768	-862
En millones de dólares				
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	329	489	564	500
Deuda externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año	-17	-8	0	6
Deuda externa neta pública o con garantía pública no concesional	-16	31	77	99

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

El crecimiento de la emisión monetaria responderá, además de los determinantes de la demanda de dinero, al proceso de reducción paulatina de la dolarización de la economía. Estos factores determinaron un crecimiento de esta variable de 42% en 2006. Se espera que el ritmo de crecimiento registre una desaceleración gradual principalmente en el segundo semestre de 2007. Consistente con las cifras anteriores, el CIN tendría como meta anual una contracción mínima de Bs862 millones.

La política monetaria en lo que resta de 2007 continuaría orientada al control de la liquidez. Las OMA y los otros instrumentos del BCB reducirían la oferta monetaria a fin de alcanzar la meta de contracción del crédito interno que contribuya al cumplimiento del objetivo del BCB.

### **III.2 POLITICA CAMBIARIA**

La política cambiaria está bajo la tuición del Banco Central de Bolivia según la Ley 1670. En efecto, el artículo 3º expresa: “el BCB formulará las políticas de aplicación general en materia monetaria, cambiaria y del sistema de pagos, para el cumplimiento de su objeto”. Por su parte, el Artículo 19º indica: “el BCB establecerá el régimen cambiario y ejecutará la política cambiaria, normando la conversión del Boliviano en relación a las monedas de otros países y los procedimientos para determinar los tipos de cambio de la moneda nacional”.

La conducción de la política cambiaria está supeditada al cumplimiento del objeto del BCB: “mantener una inflación baja y estable”. El BCB considera al tipo de cambio como un precio clave para controlar la inflación en Bolivia, tal como lo ha demostrado la experiencia de los últimos veinte años. Además, el control de la inflación permite preservar la competitividad cambiaria y promover la estabilidad del sistema financiero.

Durante los últimos años Bolivia ha optado por un régimen de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*) que consiste en pequeñas depreciaciones o apreciaciones no anunciadas previamente y guiadas según los criterios señalados anteriormente.

#### **III.2.1 LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA**

Desde el 15 de julio de 2005 hasta el 30 de junio de 2007, el tipo de cambio de venta disminuyó en 1,9% y el de compra en 2,8%, en contraposición a las

depreciaciones que habían caracterizado el periodo previo (Gráfico III.15). Esta orientación fue consistente con un favorable contexto externo que implicó una abundante liquidez en moneda extranjera. Pero fundamentalmente, respondió a la intención del BCB de moderar las presiones inflacionarias de origen externo, especialmente altas en los últimos años, y atenuar las expectativas inflacionarias, dado el rol clave del tipo de cambio en la determinación de precios en una economía dolarizada como la boliviana.

En 2007 se acentuó esta orientación (Cuadro III.5). Puesto que esta política contribuye a moderar la inflación, forma parte de un conjunto de medidas que con este propósito está aplicando el BCB como OMA activas y modificaciones al Reglamento de Encaje Legal. En el primer semestre de 2007, la apreciación (medida con el tipo de cambio de venta) fue 1%, un ritmo que es mayor que el observado en los semestres previos, acumulando desde enero de 2005 hasta junio de 2007 una caída de 1,4% del tipo de cambio de venta.

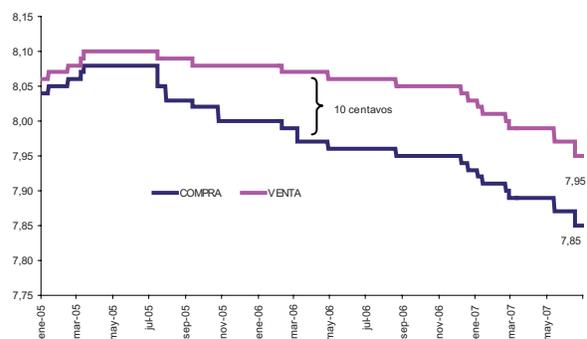
Por su parte, el diferencial cambiario se mantuvo en 10 centavos, pues se consideró que su actual nivel (1,3% del tipo de cambio de compra) es suficiente como para desincentivar las operaciones de compra y venta de dólares que no involucran transacciones con el exterior y promover la remonetización de las transacciones económicas.

Cabe notar que la apreciación de la moneda nacional respecto al dólar estadounidense se puede considerar como moderada en comparación con las experimentadas por los principales socios comerciales en los últimos cinco años, en especial Brasil y Colombia y en línea con el resto de países cuyas monedas han ido en esta dirección (Cuadro III.6), situación que obedeció al saldo positivo en cuenta corriente y flujos de capital hacia sus mercados financieros.

Una evidencia adicional de que esta medida va en el sentido correcto corresponde a la abundante liquidez que existe en moneda extranjera. En efecto, hasta junio de 2007 son casi dos años en los cuales las ventas de divisas por parte del BCB fueron nulas, por lo que el mecanismo denominado Bolsín no operó. Asimismo, la compra de divisas desde el 2005 por parte del BCB fue de \$us2.628 millones de dólares y en el primer semestre de 2007 ha llegado a \$us656 millones (Gráfico III.16).

Esto implica que en un contexto de mayor flexibilidad cambiaria, el boliviano se habría apreciado de forma

**GRÁFICO III.15: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES**  
(Bolivianos por dólar estadounidense)



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

**CUADRO III.5: APRECIACIÓN POR SEMESTRES**  
(En porcentajes)

	TCC	TCV
1er. Semestre 2005	-0,50	-0,50
2do. Semestre 2005	0,99	0,25
1er. Semestre 2006	0,50	0,25
2do. Semestre 2006	0,38	0,37
1er. Semestre 2007	1,01	1,00

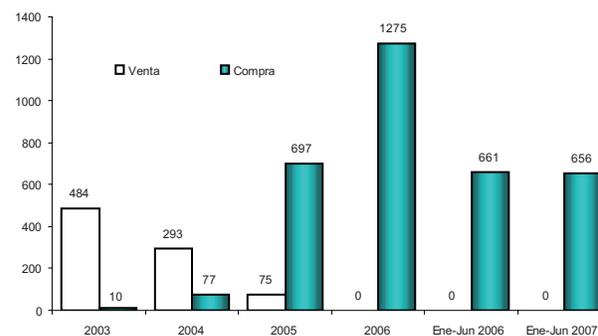
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTAS: TCV = Tipo de cambio de venta  
TCC = tipo de cambio de compra

**CUADRO III.6: APRECIACIÓN DE LAS MONEDAS DE PAÍSES SELECCIONADOS RESPECTO AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE**  
(En porcentajes)

País	Desde ene				
	2003	2004	2005	2006	2007
Argentina	8,1	-5,1	-3,9	-2,1	-1,0
Bolivia (1)	-6,0	-1,4	1,4	1,6	1,0
Brasil	45,7	33,6	27,8	17,8	10,0
Chile	26,9	11,2	5,8	-2,5	1,0
Colombia	32,1	29,9	17,2	14,6	13,0
Japón	-3,9	-14,9	-20,2	-4,7	-3,7
Perú	9,9	8,5	3,5	7,5	0,9
Reino Unido	19,7	11,1	4,9	14,2	2,3
Venezuela	-54,6	-34,4	-12,0	0,0	0,0
Zona del Euro	22,3	7,1	0,0	12,5	2,3

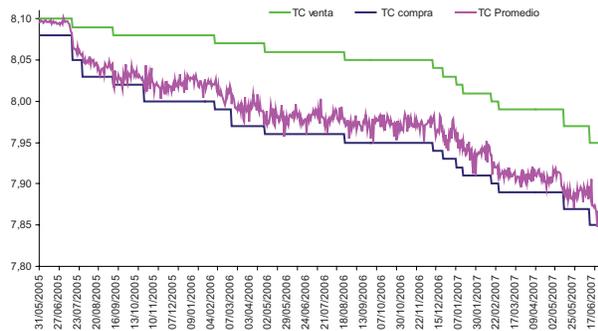
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTAS: (1) Tipo de cambio oficial de venta

**GRÁFICO III.16: COMPRA Y VENTA DE DIVISAS**  
(En millones de dólares estadounidenses)



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

**GRÁFICO III.17: TIPOS DE CAMBIO OFICIAL Y PARALELO (Boliviano por dólar estadounidense)**



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

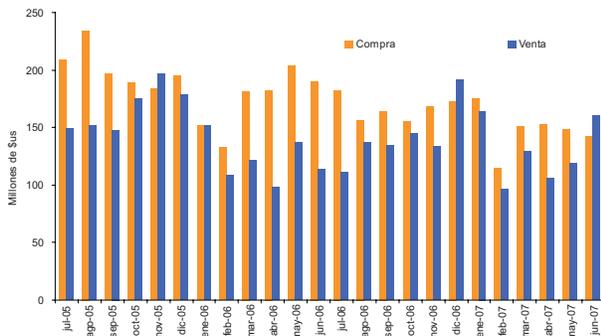
considerable con efectos negativos en el sector exportador y sustituidor de importaciones. Pero la posición compradora del BCB ha evitado este hecho, generando como repercusión positiva una ganancia importante de reservas internacionales, pero que han tenido efectos monetarios, los que tuvieron que ser contrarrestados con OMA más activas.

Un aspecto crucial de la administración cambiaria en Bolivia es el importante grado de credibilidad que ha ganado entre los diferentes agentes que operan en el mercado cambiario. En efecto, desde la adopción de este régimen los tipos de cambio en el mercado cambiario paralelo han seguido de forma muy estrecha las políticas oficiales sobre el tipo de cambio.<sup>31</sup>

En el caso del mercado cambiario que opera en el sistema financiero, el tipo de cambio promedio se ha alineado con el tipo de cambio de compra oficial, por la abundante liquidez de moneda extranjera, como resultado del favorable contexto internacional (Gráfico III.17).

En los primeros seis meses de 2007, el mercado privado continuó mostrando un dinamismo importante, aunque relativamente menor en las compras y mayor en las ventas, con relación a los primeros seis meses de 2006. Las compras de divisas en el sistema financiero fueron de \$us885 millones y las ventas de \$us776 millones (Gráfico III.18).<sup>32</sup>

**GRÁFICO III.18: MONTOS DE COMPRA Y VENTA DE DIVISAS DEL SISTEMA FINANCIERO EN OPERACIONES PREFERENCIALES Y ESTÁNDAR (En millones de dólares estadounidenses)**



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

### III. 2.2 LA COMPETITIVIDAD CAMBIARIA

Desde la segunda mitad de los años ochenta, la política cambiaria se orientó a mantener un tipo de cambio real competitivo en el mediano plazo para proteger la producción y el empleo nacional, es decir; promover la actividad transable pero sujeto al logro del objetivo de una inflación baja y estable.

No obstante, se debe reconocer que el BCB sólo puede influir en la competitividad cambiaria de forma temporal, pues en el largo plazo ésta depende de factores estructurales. En efecto, la competitividad cambiaria depende de las presiones de gasto agregadas, de los flujos de capital, de los términos de intercambio y de la productividad, entre otros factores.

En términos operativos, el Índice del Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) sirve para evaluar la

31 El tipo de cambio paralelo se calcula como promedio ponderado de las operaciones entre el público y las instituciones financieras.  
32 En los primeros seis meses de 2006, el sistema financiero compró al público \$us1.043 y vendió \$us731 millones.

competitividad del país frente a los socios comerciales en función a las inflaciones y depreciaciones de las monedas con relación al dólar estadounidense.<sup>33</sup> Un aumento en el ITCER significa una depreciación real de la moneda interna, que indica que los bienes extranjeros se volvieron relativamente más caros que los internos, aspecto que sucede por un aumento del tipo de cambio nominal, mayor inflación externa o menor inflación interna.

La actitud cauta de la política cambiaria y las apreciaciones de los países vecinos han determinado que en la actualidad el ITCER se encuentre en niveles muy competitivos, los más altos de los últimos quince años. En términos de niveles, el ITCER registró un valor de 113,2 en mayo de 2007, que significó una depreciación real de 2,8% en lo que va de 2007, acumulando una depreciación de 23% en los últimos cinco años (Gráfico III.19).

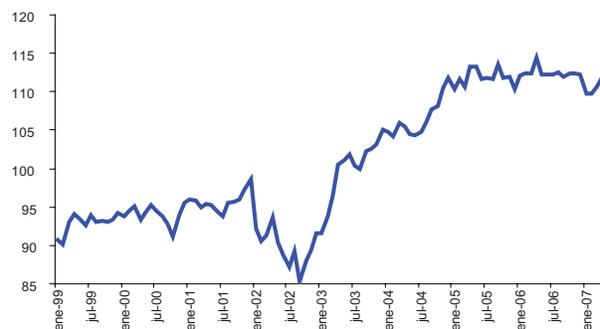
Si bien el boliviano se apreció en términos nominales durante los dos últimos años, se depreció en términos reales, es decir, la competitividad cambiaria mejoró. La comparación bilateral 2003 - 2007 (Cuadro III.7) muestra una depreciación real con sus principales socios comerciales, en especial Brasil (95,4%) y Colombia (61,5%). Es de destacar que el boliviano se ha depreciado en dicho periodo con la mayoría de los principales socios comerciales.

No obstante, esta depreciación real habría dejado al boliviano subvaluado respecto al resto de las monedas. Una prueba de ello es que desde mediados de 2003, el tipo de cambio paralelo observado ha estado muy por encima del tipo de cambio de referencia (Gráfico III.20).<sup>34</sup> Al primer semestre de 2007, el tipo de cambio de referencia se situó en más de 10% por debajo del tipo de cambio paralelo.

La subvaluación continuada del boliviano implica presiones inflacionarias, las cuales se habrían acumulado paulatinamente y podrían haber contribuido al aumento de la inflación permanente en los últimos cuatro años.

33 El ITCER mide la competitividad cambiaria del país frente a los socios comerciales. Su cálculo está en función a las inflaciones y variaciones cambiarias de las monedas de los principales socios comerciales con relación al dólar estadounidense.  
 34 El tipo de cambio de referencia se construye manteniendo la competitividad cambiaria similar a la del periodo de construcción del ITCER, en este caso agosto de 2003. Un tipo de cambio más alto que el de referencia implicaría la subvaluación del boliviano y uno más bajo la sobrevaluación. Para la definición del tipo de cambio paralelo refiérase al pie de página 31.

GRÁFICO III.19: EVOLUCIÓN DEL ITCER, 1999-2007  
(Índice, agosto de 2003=100)



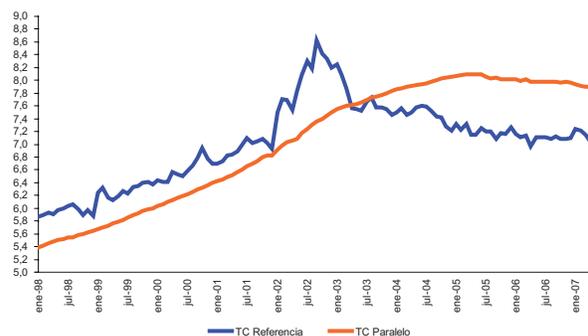
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

CUADRO III.7: DEPRECIACIÓN REAL CON SOCIOS COMERCIALES  
(2003 - 2007)  
(Variación porcentual)

Entre enero de 2003 y junio de 2007	
BRASIL	95,4
COLOMBIA	61,5
VENEZUELA	54,4
PARAGUAY	53,4
URUGUAY	36,9
CHILE	33,0
CANADA	32,9
ARGENTINA	23,1
COREA DEL SUR	20,9
REINO UNIDO	19,1
ZONA DEL EURO	16,3
DINAMARCA	13,8
SUECIA	10,5
MALASIA	2,8
PERU	2,7
CHINA	1,7
MEXICO	1,2
EL SALVADOR	0,3
SUIZA	-2,2
ESTADOS UNIDOS	-3,3
ECUADOR	-4,8
PANAMA	-6,5
JAPON	-18,1
MULTILATERAL	22,5

FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTAS: (1) Tipo de cambio oficial de venta

GRÁFICO III.20: TIPO DE CAMBIO DE REFERENCIA Y PARALELO  
(Bolivianos por dólar estadounidense)



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

En ese sentido, conviene enfatizar que el tipo de cambio real tiende a retornar a sus niveles de equilibrio, consistente con las tendencias del gasto, precios y productividad. Esto puede suceder ya sea a través de incremento de precios o de la apreciación nominal del boliviano. En ese sentido, el BCB ha optado por el segundo camino (acelerar levemente la apreciación nominal del boliviano) con el fin de controlar la inflación, porque sus efectos son más perjudiciales para la población en general. Además, como ya se señaló, moderar las presiones inflacionarias contribuye también a la producción nacional cuyos productos se exportan o compiten con bienes importados.

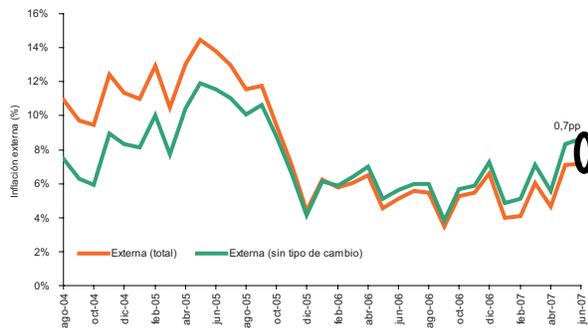
### III.2.3 LA POLÍTICA CAMBIARIA Y EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

En la primera mitad de 2007 se han realizado 6 apreciaciones (4 de un centavo y 2 de dos centavos), que totalizan 8 centavos. Estas apreciaciones permitieron contener parcialmente las presiones inflacionarias externas en los precios internos, con una contribución en el largo plazo de 0,7pp (Gráfico III.21).

Asimismo, la apreciación del boliviano en relación al dólar y la ampliación del diferencial cambiario influyeron en otros aspectos complementarios: desalentó la práctica de efectuar transacciones corrientes en dólares, disminuyó la dolarización financiera y dinamizó el mercado cambiario privado. En cuanto al segundo aspecto, cabe remarcar que desde 2003 los depósitos en moneda nacional aumentaron su participación en 19,9pp y la cartera en 12,5pp.<sup>35</sup>

Contrariamente a lo que se habría esperado, estas apreciaciones no han afectado a la competitividad cambiaria, por los movimientos cambiarios externos y porque una menor inflación también contribuye al sector exportador. En ese sentido, las políticas monetaria y cambiaria continuarán orientándose fundamentalmente al control de la inflación, que se constituye en la contribución más importante para lograr un mayor dinamismo económico, a través del crecimiento sostenido de la inversión y el empleo.

**GRÁFICO III.21: CONTRIBUCIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA A LA INFLACIÓN**



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

<sup>35</sup> En el sistema financiero, los depósitos en MN pasaron de 6% a 25,9% y la cartera en MN de 2,4% a 14,9%.

# IV. Perspectivas y riesgos de la inflación

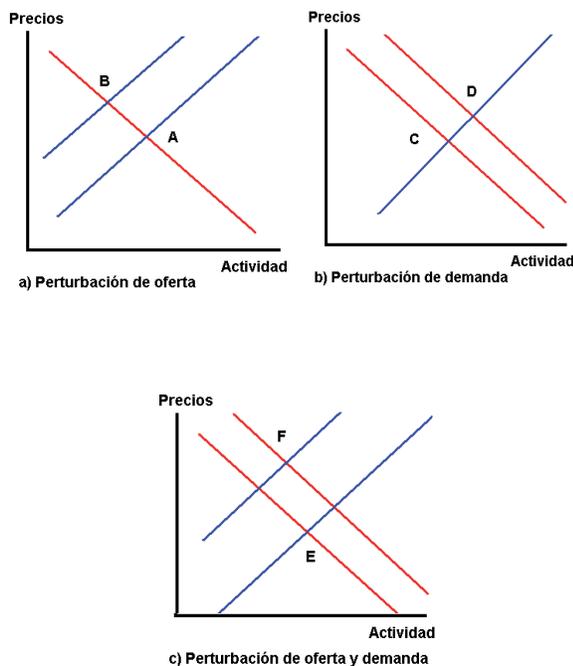
En esta sección se presentan los principales elementos de discusión sobre la trayectoria que seguiría la inflación en el bienio 2007-2008 y los riesgos asociados al escenario más probable, con la información disponible hasta el cierre de la presente publicación. El análisis se concentrará en las perspectivas para la actividad interna y externa, la inflación externa y el comportamiento cambiario, el desarrollo monetario y las finanzas públicas, todos relacionados con el comportamiento de la inflación. Luego se discutirá el escenario más probable del crecimiento de los precios, detallando los riesgos más importantes que se vislumbran a futuro.

## IV.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL

En el ámbito internacional, se prevé la continuidad del dinamismo económico, con una expansión mundial en torno a 5%. La principal fuente de incertidumbre proviene de la desaceleración de Estados Unidos y el estado de su mercado inmobiliario. El resto del mundo continuaría con una favorable expansión económica, incluyendo China que continuará observando un sólido crecimiento (en torno a 10%). Este contexto favorable promoverá el crecimiento de América Latina, cuyas economías estarán impulsadas tanto por las exportaciones como por la demanda interna. La continuidad del dinamismo externo por encima del potencial podría significar la aparición de presiones inflacionarias adicionales, que generarían una respuesta de política por los bancos centrales.

En el ámbito interno, el crecimiento estaría sustentado por la demanda interna, la cual mostraría el dinamismo observado en 2006. Sin embargo, en el primer trimestre del año la actividad se habría desacelerado por los efectos del fenómeno de El Niño, en especial la agricultura. Pese a la lenta evolución de la inversión privada, el impacto de El Niño (y de La Niña a mediados de año) y la desaceleración del sector minero, se prevé que el crecimiento se situaría en torno a 4%.

GRÁFICO IV.1: EFECTOS DE PERTURBACIONES DE OFERTA Y DEMANDA



En este punto, conviene señalar que los desequilibrios en la producción y el gasto tienen importantes repercusiones en los precios. Para entender este fenómeno de forma más clara y didáctica, se utiliza una representación simplificada del equilibrio macroeconómico. El Gráfico IV.1 muestra diagramas de demanda y oferta agregadas que son usuales para explicar el comportamiento de corto plazo de la economía en su conjunto.<sup>36</sup>

Por ejemplo, si existe un fenómeno climatológico (sequía, inundación o terremoto) o un conflicto de carácter generalizado (como bloqueo de caminos), entonces la oferta y la producción disminuyen, mientras que los precios aumentan (esto es, un movimiento del punto A al punto B). Éste hubiese sido el caso del impacto del fenómeno de El Niño durante el primer semestre del año, que se habría reflejado en la caída de la producción agrícola y el incremento de los precios de los productos de esta naturaleza. También podría reflejar los efectos del incremento de la inflación importada, pues nuestra economía importa insumos intermedios y de capital del exterior (el 77% de las importaciones en 2006 correspondieron a insumos de producción). En este caso, también se genera una caída de la producción y un aumento de los precios.

Por el contrario, si existe un aumento de la demanda (por mayores ingresos de la economía, mejores perspectivas a futuro, entre otros), la actividad y los precios se incrementan (movimiento de C a D). Esta sería la situación de la economía boliviana en los últimos años, en especial 2006, pues los incrementos de los ingresos del exterior por mejores precios y la mayor actividad externa habrían significado un incremento de la demanda, tal como se señala en la sección II.2.

Si ambos eventos ocurren simultáneamente (problemas de oferta e incremento de la demanda), el alza de los precios es mayor, mientras que la actividad podría aumentar o disminuir, dependiendo de la fuerza de ambas perturbaciones (movimiento de E a F). Esta habría sido la situación del primer semestre de este año por lo expuesto anteriormente.

<sup>36</sup> La demanda agregada muestra la disposición de los agentes económicos a gastar y se relaciona inversamente con el nivel general de precios, porque un aumento de los mismos reduce usualmente la capacidad de compra del dinero en poder del público, eleva las tasas de interés y, por ende, la disposición a gastar. En el caso de la oferta agregada, para cortos periodos de tiempo se puede presumir que un aumento de los precios puede implicar mayor producción, por los efectos en la caída de determinados costos reales de producción, en especial el salario real, lo cual incentiva la oferta.

En este sentido, las operaciones monetarias más activas y la apreciación cambiaria van en la dirección de moderar el crecimiento de la demanda, mitigar los efectos permanentes de estas perturbaciones y reestablecer la oferta a través de insumos menos caros para el proceso productivo. De esta forma, se espera que la producción retorne gradualmente hacia sus niveles de equilibrio una vez que los problemas de oferta se hayan revertido.

#### **IV.2 INFLACIÓN EXTERNA Y COMPORTAMIENTO CAMBIARIO**

Los desequilibrios comerciales de Estados Unidos se han reflejado en la depreciación del dólar respecto a la mayoría de las monedas del mundo. En ese contexto, las monedas de los principales socios comerciales de Bolivia han continuado apreciándose, en especial Brasil y Colombia, cuyo impacto se ha manifestado en el aumento de la inflación importada en el país, tanto de bienes de consumo como de insumos productivos. Este escenario es distinto al proyectado por el anterior IPM, donde se preveía que las monedas se depreciarían levemente respecto al dólar.

De igual forma, el incremento del precio internacional del trigo y problemas particulares en el mercado lácteo mundial por una sequía inusual en Australia, además de los efectos del fenómeno de El Niño en otros países, han significado aumentos de la inflación de nuestros socios comerciales, lo cual también ha generado una respuesta firme por parte de los bancos centrales de dichos países, anticipándose a probables incrementos de precios en 2008.

Como una forma de contrarrestar estas presiones, la apreciación de la moneda nacional ha sido más dinámica en los últimos meses. Además que se constituye en una señal para los precios que se fijan tomando como referencia el tipo de cambio, dado el carácter dolarizado de la economía boliviana. Esta estrategia de estabilización radica en el rol clave que tiene el tipo de cambio en las expectativas de los agentes económicos, pues es una variable económica fácil de monitorear y entender por parte de la población.

La apreciación de la moneda continuaría en la medida que persistan las presiones inflacionarias externas. En ese sentido, el Gráfico IV.2 muestra que las presiones inflacionarias han sido importantes en el caso de Brasil, Colombia y Chile, debido a la apreciación de sus monedas que ha encarecido los bienes que importa Bolivia, incluyendo los insumos intermedios.

También indica que el tipo de cambio en Bolivia ha tenido una trayectoria estable en comparación con los países señalados, pero con un importante desfase en la magnitud de depreciación del dólar estadounidense respecto al Boliviano.

La política cambiaria también destinará sus esfuerzos a un mayor uso del boliviano que permite enfrentar mejor los problemas de origen externo. Se espera que los niveles de dolarización en depósitos y cartera continúen disminuyendo, puesto que los incentivos están colocados al respecto (apreciación, *spread* cambiario, encaje legal e ITF).

### IV.3 ENTORNO MONETARIO

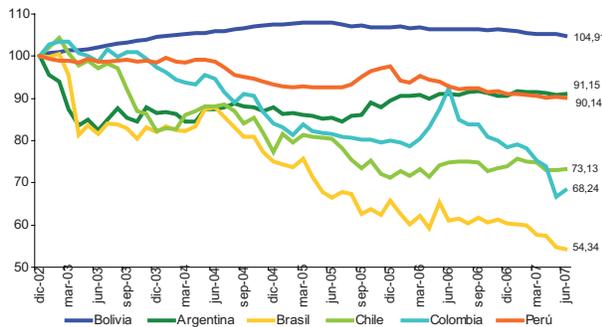
Durante los últimos años, la emisión monetaria y el circulante han crecido a tasas considerables (inclusive superiores al 50%). Este crecimiento no corresponde a una emisión inorgánica de dinero, pues la causa principal para que este fenómeno ocurra es la existencia de desequilibrio fiscal (déficit) con financiamiento monetario, aspecto que no se ha dado en los últimos dos años, debido a los superávits que ha conseguido el Fisco. Además que responde al proceso de remonetización del sistema financiero a partir de 2004.

Sin embargo, el crecimiento de los agregados monetarios en los últimos meses también ha reflejado el incremento del ingreso en poder de las personas, con limitaciones importantes por parte de la oferta productiva para proveer nuevos bienes. En ese sentido, la mayor circulación monetaria no es la causa de las presiones inflacionarias recientes, sino un reflejo de la mayor presión de la demanda agregada. Inclusive, el crecimiento monetario está relacionado con la subvaluación del Boliviano, pues los mayores ingresos por exportaciones en los últimos años han generado un exceso de dólares que han sido adquiridos por el BCB, incrementado las RIN y, de esa forma, los agregados monetarios.

Frente a este panorama, el BCB ha dinamizado considerablemente sus OMA. En efecto, las colocaciones netas de títulos durante el primer semestre, fueron dinámicas y ascendieron a Bs1.870 millones, monto superior al efectuado en toda la gestión 2006 (Bs1.172 millones). Las mismas contribuyen a moderar la demanda agregada.

Como puede verse en el Grafico IV.3, las OMA han crecido de forma importante: si hasta diciembre de

**GRÁFICO IV.2: TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DE PAÍSES SELECCIONADOS**  
(índices, diciembre de 2002 = 100)



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

2005 las OMA correspondían en promedio a 1,5% de uno de los agregados monetarios más amplios (M<sup>3</sup>), al cierre del primer semestre de 2007 se encuentran en torno a 8%, reflejando el importante esfuerzo monetario para contener la inflación. De esa forma, las OMA han servido para contraer la liquidez y moderar las expectativas de los agentes que participan en el mercado monetario.

En el curso de los siguientes meses continuaría el dinamismo de las OMA, con el fin de moderar la liquidez, que ha sido importante y se ha reflejado en la acumulación de RIN, a través de las compras de moneda extranjera. Este esfuerzo disminuiría la inflación gradualmente, pues es importante señalar que los estudios empíricos indican que las operaciones monetarias actúan sobre la inflación con rezagos (entre 10 a 24 meses), tanto en Bolivia como en el resto del mundo. Por lo tanto, las operaciones monetarias actuales no sólo están sirviendo para moderar la inflación en 2007, sino que fundamentalmente constituyen la base para sustentar una expansión de precios moderada en 2008.

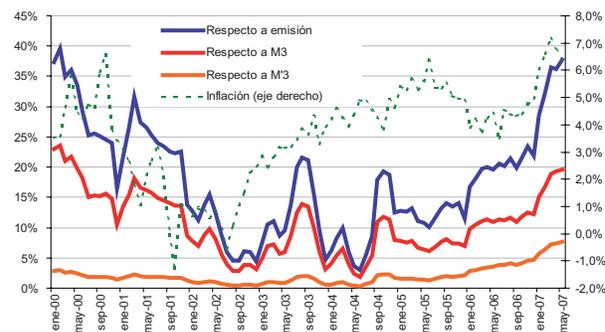
#### IV.4 FINANZAS PÚBLICAS

La experiencia boliviana indica que el gasto fiscal ejerce un importante efecto en la inflación, tal como se mostró en los anteriores IPM. Por ejemplo, el Gráfico IV.4 muestra que los periodos en los cuales se aceleró el gasto en servicios personales, la inflación también aumentó. Por lo tanto, es importante el adecuado control del gasto público para garantizar un entorno de inflación baja y estable.

El comportamiento de las finanzas públicas al primer semestre de 2007 continúa siendo favorable, registrando cifras positivas en el balance fiscal, aunque el programa financiero apunta a que se cerraría la gestión con un déficit de 2,3% del PIB. Sin embargo, el superávit acumulado hasta el primer semestre del año indica que probablemente se termine con un resultado más favorable.

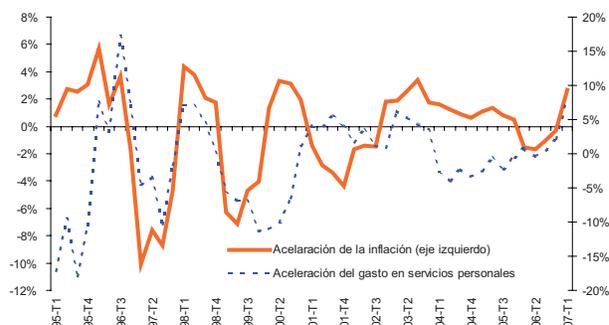
Indudablemente el incremento de los ingresos provenientes del sector de hidrocarburos por la venta de gas al exterior ha sido fundamental para la mejora en la situación fiscal. Aunque este incremento no ha sido correspondido con un alza de igual magnitud en el gasto público, algunas de sus categorías han estado aumentando de manera importante, especialmente por el incremento del gasto en los Gobiernos Municipales y las Prefecturas.

**GRÁFICO IV.3: RELACIÓN ENTRE OMAS Y AGREGADOS MONETARIOS E INFLACIÓN**  
(En porcentaje)



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

**GRÁFICO IV.4: ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN Y DEL GASTO EN SERVICIOS PERSONALES**  
(En porcentajes)



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

No obstante, las autoridades fiscales han manifestado su intención de garantizar el mantenimiento del equilibrio en las cuentas fiscales, para esto será necesario instituir los mecanismos necesarios, entre ellos el establecimiento de un fondo de estabilización para el manejo de los ingresos del sector de hidrocarburos y la implementación de los presupuestos plurianuales, ambos contemplados en el PND, las mismas que contribuirán de manera importante al manejo ordenado del gasto público.

#### **IV.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN**

El IPM anterior consideraba que la inflación en 2007 se situaría levemente por encima del punto central de la meta por los riesgos hacia el alza que se percibían en dicha oportunidad. Éstos correspondían a mayor gasto fiscal, los efectos del fenómeno de El Niño, conflictos sociales y aumentos salariales importantes.

De estos riesgos, el relacionado a los fenómenos naturales se ha concretado, pero con una fuerza mayor que la prevista por el IPM anterior. En efecto, las inundaciones y la interrupción de las vías de comunicación han ocasionado un incremento en los precios que se ha sentido con intensidad entre febrero y marzo de este año, con caídas en la producción agrícola.

Los otros riesgos se han manifestado parcialmente. Por ejemplo, en enero del año existieron conflictos sociales en Cochabamba que afectaron la inflación de dicho mes. Sin embargo, hasta el momento existe relativa calma social en el país sin consecuencias adicionales en los precios. Por su parte, el gasto fiscal ha aumentado aunque en menor proporción que los ingresos públicos. El gobierno central ha mantenido una posición fiscal cauta que no ha afectado significativamente a los precios; y la continuidad de esta orientación será fundamental para moderar el crecimiento de los precios. Sin embargo, el gasto de los gobiernos subnacionales ha sido cada vez mayor y podría haber afectado la trayectoria de los precios. Por otra parte, el favorable contexto externo e interno ha implicado el aumento de los ingresos de los agentes económicos, tanto por reajustes salariales en el sector público como por mayores ingresos en el sector privado, en especial la minería.

Un aspecto adicional, que no estaba contemplado en el IPM previo, corresponde a la modificación de precios relativos, en especial el caso del pan. El incremento del precio internacional del trigo ha ocasionado un

alza de este artículo en enero de 2007, con un efecto importante en la inflación del año y con la posibilidad latente de nuevos reajustes, en la medida que persistan estos desequilibrios en el mercado mundial de granos.

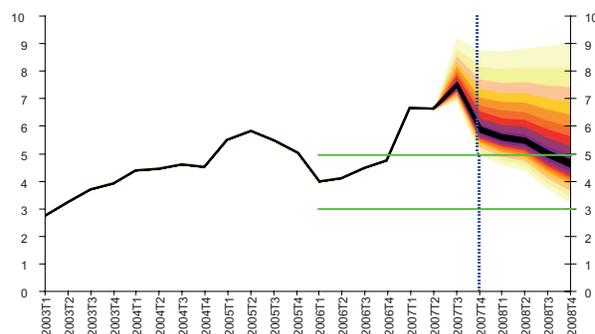
Por estas razones, la inflación acumulada en el primer semestre llegó a 3.66%. Con el objeto de controlar la expansión de los precios, el BCB actuó de manera firme para mitigar la inflación, incrementando sus OMA, aumentando el encaje legal, incrementando el límite para inversiones en el exterior de las AFP y compañías de seguro y apreciando a un mayor ritmo que en los semestres previos. Esta orientación comenzó gradualmente en 2006 y se ha acentuado en el presente año. Cabe notar que las consecuencias de estas políticas actúan con rezagos en las variables que determinan la inflación, por lo cual se presume que sus efectos se notarán cada vez más con mayor fuerza.

En ese sentido, se prevé que la inflación todavía aumentaría durante algunos meses del año, debido a ajustes en determinados precios relativos. De esa forma, los elementos anteriores son consistentes con una proyección de inflación para 2007 más alta que la planteada en el IPM de diciembre de 2006. En efecto, las perspectivas señalan que la variación del IPC terminaría 2007, por encima del rango meta propuesto por el BCB (entre 3% y 5%). No obstante, el indicador de inflación subyacente que utiliza el BCB terminaría por debajo de la variación del IPC, reflejando que una parte importante de las presiones inflacionarias recientes tienen naturaleza transitoria.

En cuanto a la proyección para 2008, las perspectivas del BCB apuntan a que la variación de precios serían menor que la que se observaría en 2007, con la expansión de precios situándose en torno a 5%. El Gráfico IV.5 resume el comportamiento descrito para la inflación en 2007 y 2008.

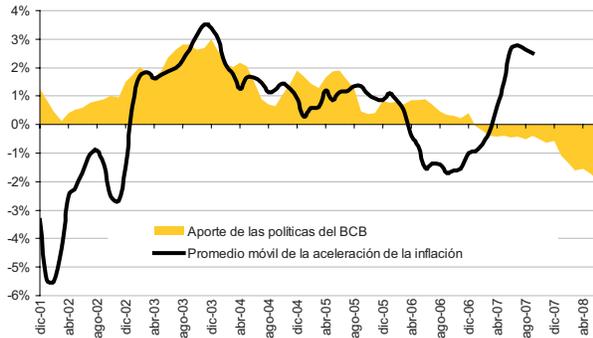
La concreción de este escenario dependerá de que no existan presiones adicionales en los siguientes trimestres como nuevos ajustes de precios relativos, mayor aceleración del gasto (privado y público), un aumento de la inflación importada, entre otros. También dependerá de que las expectativas inflacionarias en el sector privado se encuentren acotadas, por lo cual es importante preservar un clima de tranquilidad respecto a la solidez de la economía boliviana, para no generar incertidumbre infundada sobre futuros movimientos de precios.

**GRÁFICO IV.5: INFLACIÓN TRIMESTRAL OBSERVADA Y PROYECTADA**  
(En porcentajes)



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

**GRÁFICO IV.6: IMPACTO DE LA POLÍTICAS DEL BCB Y ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN (En porcentajes)**

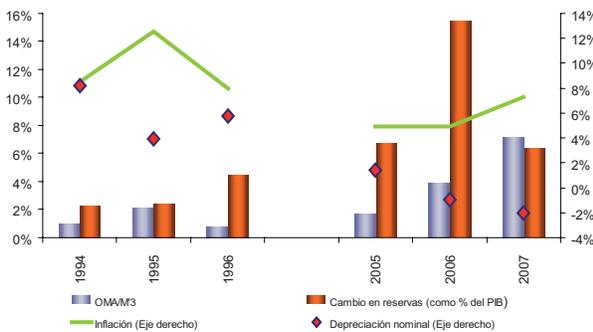


FUENTE: Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Esta proyección se sustenta principalmente en los efectos que tendrían las políticas activas del BCB en la dinámica de los precios. Considerando que las políticas monetaria y cambiaria operan con ciertos rezagos, es posible racionalizar un descenso gradual de la inflación. El Gráfico IV.6 muestra el efecto estimado de las políticas monetaria y cambiaria del BCB y la aceleración de la inflación.<sup>37</sup> El mismo señala que las políticas más activas posibilitarían una caída de la inflación de hasta dos puntos porcentuales hasta el primer semestre de 2008. En esa línea, la continuidad del rumbo de estas políticas podría posibilitar una caída mayor hacia finales del siguiente año.

Para reafirmar que los esfuerzos que está haciendo el BCB para controlar la inflación van en la línea correcta, conviene recordar la experiencia de 1995. Por similares razones por las que han aumentado los precios (en especial por desequilibrios temporales en los mercados internacionales de productos alimenticios), la inflación fue 1,5 veces la observada en el año precedente. Para reducir la inflación se aplicaron con éxito políticas similares a las actuales (mayores OMA y menor depreciación cambiaria), pues en 1996 la inflación retornó al nivel de 1994. Además que en 1995, se experimentó un fenómeno climatológico (sequía) que afectó al crecimiento de la agricultura y del PIB en general.

**GRÁFICO IV.7: POLÍTICAS DEL BCB E INFLACIÓN EN AÑOS SELECCIONADOS (En porcentajes)**



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

El Gráfico IV.7 resume dicha experiencia y señala que los esfuerzos monetarios en los dos últimos años han sido inclusive superiores a los de esos años (medidos como porcentaje de la medida más amplia de dinero). No obstante, este esfuerzo es concordante con la mayor liquidez de la economía que se refleja en la acumulación de reservas y consecuente incremento de la masa monetaria.

Con estos antecedentes, es posible señalar que los esfuerzos actuales en materia monetaria y cambiaria son consistentes con un descenso gradual de la inflación. El BCB seguirá utilizando de manera firme estas políticas para propender al cumplimiento de su principal objetivo.

Asimismo, conviene señalar que el crecimiento actual de los precios constituye un aumento puntual y no un alza de la inflación. Por lo tanto, un factor adicional que impulsaría este descenso es la mayor base de

<sup>37</sup> Para fines ilustrativos de este cálculo, se considera un efecto de la política monetaria de 0,1 por cada punto de crecimiento de la emisión, 0,2 por punto de depreciación y 0,15 por punto de apreciación. Además para considerar los rezagos y consistente con los estudios al interior del BCB, se considera que las políticas efectuadas actúan con un rezago de 12 meses.

comparación que representaría 2007 para el cálculo de la inflación en 2008.

#### **IV.6 BALANCE DE RIESGOS**

Entre los principales riesgos destacan un nuevo ajuste de precios relativos, de tal forma que productos y servicios cuyos precios hayan estado relativamente fijos tengan mayor probabilidad de experimentar un alza, con el objetivo de mantener la relación de precios respecto al IPC.

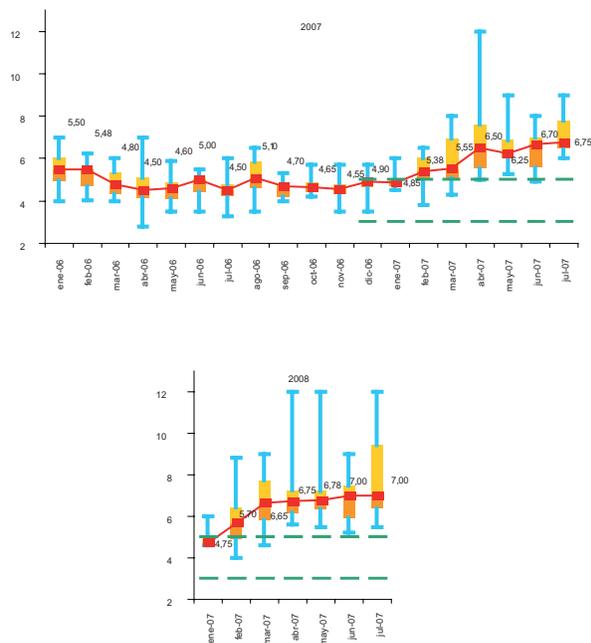
Por otra parte, el dinamismo de la demanda podría presionar a los precios si es que estos no son correspondidos con aumentos en la oferta agregada. En ese sentido, será importante que la formación de capital público y privado tengan mayor dinamismo. En el caso del primero, la concreción de los planes de inversión pública contemplados en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) es recomendable, toda vez que significarían un incremento del producto potencial y menores presiones inflacionarias de demanda.

Otro riesgo que persiste sobre la expansión de precios se relaciona con la trayectoria del gasto público, tanto a nivel nacional como departamental. En el caso del primero, son recomendables la programación plurianual y el presupuesto por resultados sugeridos por el PND, de tal forma que continúe y se consolide la favorable situación fiscal, que aportó de forma importante a la contención de las presiones inflacionarias. En cuanto a los gobiernos subnacionales, la implementación de un Fondo de Estabilización y Desarrollo, también contemplado en el PND, así como la responsabilidad fiscal serán claves para que la expansión de precios se sitúe dentro de límites razonables.

Una presión adicional sobre los precios se refiere a los aumentos salariales por encima del crecimiento de la productividad, en especial en el sector privado. En los últimos años, el sector público ha actuado de forma razonable al disponer aumentos salariales adecuados al objetivo de precios y de redistribución de la renta a favor de los estratos de ingresos más bajos. La continuidad de una política de esta naturaleza será favorable para mantener la estabilidad de precios. De igual forma, aumentos salariales relacionados con incrementos de la productividad laboral en el sector privado serán adecuados para que la inflación se mantenga.

Un riesgo adicional, pero menos cuantificable, se refiere a las propias expectativas de los agentes

**GRÁFICO IV.8: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL SECTOR PRIVADO, 2007-2008 (En porcentajes)**



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

económicos. El presente IPM señala que el BCB ha estado empleando las políticas adecuadas para moderar la expansión de los precios. De igual forma, el gobierno ha manifestado públicamente su intención de preservar la estabilidad de precios y ha actuado en esa línea. Por lo tanto, no es pertinente generar mayores expectativas de inflación que podrían crear una especie de “profecía auto-cumplida”. Sin embargo, los fundamentos de la economía boliviana indican que se retornaría gradualmente a tasas menores de crecimiento de los precios. Inclusive, los agentes privados muestran que las perspectivas de precios son acotadas, según los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas que mensualmente efectúa el BCB al sector privado (Gráfico IV.8).

En ese sentido, las acciones recientes del BCB (mayores OMA, incremento del encaje legal y apreciación de la moneda nacional) reflejan el compromiso del ente emisor con la estabilidad macroeconómica, cumpliendo los mandatos de la Ley y del PND. Con el fin de atenuar las expectativas inflacionarias, el BCB seguirá actuando de manera firme para controlar la inflación.

Como una forma de anclar las expectativas de los agentes económicos, el BCB ha optado por mantener la meta entre 3% y 5%, puesto que las acciones de la autoridad monetaria y la continuidad de la disciplina fiscal son consistentes con un entorno de estabilidad monetaria y de precios.

De esa forma, el BCB está comprometido con la estabilidad macroeconómica y con la preservación de los ingresos, en especial de los sectores más pobres. Para lograr ello, el BCB está empleando firmemente los instrumentos que tiene a su alcance, pero sin comprometer el crecimiento económico ni el empleo.