

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

**Enero 2009**



**Banco Central de Bolivia**

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

---

ENERO 2009

**Banco Central de Bolivia**



# Índice

PRESENTACIÓN.....	5
RESUMEN .....	7
I. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN .....	11
I.1 Evolución reciente de la inflación .....	11
I.2 Inflación por capítulos.....	14
I.3 Inflación por ciudades .....	14
I.4 Otros indicadores de presiones inflacionarias .....	15
I.5 Factores que explican el comportamiento de la inflación .....	17
I.5.1 Inflación importada .....	18
I.5.2 Medidas de política monetaria y cambiaria.....	19
I.5.3 Recuperación de la oferta de productos.....	20
I.5.4 Demanda interna.....	21
I.5.5 Expectativas y especulación .....	22
II. CONTEXTO INTERNACIONAL .....	25
II.1 Mercados financieros y movimiento de capitales.....	25
II.2 Actividad económica mundial.....	28
II.3 Precios de productos básicos.....	31
II.4 Inflación internacional.....	33
Recuadro II.1: Probable impacto de la crisis en la economía boliviana .....	35
Recuadro II.2: ¿Por qué la inflación en Bolivia fue más alta que en otros países? .....	37
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO .....	41
III.1 Producción y gasto .....	41
III.1.1 Crecimiento por sectores .....	42
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto .....	43
III.2 Finanzas públicas .....	44
III.3 Demanda externa y balanza de pagos.....	46
III.4 Intermediación financiera.....	48

IV. POLÍTICAS DEL BCB .....	51
IV.1 Política monetaria.....	51
IV.1.1 El programa monetario.....	51
IV.1.2 Comportamiento de los agregados monetarios .....	53
IV.1.3 Operaciones de mercado abierto .....	54
IV.1.3.1 Tasas de interés del mercado monetario.....	56
IV.1.4 Encaje legal .....	57
IV.2 Política cambiaria.....	59
IV.2.1 Evolución reciente de la política cambiaria .....	59
IV.2.2 Perspectivas de la política cambiaria.....	63
Recuadro IV.1: Evolución reciente de las RIN del BCB .....	66
Recuadro IV.2: Los mercados cambiarios en la coyuntura reciente .....	68
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN.....	71
V.1 Contexto internacional .....	71
V.2 Contexto nacional.....	73
V.3 Perspectivas de la inflación .....	74
V.4 Balance de riesgos.....	76
Recuadro V.1: La proyección de la inflación en el BCB .....	78

# Presentación

El Banco Central de Bolivia (BCB) es la principal autoridad monetaria y cambiaria del país, según lo determina la Ley 1670. Su misión consiste en preservar el valor adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social del país. Esto significa que el BCB debe velar por el control de la inflación y así contribuir a la estabilidad macroeconómica del país. Por tanto, esta tarea es uno de los objetivos centrales de la Política Monetaria, porque la inflación no sólo afecta a la asignación de los recursos y al crecimiento de la economía, sino que perjudica especialmente a los sectores más vulnerables de la sociedad.

Como institución de servicio público, según la Ley, el BCB rinde cuentas a la sociedad anualmente por medio de su *Memoria Institucional*. Para informar al país, a los agentes económicos y promover la transparencia en el servicio público, desde el año 2006 el ente emisor publica semestralmente el *Informe de Política Monetaria* (IPM), que describe la evolución reciente de la inflación y sus perspectivas para el bienio en curso. Entre cada IPM, la autoridad monetaria además publica el *Reporte de Inflación*, que compara la evolución de la inflación observada con la inflación proyectada en el IPM previo. En este IPM se analiza la evolución de la inflación en el segundo semestre de 2008 y se proyecta la inflación para el escenario económico más probable en el bienio 2009-2010.

Es muy importante tener en cuenta que a partir de 2007, la inflación en el mundo, América Latina y Bolivia experimentó un repunte asociado con el incremento de los precios de las materias primas, la elevada liquidez en los mercados financieros y el fuerte dinamismo de la demanda mundial, en especial de China, India y otros países emergentes. El incremento en los precios fue mayor en Bolivia como resultado de la incidencia de los efectos de dos fenómenos climatológicos en forma consecutiva (El Niño y La Niña), el repunte de la inflación importada por la

depreciación del dólar en las economías vecinas, la especulación, especialmente en algunos productos alimenticios básicos, y el aumento de las expectativas amplificadas por algunos agentes de la sociedad.

Sin embargo, a partir del segundo semestre de 2008 el contexto internacional cambió radicalmente por la caída de los precios internacionales de las materias primas y de los alimentos, y también por la apreciación de la divisa estadounidense en un contexto de desaceleración mundial. Estos aspectos, junto al efecto de las políticas aplicadas por el BCB y las políticas del Gobierno, explican el descenso de la inflación cuya evolución estuvo en línea con las previsiones del IPM de julio de 2008.

Se estima que este descenso continuará en los siguientes trimestres y que la inflación convergerá a niveles más moderados, como resultado del descenso de la inflación importada, la concreción plena de las políticas del BCB y la reducción de la brecha de actividad económica. Frente a ello, las políticas del ente emisor se orientarán a la consolidación de la caída de la inflación, pero con énfasis en la prevención de que los choques externos o internos afecten eventualmente a la economía boliviana.

El descenso observado y proyectado del nivel general de precios es una muestra del compromiso institucional del BCB con la sociedad en su labor de promover tasas de inflación que sean concordantes con el concepto de "Vivir bien", en un entorno de estabilidad macroeconómica y adecuado crecimiento de la economía.

El presente IPM fue aprobado en la sesión ordinaria del Directorio de la institución en fecha 28 de enero de 2009 y representa la visión de las autoridades y del equipo técnico sobre la trayectoria pasada y futura de la inflación.

**Enero de 2009**

## Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 27 de enero de 2009. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

# Resumen

Luego de alcanzar un máximo de 17,3% en junio de 2008, la inflación interanual o a doce meses descendió significativamente en el segundo semestre hasta registrar un 11,8% en diciembre, tasa muy cercana al 12% proyectada en el Informe de Política Monetaria (IPM) de julio de 2008.

Los principales riesgos hacia el alza señalados en el IPM de julio de 2008, como la inflación internacional, la inercia inflacionaria y las expectativas de inflación, no se materializaron. Por el contrario, los factores predominantes fueron favorables a la baja y tuvieron incidencia determinante en el comportamiento de los precios, como la reducción de las presiones importadas, la mejora en el abastecimiento de productos alimenticios asociada a la recuperación de la actividad agrícola y a las medidas aplicadas por el Gobierno y, en menor medida, la moderación de las expectativas inflacionarias. Además, las políticas monetaria y cambiaria para el control de la inflación aplicadas desde 2007, cuyos efectos tienen rezago, tuvieron también un aporte significativo, junto con una adecuada política fiscal.

La menor inflación importada se originó en la rápida reducción de los precios internacionales de productos alimenticios y energéticos, y en la depreciación de las monedas de los principales socios comerciales, permitiendo reducir los costos de importación de insumos y de bienes finales. Asimismo, la recuperación de la producción agrícola e industrial alimenticia, la menor presencia de fenómenos climatológicos adversos y las políticas del Gobierno en productos estratégicos mejoraron el abastecimiento de los mercados y ayudaron a revertir la tendencia creciente de la inflación de alimentos. Finalmente, la moderación de las

expectativas de inflación permitió limitar los ajustes de precios relativos y, junto a las medidas de política monetaria y cambiaria, reducir la inercia de la inflación. En efecto, los indicadores alternativos de inflación "inflación subyacente" e "inflación núcleo", que excluyen el efecto de los precios más volátiles y de los precios regulados y se constituyen en la inflación relevante para la política monetaria, señalan que ésta disminuyó a un nivel en torno a 9% a finales de 2008.

En el ámbito externo, la acentuación de la crisis financiera internacional afectó profundamente a las economías desarrolladas con repercusiones que han ido más allá del ámbito financiero provocando la caída del producto y afectando el nivel de empleo. En un escenario de creciente morosidad de los préstamos y sustanciales pérdidas bancarias, la reducción rápida de la inflación facilitó a los gobiernos de los países desarrollados a establecer políticas fiscales y monetarias expansivas, así como programas de provisión de liquidez, rescate o nacionalización de bancos y aumentos de capital. Éstos fueron insuficientes para contener la pérdida acarreada por la desvalorización de sus activos, generando restricciones crediticias con efectos negativos sobre el sector real. Así, las tasas de crecimiento en 2008 fueron menores a las previsiones iniciales y las proyecciones para 2009 fueron revisadas sustancialmente hacia la baja. Las tasas de desempleo alcanzaron niveles elevados en las principales economías avanzadas.

Para las economías emergentes y en desarrollo, los efectos del contexto macroeconómico internacional se reflejaron en movimientos de capital que generaron volatilidad en los mercados cambiarios y de las bolsas de valores, menor demanda externa y disminución de

los precios de exportación. Como resultado de la incertidumbre asociada, la recomposición de inversiones en búsqueda de rentabilidad libre de riesgo ("huída a la calidad") derivó en caídas de los índices bursátiles y altas depreciaciones de sus monedas. Aunque en las últimas semanas los mercados parecieran haberse estabilizado, persiste la incertidumbre y crisis de confianza.

A pesar de que en las economías emergentes la desaceleración de la actividad económica y los efectos negativos sobre sus sistemas financieros fueron menos severos, debido a los sólidos fundamentos macroeconómicos y la fortaleza de sus sistemas financieros, pero vieron alterados su normal funcionamiento presentándose restricciones crediticias. La caída de la demanda internacional junto al desestímulo que originó la disminución de los precios de productos exportables, repercutió en menores tasas crecimiento económico. Al igual que en las economías desarrolladas, para contrarrestar estos efectos, se están aplicando políticas fiscales y monetarias expansivas que promuevan el financiamiento de la inversión y la demanda interna.

En el caso de la economía boliviana, como lo habían señalado el BCB y el Gobierno, los efectos iniciales de la crisis financiera internacional fueron limitados por su baja inserción al mercado financiero internacional y por los favorables indicadores del sector real, fiscal, externo y, principalmente, de intermediación financiera que muestran una menor vulnerabilidad. Además, ambas instancias reaccionaron oportunamente al moderar el ritmo de contracción de la liquidez, reducir los incentivos para la salida de capitales al exterior, incrementar la oferta de divisas en el bolsín y establecer normas orientadas a que las entidades financieras internalicen los riesgos de la dolarización.

El crecimiento de la economía al tercer trimestre fue de 6,5%, estimulado por el consumo privado y la inversión. En los sectores extractivos, la minería presentó un elevado crecimiento debido a la actividad del proyecto San Cristóbal, mientras que la producción de hidrocarburos creció en 3,6% y como resultado de mayores inversiones se espera una mayor producción para los próximos años. Destaca también la recuperación del sector agrícola, luego del descenso por factores climatológicos. Acompañó el crecimiento

de la industria manufacturera y del sector de servicios, aunque a tasas levemente menores que en la gestión anterior pero por encima de sus promedios históricos.

Por tercer año consecutivo, el Sector Público No Financiero (SPNF) obtuvo un alto superávit fiscal, debido a mayores ingresos por la venta de hidrocarburos y las recaudaciones tributarias, así como un comportamiento moderado del gasto que privilegió la inversión pública. Las cuentas externas también fueron superavitarias, principalmente como resultado del incremento del valor y volumen de las exportaciones y de las remesas familiares, configurando los llamados "superávit mellizos", que son indicadores de los adecuados fundamentos económicos de la economía boliviana.

Pese a que la caída de los precios internacionales de las materias primas es el principal canal por el cual la crisis económica internacional afecta a Bolivia, esta disminución tuvo un efecto diferido en el tiempo por la naturaleza de los contratos de exportación de hidrocarburos, por lo que el impacto en las cuentas externas y fiscales fue limitado. Los efectos se manifestarán en la presente gestión; y su severidad dependerá del rumbo que sigan las cotizaciones internacionales de nuestros productos de exportación. Al cierre de esta edición, la mayor parte de estos precios mostraron recuperaciones con respecto al nivel alcanzado a fines de 2008.

Respecto a la actividad financiera, debido a su fortaleza y a su menor grado de inserción a los mercados internacionales de capitales, no tuvo los sobresaltos que se presentaron en otros países, donde cayeron significativamente sus bolsas de valores, enfrentaron restricciones de liquidez y tuvieron que depreciar fuertemente sus monedas. El país recibió dicho efecto por el lado de las variaciones cambiarias en otros países y que influyeron en el aumento de las expectativas de depreciación del boliviano. El sistema financiero y la población aumentaron la preferencia por moneda extranjera; y a partir del mes de octubre de 2008 cambió de dirección el proceso de remonetización de los depósitos que se había estado experimentando desde 2005, por lo que aumentó levemente el grado de dolarización de los mismos. Sin embargo, el sistema financiero registró una sostenida mejora en sus indicadores financieros y un continuo

crecimiento en sus captaciones y colocaciones, mostrando una solidez y una fortaleza que contribuyó a la estabilidad financiera del país.

Las políticas aplicadas por el BCB, que estuvieron dirigidas a reducir el componente permanente de la inflación, cambiaron su orientación durante el último trimestre de 2008. En efecto, en un contexto de fuerte acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) hasta septiembre de 2008, el BCB emitió títulos mediante Operaciones de Mercado Abierto (OMA) e implementó medidas de encaje legal para retirar los excedentes de liquidez en la economía que habrían tenido mayores impactos inflacionarios. Estas medidas se complementaron con la acumulación de depósitos del SPNF en el Ente Emisor, lo que coadyuvó a una menor necesidad de OMA y de incrementos en las tasas de interés.

Luego de que la inflación cambió de tendencia y conforme descendió el ritmo de acumulación de RIN, la política monetaria, consecuente con su orientación contracíclica, disminuyó la oferta de títulos y las colocaciones netas en OMA. Hasta el tercer trimestre de 2008, el esfuerzo de la política monetaria alcanzó niveles históricos, ya que la relación OMA a emisión monetaria subió de 21,3% a finales de 2006 a 91,6% en septiembre de 2008, lo que significa que por cada boliviano emitido, cerca de 92 centavos fueron retirados mediante OMA. Con el cambio de orientación en el último trimestre, este indicador descendió a 83,3% en diciembre de 2008.

También es importante aclarar que la deuda interna del Banco Central que se generó mediante OMA corresponde a recursos que están resguardados en el BCB y que están retornando a la economía en la medida que ésta pueda absorberlos, proceso que ya se inició en el último trimestre de 2008. Con ello, el BCB permite expandir el crédito para contrarrestar los efectos que la crisis financiera internacional pueda tener en la actividad real.

De manera similar, la política cambiaria de apreciación, que tuvo el propósito de contrarrestar las presiones inflacionarias de origen importado, fue dinámica hasta el segundo trimestre, gradualmente redujo su intensidad hasta octubre de 2008 y en el último bimestre la paridad se mantuvo estable. La política cambiaria hasta

septiembre de 2008 fue consistente con el exceso de oferta de moneda extranjera y permitió una elevada acumulación de RIN hasta llegar a un nivel cercano al 45% del PIB, que sitúa al país en mejores condiciones para enfrentar la crisis global. En efecto, cuando se modificaron las condiciones del entorno como resultado de la crisis financiera internacional y se depreciaron las monedas de los principales socios comerciales aumentó la demanda por moneda extranjera, lo que impulsó al BCB a incrementar la oferta diaria de dólares en el Bolsín (desde \$us15 millones a \$us50 millones) evitando que las expectativas de depreciación de la moneda nacional respecto al dólar continúen en ascenso.

Si el BCB hubiera seguido un comportamiento similar a los países con regímenes de flotación libre (ya sea administrada o según las fuerzas del mercado), el tipo de cambio habría tenido un comportamiento muy volátil. En una primera etapa desde 2003, la moneda nacional habría experimentado una fuerte apreciación y no se habrían acumulado RIN; y, en una segunda etapa a partir de septiembre de 2008, con la agudización de la crisis financiera internacional, se habría registrado una fuerte depreciación de la moneda nacional, tal como fue la trayectoria de los tipos de cambio de los países vecinos. Dada la característica de economía todavía altamente dolarizada, estos movimientos volátiles del tipo nominal habrían afectado al sistema financiero, al público y a la actividad productiva, debido a cambios severos en las posiciones deudoras o acreedoras netas en moneda extranjera de las familias y las empresas. Sus efectos también habrían repercutido en la actividad económica, a través de los precios de los insumos intermedios y de capital importados. Por el contrario, los movimientos de la paridad fueron graduales para evitar estos problemas y el tipo de cambio nominal tuvo una trayectoria menos volátil.

Como resultado de un entorno externo adverso y la incertidumbre sobre la duración de la crisis de las principales economías desarrolladas junto con la pérdida de dinamismo de las economías emergentes, se prevé para 2009 una disminución del crecimiento externo relevante para Bolivia. Sin embargo, el descenso que se observó en los precios internacionales de los productos básicos, especialmente de alimentos, y un posible escenario en que las monedas de los

socios comerciales podrían permanecer estables, permite prever una reducción significativa de la inflación externa relevante para Bolivia.

Producto de la caída en los precios internacionales y de la actividad económica global, se estima que el crecimiento económico se desacelerará a una tasa en torno a 5% para los años 2009 y 2010. No obstante ello, en la medida que maduren los proyectos de inversión pública y privada se observaría un gradual incremento del producto potencial.

Por el lado de la demanda, se proyecta un menor crecimiento del consumo privado debido al efecto en el ingreso nacional que la menor expansión de la actividad económica, los menores ingresos por exportación y la reducción en el flujo de remesas tendría. Junto a la moderación del gasto público, las presiones de demanda no serían un factor inflacionario en 2009.

La desaceleración de la demanda externa incidirá en un posible saldo negativo de las cuentas corriente y global de la balanza de pagos, y en un saldo fiscal negativo por las repercusiones en los ingresos fiscales y el incremento en la inversión pública, revirtiéndose los superávits mellizos luego de tres años continuos, lo cual es coherente con el nuevo entorno que enfrenta la economía boliviana.

Consistente con el escenario interno y externo esbozado, las perspectivas de inflación para el bienio 2009-2010 señalan que continuará el período de estabilización gradual ya observado a partir de mediados de 2008. Este escenario asume que los precios de los bienes transables no perecibles continuarían en las cotizaciones internacionales observadas en las últimas semanas, salvo algunos precios de productos alimenticios que podrían aumentar debido a problemas de oferta; la producción agrícola interna no se vería afectada por factores climatológicos

tan adversos como en el pasado; las presiones por el lado de los costos continuarían reduciéndose; se supone que se mantendría la subvención al precio de los carburantes y el abastecimiento energético sería normal y fluido en todo el país; y no se realizarían ajustes importantes en los precios de los bienes y servicios regulados.

Con relación a las expectativas, se prevé que sigan moderándose en la medida que prosiga la caída efectiva en los precios al consumidor y continúen operando los efectos de las políticas aplicadas por el BCB y por el Gobierno. Respecto al componente tendencial de la inflación, las proyecciones indican la reducción paulatina de este indicador por la caída de la inflación internacional, la desaceleración del gasto interno y los efectos plenos de las políticas monetaria y cambiaria. De este modo y tal como se señaló en el IPM de julio de 2008, se espera que la inflación termine en torno a 8% en 2009. En 2010 la caída sería más gradual debido a que las políticas económicas estarán orientadas a mitigar los efectos de la crisis internacional en la economía boliviana, por lo que la inflación tendería a converger en torno a 6%.

El balance de riesgos se encuentra equilibrado y, como el BCB lo ha hecho antes, frente a un desvío del escenario central de inflación, sus políticas reaccionarán de acuerdo con las circunstancias. Los principales riesgos hacia el alza están asociados con la incertidumbre por problemas sociales y políticos, presiones por un posible incremento del gasto fiscal y su efecto en la demanda agregada, e incertidumbre sobre el curso futuro de los precios internacionales de algunos productos alimenticios por problemas en la oferta, como la sequía en Argentina. En cuanto a los riesgos a la baja, éstos son los efectos de la disminución de la actividad económica externa y de los precios externos (en especial alimentos y energéticos) y la menor entrada de recursos a la economía, especialmente remesas del exterior.

# I. Comportamiento reciente de la inflación

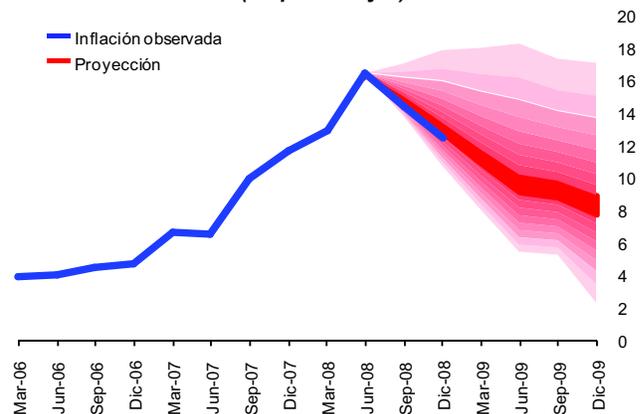
*El escenario de inflación cambió drásticamente durante el segundo semestre de 2008. Tal como se pronosticó en el Informe de Política Monetaria (IPM) de julio de 2008 la variación de precios comenzó una senda decreciente. En efecto, luego de una tasa interanual máxima de 17,3%, registrada en junio de la pasada gestión, ésta disminuyó a 11,8% en diciembre. El descenso se explica por el efecto de las políticas aplicadas durante 2007 y 2008, la reducción de la inflación importada, en especial en el último trimestre, el normal aprovisionamiento de productos alimenticios a los mercados por mejores condiciones climáticas y medidas del Gobierno, y menores expectativas de inflación y especulación.*

Los riesgos hacia el alza (especialmente relacionados con el contexto externo) señalados en el IPM de julio no se concretaron y aquellos a la baja fueron de mayor intensidad, hechos que explican una reducción levemente mayor que la prevista en el escenario más probable de ese Informe (Gráfico I.1).

## I.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN<sup>1</sup>

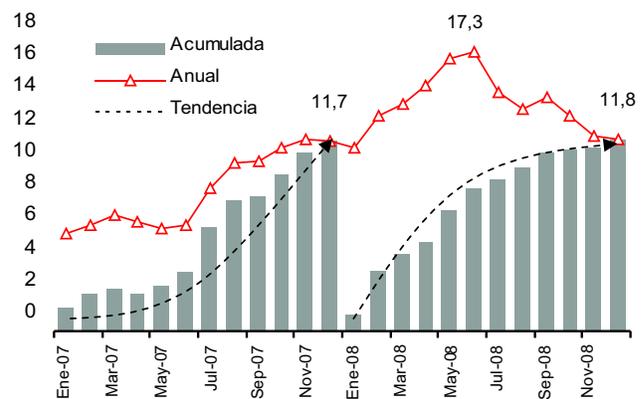
En el año 2008 la variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó 11,8%, consistente con la tasa de 12% prevista en el IPM de julio de 2008 y similar a la observada en 2007 (11,7%). La reducción de la tasa de inflación a diciembre de 2008 fue significativa, pues fue menor en 5,5 puntos porcentuales (pp) respecto a la de junio, mes en el que alcanzó su nivel más alto (17,3%). Este comportamiento también se aprecia en la evolución de la inflación acumulada que mostró una clara desaceleración en comparación a 2007 (Gráfico I.2).

**GRÁFICO I.1: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA EN EL IPM DE JULIO DE 2008**  
(En porcentajes)



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

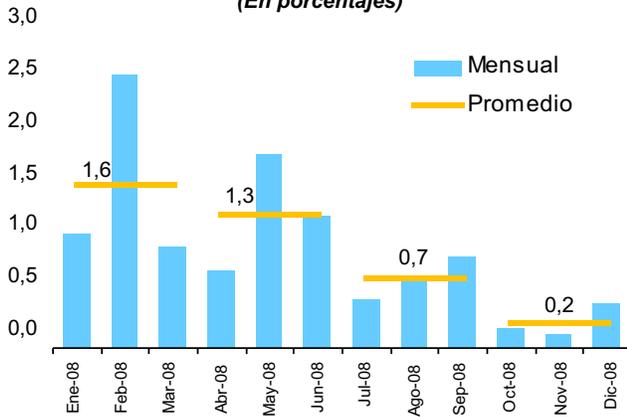
**GRÁFICO I.2: INFLACIÓN ACUMULADA Y ANUAL**  
(En porcentajes)



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

<sup>1</sup> Esta sección utiliza información concatenada del IPC base 1991 hasta marzo de 2008 y del IPC base 2007 desde esa fecha en adelante.

**GRÁFICO I.3: INFLACIÓN MENSUAL**  
(En porcentajes)

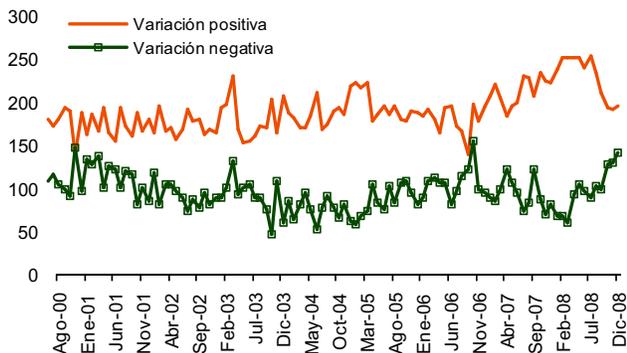


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Durante el primer semestre, la inflación promedio mensual fue superior a 1,5%, principalmente por los altos índices inflacionarios registrados en los meses de febrero y mayo. Por el contrario, en el tercer trimestre este promedio se redujo a 0,7% y en el cuarto a 0,2% (Gráfico I.3).

Las menores presiones inflacionarias también se evidencian al comparar el número de artículos de la canasta del IPC cuyos precios aumentaron con aquellos que experimentaron reducciones. El número de artículos con incrementos de precios alcanzó su máximo nivel en julio de 2008 cuando el 70% de los 364 artículos experimentaron aumentos. Este comportamiento se revirtió en los últimos meses de 2008, disminuyendo hacia su nivel de tendencia promedio (Gráfico I.4).

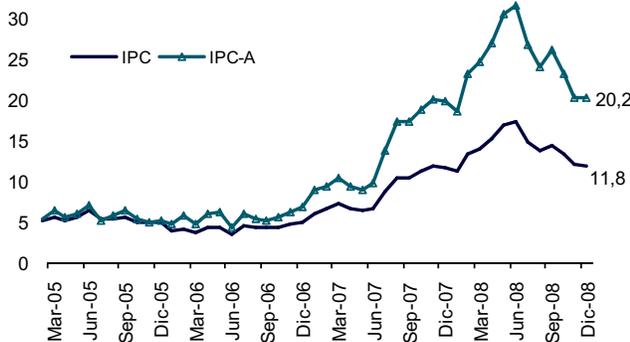
**GRÁFICO I.4: NÚMERO DE PRODUCTOS QUE AUMENTARON Y DISMINUYERON DE PRECIO (\*)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (\*) Ajustado por el cambio de año base del IPC de 2007.

El menor crecimiento de los precios de los alimentos en el mercado interno fue decisivo para el descenso de la inflación total. El Índice de Precios al Consumidor de Productos Alimenticios (IPC-A), que registró una tasa anual máxima de 31,6% en junio de 2008, descendió 11,4pp situándose en 20,2% en diciembre del mismo año (Gráfico I.5).

**GRÁFICO I.5: INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN DE ALIMENTOS (\*)**  
(Variaciones anuales en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: IPC - A : Índice de Precios al Consumidor de Productos Alimenticios (\*) Incluye alimentos y bebidas consumidos dentro y fuera del hogar.

El Índice de Precios al Consumidor sin Alimentos (IPC-SA, que excluye los alimentos y bebidas del IPC) presentó un incremento de 4,9% en diciembre de 2008, inferior al registrado un semestre atrás (5,4%). Por otro lado, el Índice de Precios al Consumidor sin Alimentos y Combustibles (IPC-SAC, que además excluye los artículos derivados del petróleo como gas natural, gas licuado, gasolina y diesel; y los servicios de transporte urbano, interdepartamental y aéreo) se incrementó ligeramente en 0,2% en los últimos seis meses frente a 6,1% en junio de 2008 (Gráfico I.6).<sup>2</sup>

Los indicadores de tendencia inflacionaria (núcleo y subyacente), que miden la inflación relevante para decisiones de política monetaria y cambiaria, registraron incrementos menores al del IPC, en torno a 9%, es decir menor a dos dígitos. La inflación subyacente a fines de 2008 fue de 9,3%,<sup>3</sup> con una reducción de 5,2pp con relación al dato interanual de junio de 2008

<sup>2</sup> El IPC-A, IPC-SA, IPC-SAC son estimados por el BCB.

<sup>3</sup> Este indicador excluye los 5 artículos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional.

(14,5%). Por su parte, el núcleo inflacionario fue de 9,1% y registró una caída de 1,4pp en similar período (Gráfico I.7).<sup>4</sup>

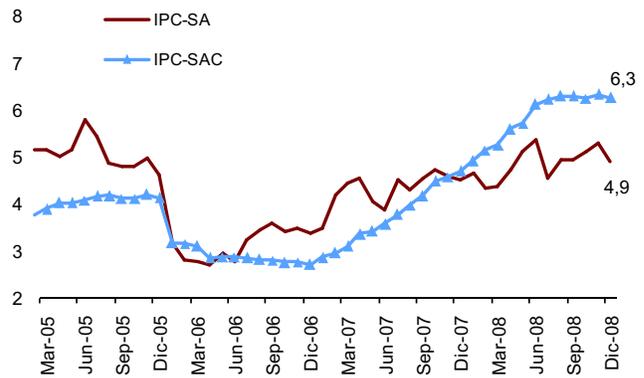
La disminución del núcleo inflacionario durante el segundo semestre se debió principalmente a la caída en el componente "alimentos y bebidas", cuya tasa de inflación anual pasó de 18,3% en junio de 2008 a 11,2% al finalizar el año debido principalmente a la reducción en los precios de la papa, el aceite comestible y otros alimentos con elevada incidencia sobre el IPC. Por su parte, el componente "no alimentos" registró una variación de 7,6%, similar a la de mediados de año, 7,4% (Cuadro I.1).

La inflación fuera del núcleo, que agrupa a un conjunto de bienes con precios más volátiles y susceptibles a choques específicos o cuyos precios se encuentran regulados, también disminuyó, pues pasó de 23,2% en junio a 14,8% en diciembre de 2008. Al igual que en el caso del núcleo, esta baja se debió en gran medida a la disminución de la inflación de alimentos en más de 14pp en el mismo periodo. Vale la pena destacar el hecho de que la inflación del "no núcleo" en el primer semestre de 2008 subió en mayor proporción (23,2%) que la del "núcleo" (10,4%) debido primordialmente al incremento substancial que se registró en el precio de los alimentos no perecederos (80,62%) durante la primera mitad del año.

Los precios de los servicios de transporte registraron una variación negativa en diciembre (-1,4%). Los precios de bienes y servicios regulados experimentaron un incremento moderado (8,4%) explicado por el ajuste de precios en las tarifas de electricidad y agua potable. Finalmente, los precios de los combustibles no registraron variación ya que continuaron subvencionados por el Gobierno, aún cuando el precio internacional del petróleo alcanzó niveles históricos.

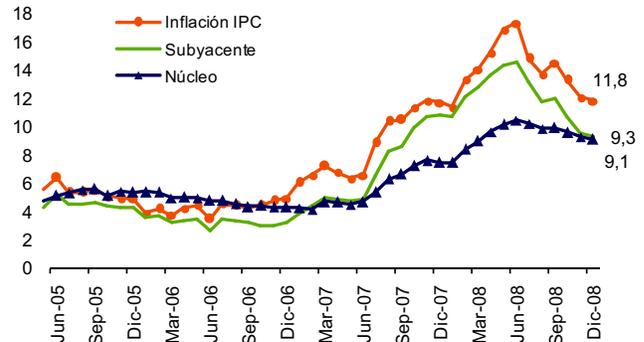
<sup>4</sup> El núcleo inflacionario excluye los bienes y servicios cuyos precios presentan alta volatilidad (como el caso de algunos productos agrícolas perecederos) y los de carácter regulado (precios que son controlados o influidos por el gobierno).

**GRÁFICO I.6: INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y SIN COMBUSTIBLES**  
(Variaciones anuales en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: IPC-SA: Índice de Precios al Consumidor Sin Alimentos.  
IPC-SAC: Índice de Precios al Consumidor Sin Alimentos, Combustibles y Transporte.

**GRÁFICO I.7: INFLACIÓN, INFLACIÓN SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO**  
(Variaciones anuales en porcentajes)



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

**CUADRO I.1: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO**  
(Variaciones anuales en porcentajes)

	Jun-07	Sep-07	Dic-07	Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dic-08
<b>Núcleo</b>	<b>4,69</b>	<b>6,63</b>	<b>7,43</b>	<b>8,97</b>	<b>10,44</b>	<b>9,91</b>	<b>9,06</b>
Alimentos	5,22	9,90	11,22	15,43	18,32	15,66	11,18
No alimentos	4,47	5,30	5,89	6,32	7,44	7,75	7,57
Bienes	3,88	4,70	5,39	6,22	7,82	8,15	7,08
Servicios	5,57	6,41	6,82	6,51	6,69	6,98	8,56
<b>No Núcleo</b>	<b>8,21</b>	<b>13,71</b>	<b>15,26</b>	<b>18,25</b>	<b>23,20</b>	<b>18,40</b>	<b>14,84</b>
Alimentos	9,65	18,33	21,78	31,80	37,32	32,69	23,20
Perecederos	9,74	16,92	19,13	29,03	32,74	34,97	22,42
No Perecederos	8,86	31,47	47,52	57,78	80,62	52,55	29,62
Transporte	4,52	5,40	2,34	-1,47	0,70	-2,21	-1,44
Regulados	9,60	12,56	13,00	5,64	12,33	7,79	8,38
Combustibles	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Inflación Total</b>	<b>6,59</b>	<b>10,48</b>	<b>11,73</b>	<b>14,08</b>	<b>17,32</b>	<b>12,26</b>	<b>11,85</b>

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

**CUADRO I.2: INCIDENCIAS ANUALES POR CAPÍTULO**

CAPÍTULO	Ene-Dic 2007	Part. en Incid. 2007	Semestre I/2008	Part. en Incid. I/2008	Semestre II/2008	Part. en Incid. II/2008	Ene-Dic 2008	Part. en Incid. 2008
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	7,24	61,74	6,30	71,19	0,68	22,58	6,98	58,86
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	0,07	0,57	0,06	0,70	0,08	2,73	0,14	1,21
Prendas de Vestir y Calzados	0,47	4,03	0,20	2,26	0,17	5,79	0,37	3,16
Vivienda y Servicios Básicos	0,48	4,06	0,33	3,70	0,04	1,27	0,37	3,08
Muebles y Artículos Domésticos	0,55	4,73	0,44	4,97	0,44	14,74	0,88	7,45
Salud	0,30	2,57	0,09	1,03	0,19	6,28	0,28	2,36
Transporte	0,23	1,94	-0,30	-3,35	0,14	4,66	-0,16	-1,32
Comunicaciones	0,10	0,87	-0,01	-0,12	-0,03	-0,84	-0,04	-0,31
Recreación y Cultura	0,11	0,97	0,01	0,08	0,02	0,56	0,02	0,20
Educación	0,01	0,10	0,09	0,98	0,02	0,61	0,11	0,89
Restaurantes y Hoteles	2,08	17,72	1,51	17,02	1,12	37,35	2,63	22,18
Bienes y servicios Diversos	0,08	0,69	0,14	1,55	0,13	4,29	0,27	2,24
<b>Inflación Total</b>	<b>11,73</b>		<b>8,85</b>		<b>3,01</b>		<b>11,85</b>	

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

**CUADRO I.3: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA CON MAYOR INCIDENCIA EN LA INFLACIÓN MENSUAL**

Artículos con mayor incidencia	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre
I. Incidencia de los 10 artículos más inflacionarios	3,08	2,98	1,33	0,75
I.1. De los cuales alimentos	2,97	2,84	1,22	0,53
I.2. De los cuales no alimentos	0,11	0,14	0,11	0,22
% de los alimentos más inflacionarios (I.1/I)	96	95	91	71
% de los no alimentos más inflacionarios (I.2/I)	4	5	9	29

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

## I.2 INFLACIÓN POR CAPÍTULO

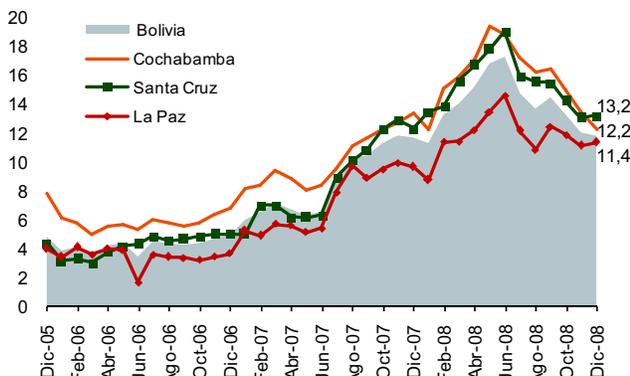
En el segundo semestre, la inflación acumulada fue de 3,0% y la contribución de los capítulos relacionados con alimentos y bebidas cayó de 89% en el primer semestre a 63% y la de aquellos consumidos dentro del hogar de 71% a sólo 23% (Cuadro I.2). La recuperación del sector agropecuario, la caída de los precios internacionales de los alimentos y las distintas medidas de política contribuyeron a este resultado.

La incidencia del capítulo de restaurantes y hoteles, en el que están incluidos los alimentos consumidos fuera del hogar, presentó el mayor incremento. Su participación en la inflación pasó de 17,0% en el primer semestre a 37,3% en el segundo. Este incremento obedeció al rezago en el reajuste de precios frente al incremento en los precios de los insumos principales, los alimentos básicos.

Asimismo, durante el primer semestre el peso de los artículos del capítulo de alimentos y bebidas en los 10 artículos de mayor incidencia trimestral estaba por encima del 90%. En el segundo semestre, éste disminuyó hasta finalizar en 71% en el último trimestre, mientras que los artículos que no forman parte de alimentos cobraron mayor importancia (Cuadro I.3).

En lo que se refiere a la participación de los precios de los demás capítulos, los correspondientes a muebles y artículos domésticos (7,4%), salud (2,4%), bienes y servicios diversos (2,2%) y transporte (-1,3%) tuvieron una menor incidencia y variación en 2008.

**GRÁFICO I.8: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN POR CIUDAD(\*) (Variación a doce meses, en porcentajes)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (\*) Estas ciudades están comprendidas en el IPC base 1991 y en el IPC base 2007.

## I.3 INFLACIÓN POR CIUDADES

Las inflaciones a doce meses en las ciudades del eje central tuvieron un comportamiento parecido al del IPC nacional: se incrementaron en el primer semestre y disminuyeron en el segundo. Al finalizar la gestión las tasas en Santa Cruz (13,2%) y Cochabamba (12,2%) fueron mayores al promedio nacional (11,6%), mientras que en la ciudad de La Paz la inflación (11,4%) fue menor. Este comportamiento persistió en todo el año 2008 y, con respecto a gestiones pasadas, destaca el incremento de la inflación en Santa Cruz con relación a la inflación nacional (Gráfico I.8).

Conviene enfatizar que uno de los cambios más destacados en la nueva base de cálculo del IPC fue la ampliación de su cobertura a nivel nacional (antes comprendía sólo tres departamentos), dentro de la nueva escala de ponderaciones el departamento de Santa Cruz tiene un peso de 36,9%, mayor en 5,7pp a su ponderación en la antigua base.

El cálculo actual del IPC con una nueva canasta incorpora a las nueve ciudades capitales.<sup>5</sup> La incidencia promedio trimestral de los precios en las ciudades capitales del eje central se incrementó de 82% en el segundo trimestre, a 87% en el tercero y a 90% en el cuarto, mientras que el resto de las ciudades disminuyó su incidencia a cerca de 10% en el último trimestre, aspecto que se explica especialmente por la significativa reducción de la inflación en las ciudades de Sucre, Potosí y Tarija en el segundo semestre (Cuadro I.4).

#### I.4 OTROS INDICADORES DE PRESIONES INFLACIONARIAS

Esta sección presenta tres indicadores de presiones que están más relacionados con la producción: precios al productor, costos de construcción y precios de actividades remuneradas. De ellos, dos presentaron disminuciones en el tercer trimestre de 2008.

##### *Precios al Productor*

El Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM), que engloba a una serie de actividades directamente relacionadas con el precio de varios productos que forman parte del IPC registró, al tercer trimestre de 2008 una variación anual de 17,0%, 1,9% menor al dato de junio (18,9%).<sup>6</sup>

**CUADRO I.4: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TRIMESTRAL POR CIUDADES**  
(Incidencias, en puntos porcentuales)

	Pond. (%)	Mar-08	Jun-08	% en la Inciden	Sep-08	% en la Inciden	Dic-08	% en la Inciden
<b>Inflación Acumulada</b>		<b>4,75</b>	<b>4,10</b>		<b>2,18</b>		<b>0,82</b>	
La Paz (1)	0,29	2,07	1,13		0,65		0,34	
Cochabamba	0,19	1,12	0,70		0,53		0,11	
Santa Cruz	0,37	1,55	1,55		0,72		0,29	
<b>Incidencia eje central</b>	<b>0,85</b>	<b>4,75</b>	<b>3,38</b>	<b>0,82</b>	<b>1,90</b>	<b>0,87</b>	<b>0,74</b>	<b>0,90</b>
Sucre	0,02		0,22		0,02		-0,01	
Oruro	0,04		0,11		0,02		0,03	
Potosí	0,03		0,13		0,03		0,00	
Tarija	0,02		0,14		0,16		0,04	
Trinidad	0,04		0,09		0,04		0,03	
Cobija	0,01		0,03		0,03		0,00	
<b>Incidencia resto</b>	<b>0,15</b>	<b>0,00</b>	<b>0,72</b>	<b>0,18</b>	<b>0,29</b>	<b>0,13</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

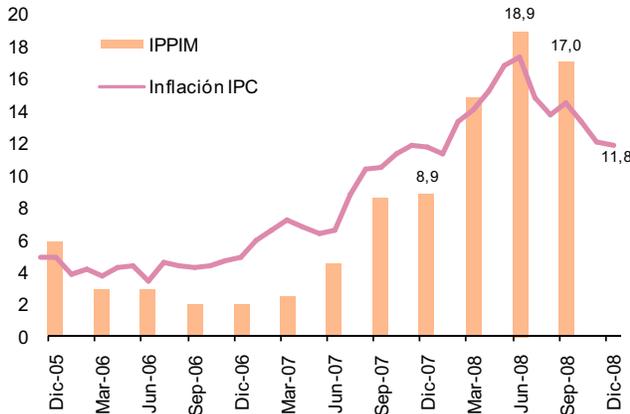
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (1) Incluye las ciudades de La Paz y El Alto.

<sup>5</sup> Las ciudades del eje central tienen actualmente una ponderación de 85% en la canasta. Destaca el aumento de la ponderación de Santa Cruz (de 31,2% a 36,9%) debido a la importancia que cobró tanto en el ingreso nacional como en el gasto de consumo. De esta manera, la inflación en este departamento tiene una mayor preponderancia en la inflación nacional.

<sup>6</sup> El IPPIM es calculado por el INE con información de establecimientos dedicados a la producción y comercialización de productos industriales manufactureros y se publica de manera trimestral con un rezago aproximado de 90 días. Su objetivo es proporcionar estadísticas que cuantifiquen la evolución de los precios al productor de la actividad industrial.

**GRÁFICO 1.9: INFLACIÓN Y VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO (IPPIM)**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



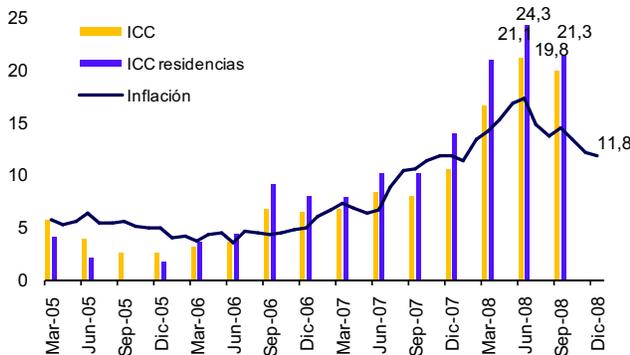
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Este comportamiento obedece en gran medida al efecto que tuvieron las actividades manufactureras como la matanza de ganado y preparación y conservación de carne, la fabricación de productos lácteos, la molinera, la panadería y la fabricación de aceites vegetales y animales. Todas ellas registraron menores variaciones producto de la recuperación de estos sectores y la caída en los precios de insumos y productos importados.

Cabe resaltar que el traspaso de estas actividades al IPC es directo, ya que gran parte de los productos elaborados por la industria manufacturera forman parte de la canasta de consumo, tal es el caso de la carne, el pan, los fideos, la harina, el aceite vegetal y animal, entre otros. Si bien este indicador continúa aún por encima de la tasa de inflación, su tendencia decreciente en el tercer trimestre concuerda con el comportamiento del IPC y da indicios de que estas presiones estarían contenidas (Gráfico 1.9).

**Costos de Construcción**

**GRÁFICO 1.10: INFLACIÓN Y VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN (ICC)**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

El Índice de Costo de la Construcción (ICC) experimentó, al tercer trimestre de 2008, una variación interanual de 19,8%, en tanto que el ICC de residencias aumentó en 21,3% (Gráfico 1.10). Los niveles de ambos indicadores son inferiores a los observados en el segundo trimestre de 2008, aspecto que concuerda con la evolución del IPC.

Cabe resaltar que el costo de construcción de edificios residenciales incluye la evolución de los precios de materiales de construcción y carpintería, remuneraciones de mano de obra tales como albañilería, carpintería, electricistas, etc. Estos precios y actividades laborales tienen un efecto directo sobre el IPC ya que éste contiene artículos relacionados tanto a materiales de construcción (cemento, cal, ladrillo y pintura) como a mano de obra (servicio de albañilería). Del mismo modo, generan un traspaso indirecto ya que el encarecimiento de la construcción de residencias puede incidir en el costo de los alquileres y del equipamiento de vivienda.

**Actividades Remuneradas**

El índice de precios de la mano de obra no calificada (IPC-MNC) presenta un aumento sostenido desde

mayo de 2008 (Gráfico I.11).<sup>7</sup> A diciembre la variación anual de este índice alcanzó a 18,6%, explicado en gran medida por el incremento en el costo del servicio "empleada doméstica", ítem que se ubicó dentro de los diez más inflacionarios del segundo semestre de 2008.

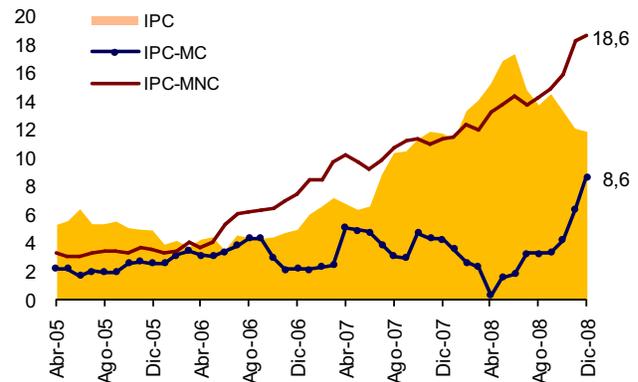
Este comportamiento estaría asociado a los movimientos migratorios de la fuerza laboral a diferentes regiones del país o hacia otros países, en el primer caso por la demanda de mano de obra y mejores remuneraciones en algunos rubros de la economía que experimentaron auge como el sector minero y, en el segundo, por las oportunidades de empleo en economías desarrolladas y con mejores ingresos. No se descarta que el incremento se deba al ajuste de precios de estas actividades (que no están reguladas) frente al incremento del costo de la canasta familiar.

Por su parte, el índice de precios de la mano de obra calificada (IPC-MC), que había permanecido relativamente estable, experimentó un fuerte repunte en los últimos meses del año alcanzando en diciembre una variación de 8,6%. Este incremento fue impulsado por variaciones significativas durante el mes de diciembre en los precios de servicios relacionados al capítulo salud, como por ejemplo: la consulta médica general que se incrementó en 3,9%, el servicio dental 2,2%, y la consulta médica especializada que aumentó en 1,7%. Al igual que en caso del IPC-MNC el incremento podría deberse al ajuste de precios ante el incremento de los precios de la canasta familiar.<sup>8</sup>

## I.5 FACTORES QUE EXPLICAN EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN

En el segundo semestre del año se produjeron cambios substanciales en el acontecer económico nacional y mundial que amortiguaron en gran medida las presiones

**GRÁFICO I.11: ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)

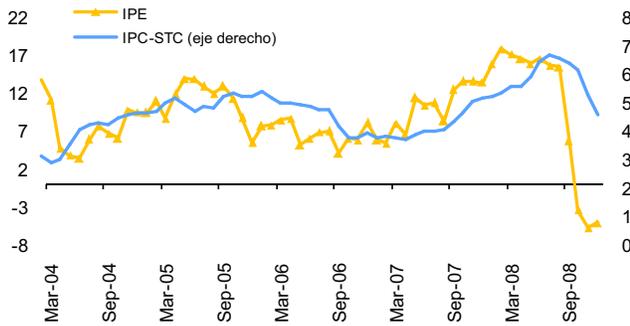


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: IPC-MC: Índice de Precios de mano de obra calificada.  
IPC-MNC: Índice de Precios de mano de obra no calificada.

<sup>7</sup> Utilizando componentes que corresponden a servicios personales incluidos en el IPC, el BCB ha construido de manera preliminar un índice de precios de actividades remuneradas calificada y no calificada. Entre las actividades no calificadas se encuentran la variación promedio de la remuneración de empleadas domésticas, niñeras y lavanderas; reparación de calzados y artículos de cuero y confección y arreglo de ropa. Por su parte, el sector de mano de obra calificada incluye las actividades médicas, dentistas, mecánicos y honorarios profesionales.

<sup>8</sup> El IPC-MC e IPC-MNC son estimados por el BCB.

**GRÁFICO 1.12: EVOLUCIÓN DE LA INFLACION EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: IPE: Índice de precios externos en dólares estadounidenses relevantes para Bolivia.  
 IPC-STC: IPC de los principales socios comerciales en moneda de origen.

hacia el alza de la inflación que se habían señalado en el IPM de julio de 2008. Entre los elementos más importantes que ayudaron a la disminución de la inflación en el segundo semestre se pueden mencionar: la moderación de la inflación importada resultante de la caída de los precios internacionales de los *commodities* y la depreciación de las monedas de nuestros principales socios comerciales, la efectividad de las políticas macroeconómicas, el incremento de la oferta de productos alimenticios por el ambiente climatológico favorable y las políticas de abastecimiento gubernamentales y la disminución de las expectativas del público sobre la inflación futura y, con ello, la especulación en los mercados. Sin embargo, también se debe destacar el significativo aumento del consumo privado.

### 1.5.1 Inflación importada

La reducción de los precios de los alimentos y energéticos a escala mundial como consecuencia del menor crecimiento global a raíz de la crisis financiera internacional y las depreciaciones de las monedas de nuestros principales socios comerciales a partir de agosto<sup>9</sup>, se tradujeron en menores incrementos de precios para los productos importados.

En efecto, la variación del índice de precios externos (IPE) relevante para la economía boliviana experimentó una drástica caída a partir de septiembre de 2008 como producto de las fuertes depreciaciones de las monedas de nuestros principales socios comerciales. Una medida de inflación externa que no considera los movimientos cambiarios y sólo se centra en los IPC de cada país socio comercial (IPE-STC) registró una menor disminución (Gráfico 1.12), lo que muestra que las presiones inflacionarias externas se redujeron más por los movimientos cambiarios que por la caída en los precios de los países socios comerciales.

Este comportamiento comenzó a transmitirse a los precios internos: la variación anual del componente importado del IPC (IPC-I, que incluye los rubros de la canasta que provienen del exterior), se redujo sistemáticamente desde julio de 2008 y con mayor

<sup>9</sup> El Capítulo II profundiza sobre estos temas.

intensidad a partir del último trimestre del año. A diciembre registró una tasa de crecimiento anual de 6,3% (Gráfico I.13).<sup>10</sup>

La caída de la inflación importada del IPC se explica en mayor medida por la reducción de los precios de los alimentos importados, cuya variación anual pasó de 33% en junio a 13% en diciembre de 2008, una reducción de 20pp en el semestre y de más de 8pp con respecto a diciembre de 2007 (Cuadro I.5). La inflación correspondiente a productos no alimenticios importados fue ligeramente mayor que en 2007, pero presentó un descenso de más de 1,5pp en el último trimestre de 2008.

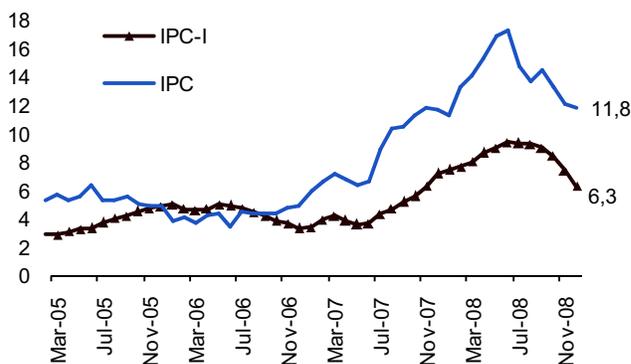
### I.5.2 Medidas de Política Monetaria y Cambiaria

Ante el incremento de las presiones inflacionarias que se iniciaron a mediados del año 2007 el BCB llevó adelante una serie de medidas destinadas a controlar la inflación y preservar el poder adquisitivo. En el marco de sus atribuciones dinamizó de manera significativa sus políticas monetaria y cambiaria e implementó medidas adicionales. También fue determinante la cautela en la conducción de la política fiscal, que se reflejó en un alto superávit fiscal.<sup>11</sup>

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), fueron uno de los principales instrumentos para neutralizar las presiones inflacionarias. Durante el primer semestre de 2008, estas operaciones alcanzaron niveles históricos. Asimismo, la orientación de la política cambiaria especialmente en los primeros seis meses de 2008 fue coherente con la necesidad de moderar las presiones inflacionarias de origen externo y atenuar las expectativas inflacionarias, puesto que el tipo de cambio es una señal fácilmente comprensible por la población.<sup>12</sup>

Es importante citar que debido a la moderación de las presiones inflacionarias el BCB ha cambiado la orientación de sus políticas. De hecho, las OMA fueron

**GRÁFICO I.13: EVOLUCIÓN DEL COMPONENTE IMPORTADO DEL IPC**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: IPC-I: Índice de precios al consumidor de productos importados.

**CUADRO I.5: EVOLUCIÓN DEL COMPONENTE IMPORTADO Y NO IMPORTADO DEL IPC**  
(Variaciones anuales en doce meses)

	Dic-07	Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dic-08
<b>Importado</b>	<b>7,17</b>	<b>8,03</b>	<b>9,38</b>	<b>9,03</b>	<b>6,30</b>
Alimentos	21,43	22,46	33,06	23,55	13,16
No alimentos	5,26	6,02	6,49	7,21	5,47
<b>No importado</b>	<b>12,15</b>	<b>14,64</b>	<b>18,26</b>	<b>15,24</b>	<b>12,62</b>
Alimentos	19,80	24,74	31,62	26,18	20,39
No alimentos	4,37	4,10	5,21	4,51	4,87
<b>Inflación total</b>	<b>11,73</b>	<b>14,08</b>	<b>17,32</b>	<b>14,51</b>	<b>11,85</b>

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

<sup>10</sup> El IPE, IPE-STC e IPC-I son estimados por el BCB.

<sup>11</sup> Ver la sección pertinente del Capítulo III.

<sup>12</sup> El BCB fue también firme en este período, implementando medidas complementarias e innovadoras. Entre ellas las OMA directas con el público, la política de transparencia y apertura a la sociedad, la promoción de la Unidad de Fomento de Vivienda (UFV) y otras que coadyuvaron al objetivo principal del BCB.

menos dinámicas durante el segundo semestre e incluso varios títulos comenzaron a ser redimidos. De igual manera, el tipo de cambio redujo su ritmo de apreciación hasta estabilizarse en los últimos meses. Este hecho va en línea con la política contracíclica, para mitigar los riesgos de una desaceleración, en un entorno de inflación descendente.

Como es bien sabido las medidas de política monetaria y cambiaria actúan con rezago, vale decir que la intervención del BCB hoy tendrá sus frutos aproximadamente 12 a 18 meses después. En efecto, recién a partir de julio de 2008 los efectos de las medidas aplicadas por el ente emisor se hicieron evidentes con la disminución de la tendencia inflacionaria. El aporte de estas medidas ha contribuido de manera importante en la actual coyuntura de moderación inflacionaria (Gráfico I.14).

**GRÁFICO I.14: EFECTO ESTIMADO DE LAS POLÍTICAS DEL BCB Y ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN (En porcentajes)**



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

### 1.5.3 Recuperación de la oferta de productos

En el segundo semestre se incrementó la oferta de productos alimenticios como resultado de las medidas del Gobierno para incentivar el sector agropecuario, la ausencia de fenómenos climatológicos adversos, las menores dificultades en el abastecimiento debido a que las vías camineras no enfrentaron problemas similares a los de la gestión anterior y las políticas públicas para abastecer los mercados con productos básicos.

En 2008 el impacto de los factores climatológicos sobre la economía fue menos adverso que en 2007, año en el que se registró una enorme cantidad de desastres naturales (3.796 sumando inundaciones, sequías, heladas y granizadas, según estadísticas medioambientales del INE) y por tanto el mayor número de damnificados de los últimos cinco años (232.263 familias), hechos que derivaron en una reducción considerable de la oferta agrícola nacional y el consecuente incremento de precios.

El sector agricultura, silvicultura, caza y pesca que en tres trimestres de 2007 presentó tasas anuales negativas de crecimiento, se recuperó en 2008 registrando crecimientos por sobre el 2% en el primer y segundo trimestres y de 3% en el tercero. Es decir, las restricciones de oferta de productos dejaron de ser un factor de alta incidencia para el reajuste de precios.

Asimismo, la Cámara Agropecuaria del Oriente (CAO) en su Evaluación de Desempeño del Sector Agropecuario en el Departamento de Santa Cruz-Gestion 2008, señala que la producción agrícola de la campaña de invierno aumentó de forma importante por la mayor superficie sembrada y cosechada respecto al año anterior (incremento del 13% en la extensión de tierra cultivada y 50% en la producción).

Adicionalmente y a diferencia del primer semestre de 2008, la tasa de inflación de los productos agropecuarios que forma parte del IPC, disminuyó y se encontró en un nivel cercano a la del capítulo de alimentos y bebidas (Gráfico I.15).

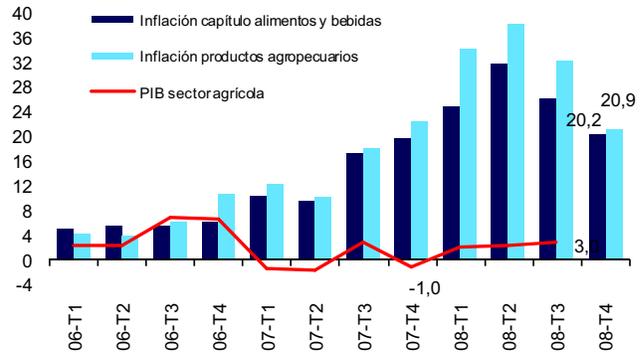
En este descenso fue importante la intervención del Gobierno que aplicó políticas de restricción a las exportaciones de algunos alimentos debido a la detección de problemas de abastecimiento y exagerada elevación de precios como resultado de la especulación. También se implementaron subsidios a las importaciones de algunos productos (harina de trigo) y, especialmente, incentivos para la producción de alimentos mediante la creación de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA) destinada a incentivar la producción de bienes agrícolas: arroz, trigo, maíz y soya mediante créditos y asistencia técnica en diferentes departamentos.

**1.5.4 Demanda Interna**

Un factor que se constituyó en una presión inflacionaria hacia el alza fue el dinamismo de la demanda interna.<sup>13</sup> Ésta se manifestó fundamentalmente en el incremento del consumo privado, que continuó con tasas de crecimiento anual por encima de su crecimiento promedio (Gráfico I.16). Dicha diferencia se debe al incremento del ingreso nacional disponible, causado especialmente por los incrementos de ingresos salariales y no salariales, flujo de remesas y otras transferencias.

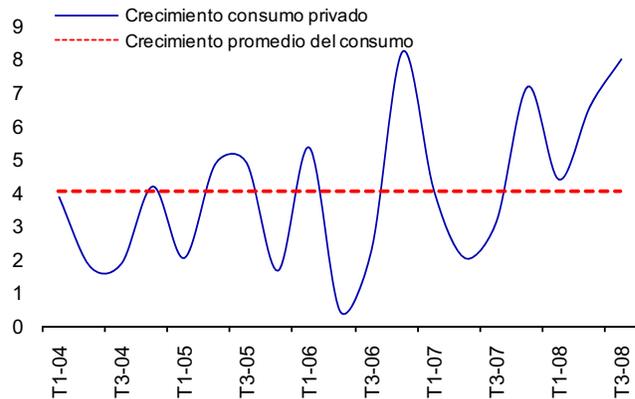
No obstante, y como se mencionó, el efecto de las políticas aplicadas para el control de la inflación durante 2007 y el primer semestre de 2008, contribuyó a disminuir los excesos de liquidez en la economía y favoreció a que la expansión del consumo privado sea menos pronunciada de lo que podría haber sido.

**GRÁFICO I.15: INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y CRECIMIENTO DEL PIB AGRÍCOLA**  
(Variaciones trimestrales, en porcentajes)



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

**GRÁFICO I.16: TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO**  
(En porcentajes)



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

<sup>13</sup> Su evolución se analiza con mayor detalle en el Capítulo III.

**1.5.5 Expectativas y especulación**

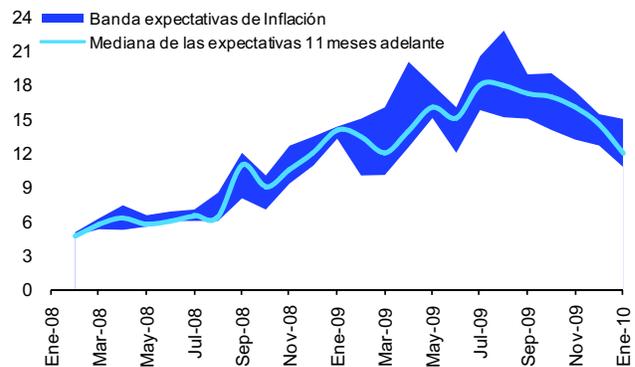
Otro aspecto importante que explicó el descenso de la inflación es el referido a las expectativas de la población sobre la evolución futura de la inflación. No es fácil la medición directa de las expectativas, por lo que se emplean métodos indirectos. Por ejemplo, con base en los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), realizada mensualmente por el BCB a un grupo reducido y seleccionado de analistas financieros, académicos y empresarios del sector privado,<sup>14</sup> se observa que las expectativas de inflación disminuyeron en el segundo semestre.

Si bien a partir del mes de junio las expectativas de los agentes consultados para los siguientes 12 meses fueron elevadas, éstas comenzaron a mostrar una tendencia a la baja aunque aun permanecen elevadas. Sin embargo, se espera que conforme la inflación siga descendiendo estas expectativas lo hagan también (Gráfico I.17).

Asimismo, vale la pena destacar la importante contribución al control de la inflación y a la disminución de las expectativas de la población que tuvieron las políticas de lucha contra la especulación. Entre ellas se pueden mencionar: los Decretos Supremos emitidos por el Gobierno destinados a estabilizar los precios de productos que son considerados de suma importancia en la canasta básica de todos los bolivianos, el apoyo para el normal abastecimiento de productos en los mercados y un control más exhaustivo en los mercados por parte de algunos Gobiernos Municipales. Contribuyó también la disminución en la regularidad e intensidad de las noticias sobre la subida de precios que podrían causar alarma en la población que disminuyeron al mismo ritmo que lo hizo la inflación.

Otro indicador de las expectativas de inflación del sector privado es el Coeficiente de Compensación Inflacionaria de Instrumentos Financieros (CCIIF o *Break even inflation*), medido como la diferencia del rendimiento entre un instrumento financiero en moneda

**GRÁFICO I.17: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



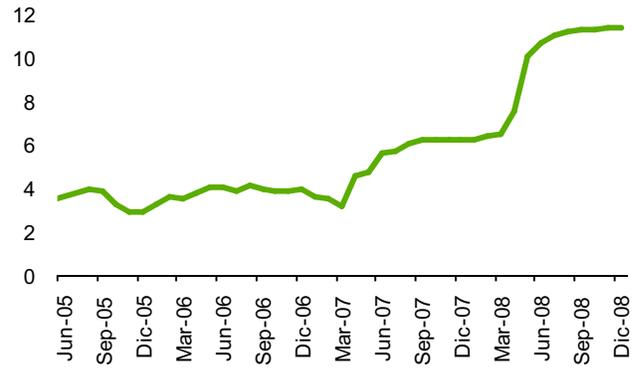
FUENTE: Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: Las expectativas en cada mes corresponden a lo esperado un año antes.

<sup>14</sup> El BCB ha aumentando continuamente el tamaño de la muestra; y para mejorar la representatividad de esta encuesta tiene planificado ampliar aun más la muestra en 2009 a empresas, analistas financieros y académicos, además de generar incentivos para una mayor participación, tal como sucede en otros países que tienen similares encuestas.

nacional frente a uno indexado de similar plazo de vencimiento.<sup>15</sup> La compensación exigida para instrumentos a un año alcanzó un nivel cercano al 12% en el que se mantuvo constante los últimos tres meses (Gráfico I.18).

El descenso en la inflación esperada responde principalmente a la reducción efectiva de las tasas de inflación en los últimos meses que llevó a que las personas modificaran sus expectativas de inflación para el futuro. Este es un aspecto relevante ya que reduce la incertidumbre y la especulación y evita que los ajustes de segunda vuelta generen inflación cuando los agentes suponen que el comportamiento pasado de los precios va a persistir a futuro.

**GRÁFICO I.18: COEFICIENTE DE COMPENSACIÓN INFLACIONARIA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS A UN AÑO PLAZO<sup>16</sup>**  
(En porcentajes)



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

<sup>15</sup> Este indicador muestra las expectativas inflacionarias ya que cuando se compra un instrumento financiero en moneda nacional no indexado, a determinado plazo, se exigirá como costo de oportunidad una prima de riesgo inflacionario por el período más un margen de beneficio. Este margen se mide como el rendimiento que está dispuesto a aceptar por un instrumento indexado a la inflación. En el caso de Bolivia, por construcción del índice indexado (variación en 12 meses en lugar de variación mensual), la diferencia subestima la inflación esperada cuando la inflación es ascendente y la sobreestima cuando la inflación es descendente.

<sup>16</sup> Para el cálculo del coeficiente de compensación se consideran las Letras del Tesoro subastadas por el BCB, y se supone que sus principales demandantes, las entidades financieras, actúan racionalmente en función a la información económica relevante.



## II. Contexto internacional

*Como resultado de la profundización de la crisis financiera internacional a fines de 2008, el desempeño y las perspectivas del crecimiento económico mundial se deterioraron marcadamente en las economías avanzadas y de forma más atenuada en las economías emergentes y en desarrollo. Los precios internacionales de los productos básicos cayeron fuertemente por la contracción de la demanda internacional y han contribuido a una disminución de las presiones inflacionarias externas. Sin embargo, también han significado, menores ingresos por exportaciones y por recaudación fiscal en las economías latinoamericanas.*

### II.1 MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

Inicialmente, el efecto de la crisis financiera internacional estuvo vinculado al deterioro de la calidad de los activos de los bancos relacionados directa e indirectamente con las hipotecas estadounidenses y a las dificultades de liquidez que repercutieron sobre el crédito. Sin embargo, a partir de la quiebra de grandes entidades financieras en Estados Unidos y Europa y el rescate de otras, entre septiembre y octubre de 2008 se desató una gran incertidumbre y una creciente aversión al riesgo entre los inversionistas.<sup>17</sup> Dada la naturaleza

<sup>17</sup> El rescate de las principales entidades hipotecarias *Fannie Mae* y *Freddy Mac* por parte del gobierno norteamericano mantuvo en calma las expectativas de los mercados financieros a mediados de año. Sin embargo, la quiebra de *Lehman Brothers*, cuarto banco de inversión de Estados Unidos, a mediados de septiembre cuyo rescate fue desestimado por el gobierno, y el inmediato rescate de *American International Group (AIG)*, la mayor compañía aseguradora operando en este país, provocaron desconcierto entre los inversionistas sobre los criterios de elegibilidad que guiaba el salvataje del gobierno.

**CUADRO II.1: RENTABILIDAD Y VOLATILIDAD DE MERCADOS DE VALORES SELECCIONADOS**  
(En porcentajes)

	Rentabilidad <sup>1/</sup>		Volatilidad <sup>2/</sup>	
	2007	2008	2007	2008
DOW JONES (EEUU)	6,4	-33,8	4,0	13,7
S&P 500 (EEUU)	3,5	-38,5	3,0	15,7
FTSEUROFIRST 300 (EUROPA)	25,5	-49,9	4,8	20,1
NIKKEI (JAPON)	-5,5	-28,5	5,2	17,3
SHANGHAI SE COMP.(CHINA)	124,6	-60,4	25,0	31,5
BOVESPA (BRASIL)	72,4	-54,8	13,2	21,3
MERVAL (ARGENTINA)	0,4	-54,2	4,3	24,3
IPSA (CHILE)	21,0	-39,3	6,5	8,5

FUENTE: *Bloomberg*.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Expresado en dólares estadounidenses.

<sup>2/</sup> Medido por el coeficiente de variabilidad.

**CUADRO II.2: AVERSIÓN AL RIESGO EN MERCADOS DE DEUDA SELECCIONADOS**  
(En porcentajes)

	Variación del <i>spread</i> exigido	
	2007	2008
<b>Bonos soberanos de economías emergentes <sup>1/</sup></b>		
América Latina	0,77	5,07
Asia	0,67	4,17
Europa	0,46	5,92
<b>Bonos corporativos con calificación "A", EE.UU. <sup>2/</sup></b>		
Bonos a 5 años	0,90	2,61
Bonos a 10 años	0,87	2,35

FUENTE: Banco Central de Chile y *Bloomberg*.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Variación EMBI+.

<sup>2/</sup> Variación *spread* respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Datos a fin de periodo.

**CUADRO II.3: FLUJO DE FONDOS HACIA (DE) ESTADOS UNIDOS DEL (AL) RESTO DEL MUNDO**  
(Miles de millones de dólares americanos)

	2005	2006	2007	2008 <sup>4/</sup>		
				T1	T2	T3
<b>Títulos del Tesoro de EE.UU.</b>						
Compras netas por no residentes	245,1	150,4	215,7	607,6	496,8	818,6
<b>Títulos garantizados de Agencias y Empresas Patrocinadas por el Gobierno (GSE) <sup>1/</sup></b>						
Compras netas por no residentes	134,3	222,7	277,3	188,4	169,1	-241,1
<b>Bonos Corporativos</b>						
Compras netas de emisiones externas por residentes estadounidenses	64,5	227,8	170,7	32,9	44,5	-291,0
Compras netas de emisiones estadounidenses por no residentes	328,5	541,0	425,0	4,7	278,9	-126,3
<b>Acciones (excluye participaciones en Fondos Mutuos)</b>						
Compras netas de emisiones externas por residentes estadounidenses (incluye ADRs <sup>2/</sup> )	186,7	137,4	118,0	107,4	85,4	-56,6
Compras netas de emisiones estadounidenses por no residentes	56,9	119,0	176,3	88,1	-32,3	41,8
<b>Participaciones en Fondos Mutuos <sup>3/</sup></b>						
Participaciones de no residentes	32,2	24,0	14,0	10,9	23,6	-10,5

FUENTE: *Federal Reserve*.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Incluye emisiones de agencias federales, emisiones de empresas patrocinadas por el gobierno como *Fannie Mae* y Bancos Federales de Préstamos Hipotecarios, y emisiones de títulos garantizados por hipotecas de *Fannie Mae*, *Freddy Mac* y otras entidades financieras.

<sup>2/</sup> ADR: *American Depositary Receipt* (Certificado de Depósito Americano representativo de acciones de corporaciones extranjeras en el mercado de valores de EE.UU).

<sup>3/</sup> Participaciones en compañías de inversión abiertas y cerradas. Excluye participaciones en fondos mutuos del mercado monetario, fondos de transacción de divisas y otros fondos.

<sup>4/</sup> Los datos trimestrales están anualizados y ajustados estacionalmente.

global de las tenencias y transacciones de activos financieros, estos hechos derivaron en un pánico generalizado en los principales mercados financieros e hizo temer seriamente por la estabilidad financiera internacional y las perspectivas de crecimiento de las economías alrededor del mundo.

A partir de este quiebre, los mercados de valores en las economías avanzadas y en desarrollo expusieron una creciente volatilidad (Cuadro II.1), al tiempo que sus rentabilidades medidas en dólares estadounidenses pasaron a ser negativas en la generalidad de los casos. Desde el punto de vista de la situación financiera de las empresas cotizantes en las Bolsas esto significó una fuerte desvalorización, pérdida de solvencia, presión a un proceso de reducción de deuda y, por consiguiente, una disminución de su actividad.

De igual forma, los mercados de deuda soberana en las economías emergentes y de deuda corporativa en las economías avanzadas expusieron una creciente aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Los *spreads* exigidos al rendimiento de los bonos aumentaron sustancialmente, al tiempo que también se endurecieron las condiciones no financieras de los créditos (Cuadro II.2). La inversión financiera en contratos de futuros de *commodities* también retrocedió significativamente.

En suma, la creciente aversión al riesgo llevó a un cambio en la composición del portafolio de los inversionistas con preferencia hacia los Bonos del Tesoro norteamericano, por el fenómeno denominado "huída hacia la calidad", que consiste en la compra de activos con bajo o nulo riesgo. El Cuadro II.3 muestra la creciente preferencia de estos títulos por parte del resto del mundo en contraposición a los activos estructurados ó títulos garantizados por hipotecas u otros activos emitidos por Agencias y Empresas Patrocinadas por el Gobierno estadounidense (*Fannie Mae*, *Freddy Mac* y otras). De igual forma, la compra de bonos emitidos por empresas no financieras de Estados Unidos y del resto del mundo fueron desestimadas.

Este cambio en la composición de portafolio derivó también en el fortalecimiento del dólar respecto a las

principales monedas internacionales, excepto el yen, a partir de septiembre de 2008<sup>18</sup> (Gráfico II.1). La apreciación del yen estuvo vinculada a la repatriación de fondos de los inversionistas hacia Japón debido al cierre de posiciones de *carry trade*; es decir, a que los inversionistas dejan de invertir en otros países ante las bajas tasas de interés internacionales y la expectativa de depreciación de las monedas del resto del mundo, y devuelven sus deudas tomadas en yenes.

Los gobiernos y bancos centrales de las principales economías avanzadas intervinieron en diferentes ámbitos y con distinto énfasis. De una preocupación inicial por evitar el colapso del sistema financiero pasaron a concentrarse en evitar repercusiones en la actividad económica real.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (FED) intensificó la reducción de sus tasas de interés, impulsó un programa amplio de facilidades crediticias de corto plazo para las entidades financieras, proporcionó liquidez directamente a los principales mercados de crédito (tanto a través de la compra de papeles comerciales, como por medio de préstamos contra garantía de títulos respaldados en activos) y, recientemente decidió comprar activos de largo plazo de Empresas Patrocinadas por el Gobierno. Por su parte, el Tesoro norteamericano impulsó un plan de reembolso impositivo a comienzos de año y en octubre, ante la profundización de la crisis financiera, logró la aprobación del Programa de Alivio para Activos en Problemas (*Troubled Asset Relief Program-TARP*), destinado a sanear la situación financiera de los bancos e indirectamente de muchas otras instituciones financieras. Al final del año este programa se ejecutó parcialmente en forma de una capitalización de varios bancos estadounidenses.

En la Zona del Euro, después de una importante inyección de liquidez a los mercados monetarios, las autoridades concentraron sus esfuerzos en medidas de mayor alcance como la protección de los depósitos,

**GRÁFICO II.1: TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR FRENTE A UNA CANASTA DE PRINCIPALES MONEDAS**  
(Índice, Enero 1997=100)



FUENTE: Federal Reserve.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

<sup>18</sup> La leve reversión en la composición por monedas de las reservas internacionales oficiales mundiales a favor del dólar, registrada en el tercer trimestre de 2008, también habría apoyado la recuperación de esta moneda.

capitalización de los bancos, garantía de préstamos y una importante reducción de las tasas de interés de política.

En Japón, el banco central reaccionó recortando su tasa de interés de política y aprobando un inédito programa de compra de deuda comercial, además de compras directas de bonos del gobierno.

Respecto a los sistemas bancarios de las economías emergentes y en desarrollo, éstos mostraron mayor fortaleza frente a la crisis, gracias a los logros en sus fundamentos económicos, alcanzados por estos países en los últimos años. Asimismo, los bancos en estos países no tuvieron la necesidad de diversificar sus inversiones en valores en el exterior como ocurrió con sus contrapartes en los mercados maduros por poseer mayores beneficios en sus propios mercados.

Según algunos estudios internacionales,<sup>19</sup> los indicadores de solidez financiera de los bancos latinoamericanos mostraron un estado saludable hasta comienzos de 2008, tanto en lo concerniente a su capitalización como a la calidad de sus activos (Cuadro II.4). Sin embargo, los bancos más débiles pudieran experimentar a futuro un incremento del riesgo de incumplimiento de pagos debido a las adversidades del panorama económico.

En estos países, en un contexto de presiones inflacionarias aún latentes, caída de los precios internacionales de los productos básicos y temor por posibles dificultades de acceso al crédito externo, a partir de septiembre las autoridades económicas aplicaron medidas de política destinadas a otorgar a las entidades financieras mayor flexibilidad en el manejo de liquidez y facilitar el buen funcionamiento de los mercados monetarios y de crédito, así como intentar estabilizar los mercados cambiarios de la región.

## II.2 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

La economía mundial se desaceleró fuertemente en la segunda mitad de 2008 y se encuentra actualmente

**CUADRO II.4: INDICADORES DE SOLIDEZ FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**

	Cociente de Capital (%)		Porcentaje de Cartera		Provisiones sobre Cartera		Retorno sobre Activos (%)	
	2007	2008	Irregular		Irregular		2007 2008	
			2007	2008	2007	2008	2007	2008
<b>América Latina y El Caribe</b>	<b>14,4</b>	<b>14,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>134,4</b>	<b>132,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
Argentina	16,8	16,8	2,7	2,8	129,6	122,3	1,5	1,7
Brasil	18,7	18,1	3,0	2,9	181,8	181,7	2,9	2,8
Chile	12,2	12,4	0,8	0,9	210,4	187,5	1,1	1,1
Colombia	12,8	13,3	3,2	3,9	134,5	120,2	2,3	2,7
México	16,0	16,0	2,5	2,1	169,2	184,0	2,8	2,9
Perú	11,7	12,2	1,3	1,3	131,6	139,4	2,5	2,6
<b>Estados Unidos</b>	<b>12,8</b>	<b>12,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>156,5</b>	<b>189,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>

FUENTE: FMI, *Perspectivas Económicas: Las Américas* (octubre 2008).  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

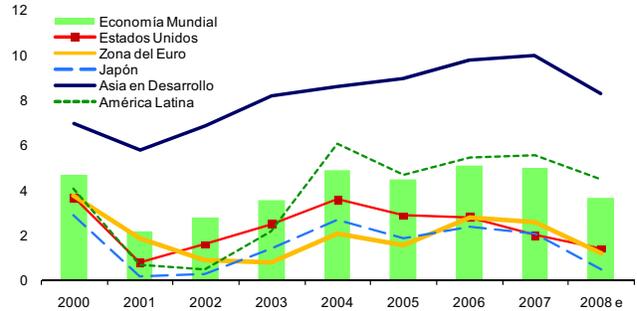
<sup>19</sup> Véase por ejemplo *Perspectivas Económicas: Las Américas*, FMI, octubre 2008.

en una senda de recesión,<sup>20</sup> particularmente en las economías avanzadas. En las economías emergentes y en desarrollo se observó una desaceleración más moderada (Gráfico II.2 y Cuadro II.5).

La actividad económica en varios países avanzados decayó como efecto de un ajuste del gasto en consumo e inversión privados, resultado a su vez de una creciente contracción crediticia, condiciones financieras endurecidas y bajas expectativas de ganancias de las empresas que terminaron por deteriorar los índices de confianza y aumentaron el desempleo. De esta manera, luego de un crecimiento económico de 2,7% en 2007, las principales economías avanzadas habrían terminado el 2008 con una tasa del 1%. Por la magnitud de la crisis financiera se espera que la fase contractiva del ciclo sea todavía más severa en 2009. La tasa de desempleo alcanzó máximos históricos en Estados Unidos (7,2% en diciembre), mientras que en la Zona del Euro (7,8% en noviembre) se revirtió la leve mejoría observada a comienzos de año. En Japón, la tasa de desempleo (3,9% en noviembre) aún se mantiene por debajo del promedio de la última década.<sup>21</sup>

La economía de Estados Unidos entró oficialmente en recesión en 2008. De acuerdo con los indicadores de producción industrial de la Reserva Federal y del *Institute for Supply Management*, la producción manufacturera entre junio y diciembre de 2008 registró una caída del 35%, aspecto no observado desde junio de 1980 (Gráfico II.3) mientras que el índice de confianza de los agentes económicos se encuentra

**GRÁFICO II.2: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL (Variación porcentual anual)**



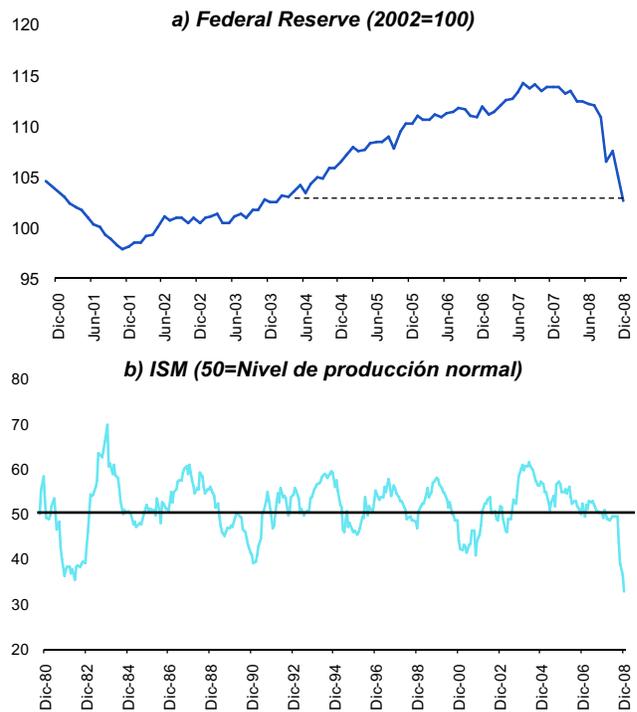
FUENTE: FMI, *World Economic Outlook Update* (6 de noviembre, 2008).  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: e/ Estimado.

**CUADRO II.5: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL, FMI. (Variación en porcentaje)**

	2006	2007	2008e
Producto mundial	5,1	5,2	3,4
<b>Economías Avanzadas</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,0</b>
Estados Unidos	2,8	2,0	1,1
Zona del Euro	2,8	2,6	1,0
Japón	2,4	2,4	-0,3
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>6,3</b>
<b>Economías en Desarrollo de Asia</b>	<b>9,8</b>	<b>10,6</b>	<b>7,8</b>
China	11,6	13,0	9,0
India	9,8	9,3	7,3
<b>América Latina</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>4,6</b>
Argentina <sup>1/</sup>	8,5	8,7	6,3
Brasil	3,8	5,7	4,8
Chile <sup>1/</sup>	4,3	5,1	4,0
Colombia <sup>1/</sup>	6,8	7,7	3,6
México	4,9	3,2	2,0

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: <sup>1/</sup> Para 2008 la fuente utilizada es *Foreign Exchange Consensus Forecast* (enero 2009).  
(e) Estimado.

**GRÁFICO II.3: EEUU. ÍNDICES INDUSTRIALES**

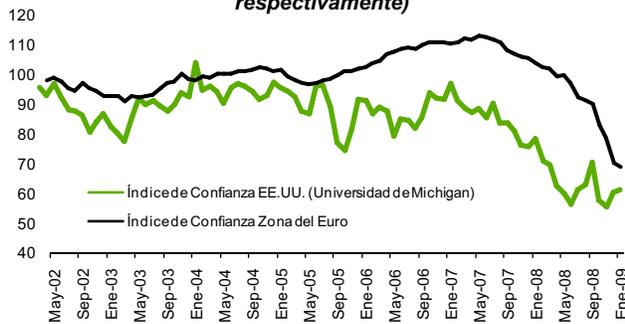


FUENTE: *Institute for Supply Management*, *Bloomberg* y *Federal Reserve*.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

<sup>20</sup> Según la mayoría de las instituciones internacionales, una recesión ocurre cuando el PIB disminuye por lo menos dos trimestres consecutivos. Algunos países utilizan otros criterios para analizar las fases del ciclo. Entre ellos destaca EE.UU, donde la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER por su sigla en inglés) es la encargada de fijar las fechas más destacables del ciclo del país del norte. Este organismo declaró que EE.UU. está en recesión desde enero de 2008. Por otro lado, varias economías como ser la Zona del Euro y Japón se han declarado en recesión a partir de noviembre 2008 una vez conocidos los crecimientos del tercer trimestre.

<sup>21</sup> Recientes reportes de prensa dan cuenta de masivos despidos en empresas corporativas de los sectores de la banca y seguros, automotriz, tecnología, electrónica de consumo y otros en Estados Unidos y la Zona del Euro. En su reciente Informe Anual, la Organización Internacional del Trabajo (OIT) señaló que la crisis económica mundial podría dejar sin empleo a más de 50 millones de personas en el mundo a fines de 2009, si la situación económica continua deteriorándose y el escenario más pesimista se concretase.

**GRÁFICO II.4: ÍNDICE DE CONFIANZA EN EE.UU. Y LA ZONA DEL EURO**  
(Índice mensual, Base 1966 = 100 y Base 2000 = 100, respectivamente)

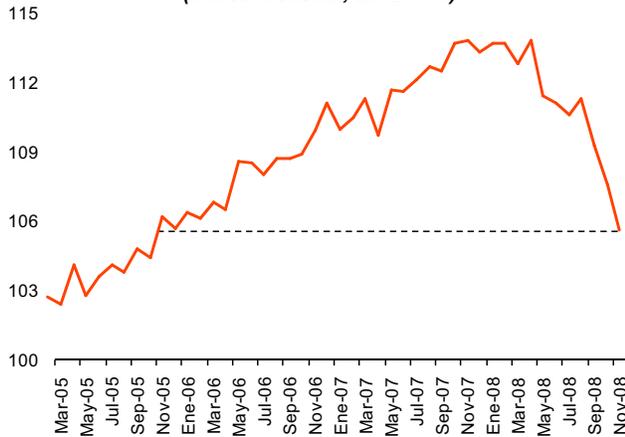


FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

en mínimos históricos (Gráfico II.4). La inversión fija residencial continuó deteriorándose ante un estado deprimido de las ventas, mientras que el crecimiento de las exportaciones netas y del consumo de gobierno logró compensar parcialmente el enfriamiento de la economía.

La Zona del Euro ingresó a una fase de contracción en el segundo trimestre de 2008, reflejándose en la significativa desaceleración de la demanda interna, tasa de desempleo con tendencia al alza y una fuerte contracción de la producción industrial (mayor al 7% en noviembre) no observada en la última década (Gráfico II.5). La desaceleración mundial afectó también el desempeño del sector exportador de esta región.

**GRÁFICO II.5: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE LA ZONA DEL EURO**  
(Índice mensual, 2002=100)



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

Japón se declaró en recesión en el mes de noviembre de 2008, debido a tasas de crecimiento menores al 1%, deterioro de sus términos de intercambio y a una contracción de la demanda interna. El sector exportador perdió dinamismo, hecho que se reflejó en la caída del índice de producción industrial de un 9,6%, sólo en el mes de diciembre, especialmente en la industria automotriz (Gráfico II.6).

**GRÁFICO II.6: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE JAPÓN**  
(Índice, base 2005=100)



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

En los países emergentes y en desarrollo, la disminución en su crecimiento en 2008 fue menos severa que la observada en los países desarrollados. La fortaleza de sus sistemas bancarios y el hecho de que sus activos estén concentrados en mercados locales permitieron que los efectos de la crisis no se manifiesten sustancialmente a través del canal financiero. El efecto más relevante sobre el sector real de estas economías se produciría por la caída del precio de los productos básicos de exportación y una menor demanda externa, aunque atenuados por la mejora de sus términos de intercambio en los últimos años y los buenos fundamentos macroeconómicos que presentan.

China mantuvo una tasa de crecimiento superior al 10% en los dos primeros trimestres del 2008, y de 9% en el tercer trimestre. Sin embargo, en el mes de noviembre como consecuencia de un menor crecimiento de las exportaciones, el crecimiento interanual de la producción industrial se desaceleró a solo 5,4% frente a un promedio de 14,2% en el periodo enero-octubre de 2008.

Por su parte, América Latina tuvo un sexto año consecutivo de alta expansión. Entre 2003 y 2008, la región creció a una tasa promedio cercana al 5%, explicada por el buen desempeño de las exportaciones debido a los altos precios de las materias primas, el dinamismo de la inversión extranjera directa, el incremento de las remesas del exterior y la fortaleza de la demanda interna (Cuadro II.6). Los efectos de la crisis financiera internacional no se han reflejado plenamente, aunque se observó un leve deterioro de los balances fiscales y de cuenta corriente de la Balanza de Pagos en algunos países de la región. El Recuadro II.1 expone una evaluación de los probables efectos de la crisis en Bolivia.

### II.3 PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS

Durante 2008, el promedio anual de los precios internacionales de los productos básicos que exporta Bolivia aumentó en 34,7% respecto al promedio del año anterior, impulsado por los incrementos registrados durante los primeros siete meses del año, ya que los subsiguientes registraron una importante caída (Gráfico II.7).<sup>22</sup> A partir de agosto de 2008 hasta enero de 2009, los precios promedio mensuales de los combustibles cayeron 21,3%, los de productos agrícolas en 21,2% y los minerales en 34,8%.

Durante enero de 2009 se registró una caída de 13% en el índice general tomando como referencia finales de 2009, explicado en buena medida por una reducción del precio de exportación del gas natural, que contrarrestó los leves repuntes observados en los índices agregados de minería y agricultura.

Un caso especial para remarcar fue el de la cotización del petróleo, que alcanzó un nivel récord de \$us145,7 el barril a principios de julio. El significativo incremento observado en el primer semestre de 2008 se explicó por una fuerte expansión de la demanda y una baja capacidad de reacción de la oferta (decisiones de producción dirigidas por la Organización de Países Exportadores de Petróleo u OPEP, baja capacidad adicional para incrementar la producción, incrementos de costos en la industria y bajos niveles de inversión). A ello se sumaron los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y factores financieros asociados con la debilidad del dólar, las bajas tasas de interés y la inversión especulativa en los mercados de futuros de petróleo.

**CUADRO II.6: INDICADORES MACROECONÓMICOS DE PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS**  
(En porcentajes)

	Argentina		Brasil		Chile		Colombia		Perú	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
PIB <sup>1/</sup>	8,7	6,2	5,4	5,2	5,1	4,1	7,7	3,7	8,9	9,0
Consumo <sup>1/</sup>	8,8	6,9	5,6	5,7	7,4	5,4	6,5	3,2	7,9	8,2
Inversión <sup>1/</sup>	13,6	11,5	13,4	14,6	11,9	19,5	20,6	8,9	21,3	25,2
Desempleo <sup>2/</sup>	7,5	8,0	7,4	7,7	7,2	7,8	9,9	11,2	6,9	7,2
Balance Fiscal <sup>3/</sup>	1,0	1,2	-2,3	-2,8	8,8	6,3	-0,4	-1,3	3,1	2,4
Cuenta corriente <sup>3/</sup>	2,7	2,3	0,1	-2,0	4,2	-2,3	-2,8	-2,7	1,4	-3,0
Balanza comercial <sup>3/</sup>	4,2	4,9	3,0	1,7	13,8	7,0	-1,4	0,0	7,8	3,5
Deuda externa <sup>3/</sup>	47,6	47,0	14,6	15,2	32,5	38,4	21,1	21,7	30,4	26,3

FUENTE: *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre 2008).

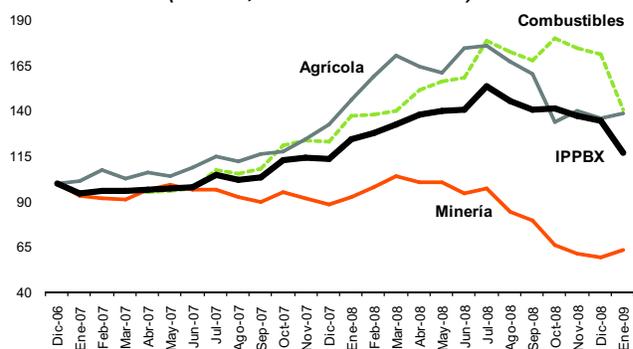
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Variación porcentual anual.

<sup>2/</sup> Porcentaje.

<sup>3/</sup> Como porcentaje del PIB.

**GRÁFICO II.7: ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA**  
(Índices, diciembre 2006 =100)



FUENTE: *Bloomberg*.

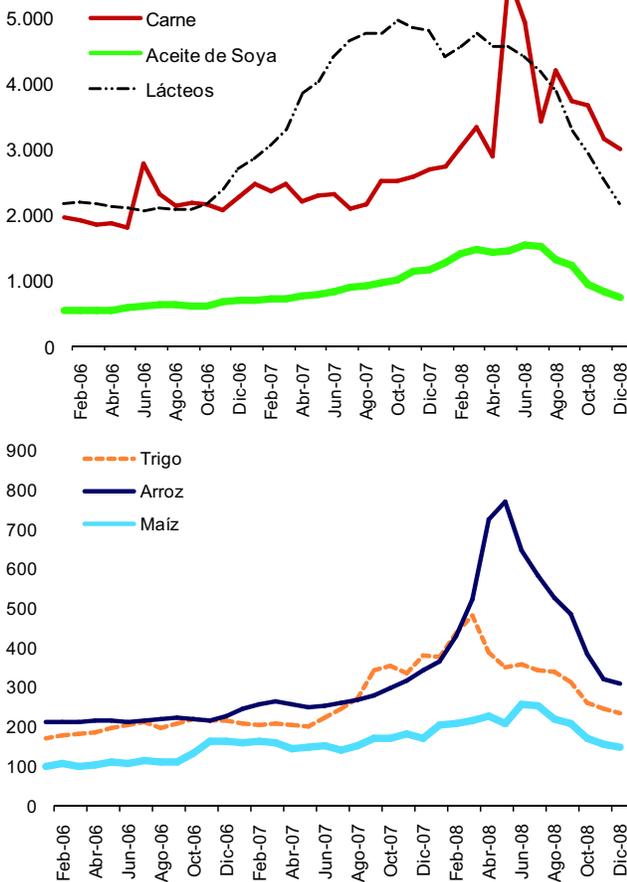
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación.

El dato de enero corresponde al acumulado al 23 de enero de 2009.

<sup>22</sup> El gráfico expone precios promedio mensuales.

**GRÁFICO II.8: PRECIOS DE ALGUNOS PRODUCTOS AGROPECUARIOS SELECCIONADOS**  
(En dólares americanos por tonelada métrica)



FUENTE: Food and Agriculture Organization.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Sin embargo, posteriormente los precios registraron fuertes caídas provocadas por la crisis mundial y las expectativas de una menor demanda ante el debilitamiento del crecimiento económico de la mayoría de los países. Ante esta situación, la OPEP ha intentado frenar el derrumbe de las cotizaciones con tres recortes consecutivos de su oferta conjunta de petróleo.

Similar comportamiento se observó en los precios de exportación de gas natural, que alcanzaron su máximo nivel de \$us8,75 el millar de pie cúbico en octubre de 2008, lo que implica un crecimiento promedio anual de 57,2% respecto a 2007. A partir de enero de 2009, se manifestó con rezago el efecto adverso de la caída de los precios del petróleo sobre los precios de exportación de este producto.

Respecto a los precios de los alimentos, el crecimiento registrado en el primer semestre estuvo asociado tanto a factores estructurales como la expansión económica de China y la producción creciente de biocombustibles, como a factores coyunturales como las condiciones climáticas adversas, la inversión financiera en futuros y opciones de materias primas y prácticas proteccionistas efectuadas por algunos países. La manifestación más severa de la crisis mundial repercutió también sobre el descenso de sus precios en la segunda mitad de año. A ello se sumaron también condiciones de oferta más favorables provenientes de menores restricciones a las exportaciones de arroz y trigo, así como efectos climáticos menos dañinos de lo esperado en la producción de maíz y soya de los Estados Unidos (Gráfico II.8).

Para el caso de los precios de productos agrícolas exportados por Bolivia, entre agosto de 2008 y enero de 2009 las caídas más relevantes fueron las del grano de soya (33,7%), aceite de soya (46,8%), harina de soya (23,5%), azúcar (13,1%), café (13,6%) y algodón (27,0%).

Por su parte, los precios de minerales se incrementaron durante el primer semestre, principalmente del oro y la plata, debido básicamente a la debilidad del dólar; y en el caso del estaño a que China, a pesar de ser principal productor mundial de este mineral, pasó a ser importador neto ante una creciente demanda no abastecida por la producción interna. Posteriormente, las cotizaciones de estos minerales cayeron como

efecto de las expectativas adversas sobre la actividad económica mundial y la crisis financiera. En el caso del zinc, su caída fue significativa aunque su precio experimentó una tendencia decreciente desde fines de 2006 debido al incremento en la oferta de China y de algunos países africanos. Adicionalmente, cabe anotar que el zinc se encuentra vinculado con los sectores más afectados por la crisis en la economía mundial, como la industria automovilística y la industria de la construcción.

#### II.4 INFLACIÓN INTERNACIONAL

La desaceleración de la economía mundial y la caída de los precios internacionales de los productos básicos, en particular combustibles y alimentos, disminuyó de forma importante las presiones inflacionarias en las economías avanzadas, especialmente a partir de mediados de año, para finalizar con inflaciones menores a las de 2007 (Cuadro II.7). Estados Unidos, la Zona del Euro y Japón experimentaron visibles disminuciones de precios de los combustibles derivados, transporte y servicios básicos. La fuerte caída de la inflación estuvo asociada también con la disminución de los efectos de segunda vuelta en estas economías.

De igual forma, la disminución de las presiones inflacionarias incidió favorablemente sobre los márgenes de acción de la política monetaria, permitiendo reducir las tasas de interés de política con el fin de atenuar las tensiones de los mercados monetarios por el endurecimiento de las condiciones crediticias, además de otras medidas (Gráfico II.9).

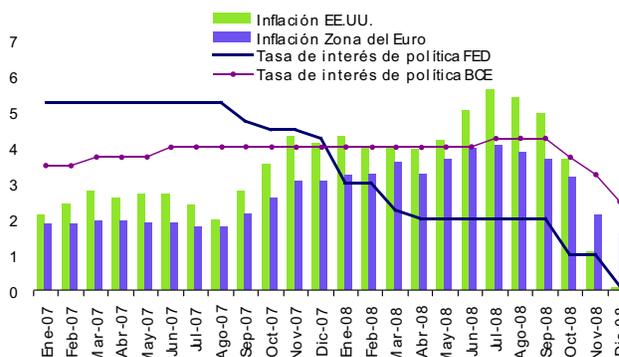
En las economías emergentes y en desarrollo se observó una mayor resistencia a la caída en la inflación. En América Latina, buena parte de la inflación se explicó por el importante peso relativo que tienen los alimentos en la canasta básica de consumo en comparación con economías avanzadas; y por la sensibilidad de los mismos a choques climáticos y otros que restringieron su oferta. Asimismo, el incremento de precios de los combustibles y del transporte también incidió de forma importante sobre la inflación. Varias economías de la región no solamente registraron incrementos en su tasa de inflación respecto a 2007, sino que también superaron ampliamente sus metas de inflación. Destacaron principalmente Colombia que superó el punto central de su meta en 3,7pp, Chile

**CUADRO II.7: INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Variación porcentual a diciembre)

	2007	2008	Meta de Inflación 2008
<b>Mundo</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	
Estados Unidos	4,1	0,1	
Zona del Euro	3,1	1,6	2%
Japón	0,1	1,5	2%
<b>Asia (sin Japón)</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>	
<b>América Latina</b>	<b>6,2</b>	<b>8,6</b>	
Argentina	8,5	7,2	7 - 11%
Brasil	4,5	5,9	2,5 - 6,5%
Chile	7,8	7,1	2 - 4%
Colombia	5,7	7,7	3,5 - 4,5%
Perú	3,9	6,7	1 - 3%
R. B. de Venezuela	22,5	31,9	11%

FUENTE: Bloomberg y Latin Focus Consensus Forecast (enero de 2009).  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO II.9: INFLACIÓN Y TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA EN EE.UU. Y LA ZONA DEL EURO**  
(Variación porcentual a 12 meses y porcentaje)



FUENTE: JPMorgan, Federal Reserve y Banco Central Europeo.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

(4,1pp), Perú (4,7pp) y Venezuela (20,9pp). Sólo Brasil y Argentina registraron una inflación dentro su rango de tolerancia inflacionaria. El Recuadro II.2 presenta un análisis comparativo de los determinantes de la infación en Bolivia y algunos países de América Latina.

Otra de las razones de la resistencia de la inflación en América Latina tiene que ver con las expectativas inflacionarias del público, que crecieron a lo largo del año. Esto puede atribuirse en parte a la percepción inicial de moderados efectos adversos de la crisis sobre la actividad económica de la región. Empero, a fines de año, las expectativas comenzaron a ceder, habida cuenta de una percepción más clara de los importantes efectos de la desaceleración en los aumentos de precios, aunque mitigadas por la apreciación del dólar estadounidense y el consiguiente incremento de los artículos importados en estos países.

**CUADRO II.8: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS ACUMULADOS  
(Al 31 de diciembre de 2008, variación porcentual)**

País	Desde enero 2003	Desde enero 2008
Argentina	2,5	9,8
Bolivia <sup>1/</sup>	-5,7	-7,8
Brasil	-33,4	30,7
Chile	-12,8	28,3
Colombia	-23,0	11,5
Japón	-23,8	-18,8
Perú	-10,5	5,0
Reino Unido	-8,4	-26,5
R. B. de Venezuela	54,6	0,0
Zona del Euro	34,3	-4,3

FUENTE: *Bloomberg* y Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: <sup>1/</sup> Tipo de cambio oficial de venta.

Los socios comerciales con flotación cambiaria reaccionaron con intensidad y volatilidad. A fines de 2008 las depreciaciones nominales de las monedas de Brasil, Chile y Colombia fueron importantes, cerrando la gestión con tasas mayores al 10%, en gran parte debidas a la caída de los precios internacionales de los productos básicos (Cuadro II.8). Algunas economías decidieron intervenir en los mercados cambiarios para evitar una excesiva volatilidad en sus paridades cambiarias respaldadas por sus adecuados niveles de reservas y los superávits en sus balanzas de pagos.

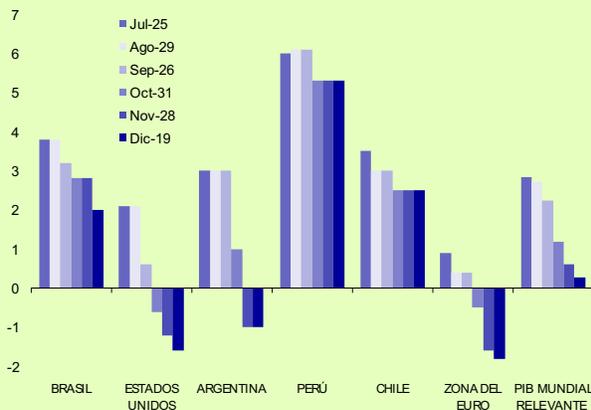
## RECUADRO II.1: PROBABLE IMPACTO DE LA CRISIS EN LA ECONOMÍA BOLIVIANA

Los principales canales de transmisión por los cuales la crisis internacional afectaría a Bolivia son de carácter real; y están asociados con la contracción de la demanda externa, la caída de los precios internacionales de productos básicos y el flujo de remesas. En cambio, los canales relacionados con los flujos financieros no son significativos, debido a los escasos vínculos entre el sistema financiero nacional y global.

### i) La contracción de la demanda externa

Debido a las repercusiones de la crisis, las previsiones de crecimiento económico externo relevante para Bolivia en 2009 se han deteriorado gradual y sostenidamente a partir de septiembre del año pasado. Considerando las perspectivas de crecimiento del mes de diciembre de los principales socios comerciales de Bolivia se tiene que el PIB mundial relevante para 2009 crecería sólo 0,4% frente a la previsión de 2,8% en el mes de julio del año pasado, 2,4pp hacia la baja (Gráfico II.10).

**GRÁFICO II.10: EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2009 EN ALGUNOS SOCIOS COMERCIALES DE BOLIVIA**  
(En porcentaje)



FUENTE: JPMORGAN.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

En términos de mercados de destino de las exportaciones, en el periodo enero - septiembre 2008 los principales fueron Brasil, Argentina, Unión Europea, Estados Unidos y los países de la

Comunidad Andina (Cuadro II.9). Dado que en estas economías las perspectivas de crecimiento en 2009 se han deteriorado, en particular la de las desarrolladas, se esperaría que contraigan su demanda y, por consiguiente, por el efecto de interdependencia afecten las exportaciones del país.

**CUADRO II.9: PRINCIPALES MERCADO DE DESTINO DE LAS EXPORTACIONES**  
(En millones de dólares americanos)

EXPORTACIONES	Enero - Septiembre	
	2007 <sup>p</sup>	2008 <sup>p</sup>
Argentina	340	380
Brasil	1.204	2.206
Colombia	122	150
Perú	171	219
R. B. de Venezuela	189	178
Chile	42	68
Estados Unidos	311	309
Unión Europea	245	334
Suiza	120	129
Japón	311	172
Corea del Sur	71	643

FUENTE: Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

(p) Cifras preliminares.

### ii) Los precios de productos básicos

De la misma forma, la caída significativa de los precios internacionales del zinc, plata y estaño, así como del petróleo y los productos agrícolas (en particular la soya y el azúcar), registrada a partir del mes de agosto de 2008 (Cuadro II.10), afectaría los ingresos por exportación, los cuales disminuirían e implicarían menores presiones inflacionarias, aunque las exportaciones reales podrían recuperarse debido a la depreciación real que este último fenómeno implicaría, tal como lo indicaba el acápite anterior.

**CUADRO II.10: VARIACIÓN DE PRECIOS DE PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN SELECCIONADOS**

Producto	Enero - Julio	Agosto - Diciembre
Zinc	-27%	-35%
Oro	4%	-1%
Estaño	21%	-44%
Plata	1%	-28%
Petróleo	24%	-63%
Gas Natural	44%	14%
Soya <sup>1/</sup>	31%	-19%
Azúcar	24%	-21%
Maderas	3%	-10%

FUENTE: INE - BCB.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Complejo soya: grano, harina, torta y aceite.

**iii) Flujo de remesas**

Las remesas de los emigrantes bolivianos recibidas hasta el tercer trimestre de 2008 aumentaron 8,1% alcanzando \$us794 millones entre enero y septiembre 2008 (Cuadro II.11). No obstante, éstas han disminuido en términos relativos al PIB con relación al año pasado. Como se menciona en el Capítulo III, las remesas provinieron principalmente de tres países: España, Estados Unidos y Argentina. Parte del incremento se debió a la depreciación del dólar frente al euro, que impactó de manera positiva en el valor recibido de las remesas especialmente de España. Sin embargo, la apreciación que el dólar experimentó durante el tercer trimestre tuvo el efecto contrario.

**CUADRO II.11: TRANSFERENCIAS PRIVADAS**  
(En millones de dólares y porcentajes)

	Enero - Septiembre		Variación	
	2007 <sup>P</sup>	2008 <sup>P</sup>	Abs.	%
<b>CRÉDITO</b>	<b>782,4</b>	<b>843,7</b>	<b>61,3</b>	<b>7,8</b>
Remesas de trabajadores	734,8	794,1	59,2	8,1
Otras transferencias	47,6	49,6	2,0	4,3
<b>DÉBITO</b>	<b>50,5</b>	<b>61,2</b>	<b>10,7</b>	<b>21,1</b>
Remesas de trabajadores	47,0	57,9	10,8	23,0
Otras transferencias	3,5	3,3	-0,1	-4,3
<b>SALDO NETO</b>	<b>731,9</b>	<b>782,6</b>	<b>50,6</b>	<b>6,9</b>

FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (p) Cifras preliminares.

De acuerdo con estimaciones realizadas por algunos organismos internacionales, los flujos de remesas hacia América Latina experimentarían durante el desarrollo de la crisis un descenso significativo debido al menor dinamismo en las economías desarrolladas de donde provienen la mayor parte de estas transferencias.

**iv) Respuestas de las políticas monetaria y cambiaria<sup>23</sup>**

En términos cuantitativos, en lugar de un crecimiento esperado entre 6% y 7% para 2009, se espera que el PIB crezca en un rango de 4,5% a 5,5%; es decir, una corrección de 1,5pp en la expansión de la actividad global. No obstante, se debe remarcar que la economía boliviana ha tenido un desempeño macroeconómico excepcional en los últimos tres años, salvo el repunte de la inflación, lo cual le permite enfrentar este fenómeno en mejores condiciones que antes y que otros países. Un ejemplo de ello, es la importante acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) y la posición acreedora neta total a nivel internacional, que sirven para mitigar los efectos adversos de la crisis. Además, los sectores extractivos (minería e hidrocarburos) tienen patrones de producción independientes del estado del ciclo económico actual.

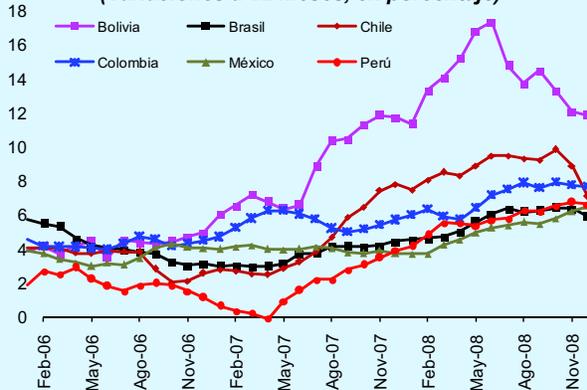
Como resultado de las tensiones en los mercados financieros y cambiarios del mundo y la región, las políticas monetaria y cambiaria aplicadas en el país se han tornado menos contractivas en el último trimestre de 2008. Al contrario de lo ejecutado en los últimos años, a partir de este periodo se han redimido los títulos públicos en poder del sistema financiero dando lugar a una expansión neta de liquidez en el sistema y también se disminuyó el ritmo de apreciación. El BCB y el Gobierno tomarán las medidas pertinentes para que la crisis no afecte significativamente a la economía, en especial a los sectores más vulnerables.

<sup>23</sup> Este aspecto se desarrolla con mayor detalle en el Capítulo 4 de este documento.

## RECUADRO II.2: ¿POR QUÉ LA INFLACIÓN EN BOLIVIA FUE MÁS ALTA QUE EN OTROS PAÍSES?

El resurgimiento de la inflación ha sido un fenómeno común a nivel regional en los últimos dos años. No obstante, este proceso se ha desarrollado con ciertas diferencias de tiempo y magnitud, que obedecen a las particularidades de las economías de cada uno de los países. En el caso concreto de Bolivia, la tasa de inflación aumentó hasta niveles superiores a sus metas y estuvo por encima de las variaciones registradas en el resto de los países de la región, con excepción de Venezuela (Gráfico II.11). En este sentido, el presente recuadro tiene por objetivo exponer algunos de los factores más relevantes de tal disonancia.

**Gráfico II.11: INFLACIÓN EN BOLIVIA Y PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Variaciones a 12 meses, en porcentaje)



FUENTE: Institutos nacionales de estadística de cada país y *Bloomberg*.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

A nivel nacional, la inflación comenzó a agudizarse a partir de 2007. El aumento fue explicado por choques en la oferta provocados por: el fenómeno "El Niño" a principios de 2007; las heladas a mediados de ese año; la irrupción de "La Niña" hacia finales de ese año y que se prolongó hasta el primer trimestre de 2008; y por el incremento en los precios internacionales de productos alimenticios en especial granos y cereales, que afectaron a productos con alto peso en la canasta del IPC como el pan. Todo hacía suponer en ese entonces que, por tratarse de una presión por el lado de la oferta, este incremento en los precios sería transitorio y la inflación retornaría a sus niveles normales en los siguientes meses.

A pesar de ello, esta cifra siguió escalando hasta alcanzar su máximo en junio de 2008 con una tasa de 17,3%. A partir de ese mes, la inflación fue cayendo significativamente hasta finalizar el 2008 en 11,8% (Gráfico I.2), debido a los factores mencionados en la sección I.5.

Vale la pena destacar que el precio de los combustibles en el territorio nacional no sufrió variación alguna, a diferencia de los ajustes que realizaron otros países como respuesta ante el incremento mundial del mismo. Este hecho significó una importante contribución para mitigar la magnitud potencial que pudo haber alcanzado la inflación.

Pese a las diferencias en el momento en que comienza a incrementarse la inflación en los países de la región, se puede observar que en la mayoría ocurrió en 2007. Por ejemplo en países como Chile y Perú, la inflación comenzó a incrementarse en abril de dicho año, siguiendo una trayectoria bastante parecida hasta finales de 2007, pero con distinta intensidad a partir de allí. La tasa de inflación chilena fue cercana a los dos dígitos durante varios meses de este periodo y alcanzó al final de 2008 a 7,1%, por encima de su meta de 3%. El incremento se debió al aumento de los precios de los combustibles y de los alimentos a nivel internacional. En el caso de Perú, el incremento de los precios tuvo similares fundamentos, por lo cual la inflación terminó en 6,7%, considerablemente superior a la meta de 2%.

En Colombia se evidenció una variación mucho más estable del nivel de precios durante este periodo (5,6% en promedio). Gran parte de este crecimiento fue atribuido a presiones de oferta provocados por alteraciones climatológicas, junto al fuerte incremento de los precios internacionales del petróleo y otras materias primas de origen agrícola. Sin embargo, la inercia inflacionaria hizo que el indicador a diciembre se ubique en 7,7%.

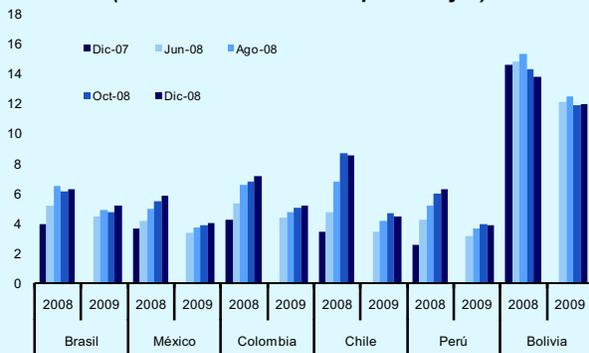
Para el caso de México, este recrudescimiento de

la inflación no fue tan marcado (4,2% en promedio) y se inició recién en 2008 al materializarse diversos riesgos inflacionarios, entre ellos el incremento del precio de las materias primas, condiciones climatológicas adversas que golpearon la oferta de productos agrícolas, e incertidumbre sobre el traspaso de la carga fiscal hacia los precios, factores que se materializaron en una variación de la inflación a diciembre del orden del 6,6%.

Finalmente, Brasil inició el periodo de aumento en la inflación en mayo del 2007, finalizando este año con una inflación anual de 4,2%. En 2008 recién se observa un repunte importante de la inflación (5,9%), pero al igual que en otros países tuvo alta incidencia el incremento de los precios internacionales de alimentos y combustibles

Los factores antes citados dan cuenta de una serie de características similares en el proceso inflacionario de los distintos países seleccionados. Todos ellos iniciaron el alza de precios a partir del segundo semestre de 2007; y es coincidente con el inicio del importante crecimiento de los precios de los alimentos y combustibles a nivel internacional, destacándose los casos de Bolivia y Chile. Asimismo, la mayor parte de estos países experimentaron importantes tasas de crecimiento de sus economías que dinamizaron el consumo y ejercieron una presión adicional sobre los precios. En este caso las tasas de crecimiento de Perú, Brasil y Bolivia fueron superiores a sus niveles de largo plazo. Por último, la magnitud de los choques, en especial el internacional y la duración del mismo modificó las expectativas inflacionarias en las distintas economías (Gráfico II.12).

**GRÁFICO II.12: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Variaciones Anuales en porcentajes)

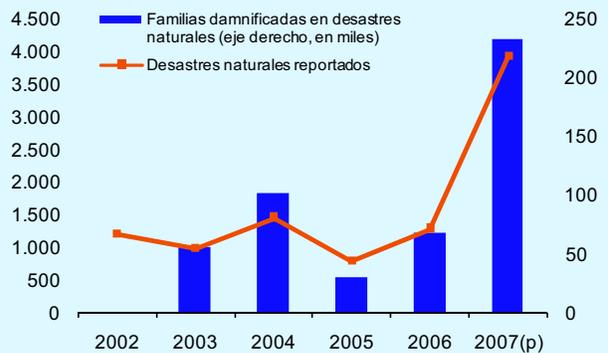


FUENTE: Foreign Exchange Consensus Forecast.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Por otra parte, las singularidades de los procesos inflacionarios en cada uno de los países que determinaron que la inflación sea más alta en algunos países que en otros podrían estar explicadas por factores como la diferente magnitud de los impactos climatológicos. De hecho estos se sintieron con mayor fuerza en Bolivia y Colombia.

En Bolivia, los principales factores detrás del mayor incremento de los precios estuvieron asociados con la contracción en la oferta nacional agropecuaria, como consecuencia de los fenómenos climáticos que repercutió de manera significativa en el capítulo de alimentos y bebidas (Gráfico II.13).

**GRÁFICO II.13: NÚMERO DE DESASTRES NATURALES Y DAMNIFICADOS EN BOLIVIA**

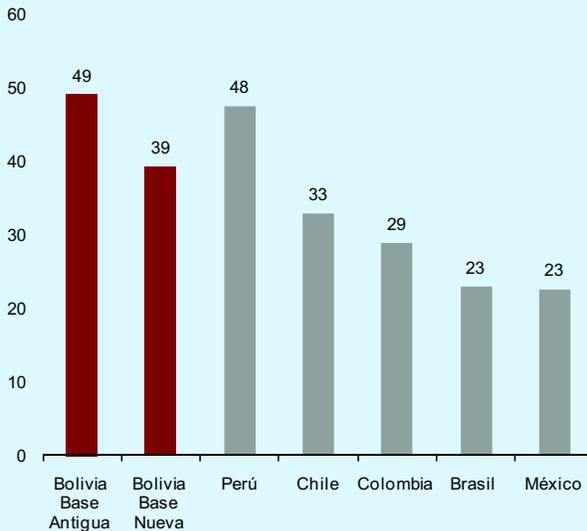


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Un aspecto adicional que podría explicar la magnitud inflacionaria boliviana, esta referido a la alta ponderación del capítulo de alimentos y bebidas. Hasta antes de abril de 2008 la ponderación ascendía a 49%, la mayor de los países seleccionados, seguida por Perú 48%. A partir del cambio de base esta ponderación se redujo a 39% pasando a segundo lugar (Gráfico II.14).<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Los países más desarrollados asignan un menor peso a los alimentos dentro de su canasta de bienes y servicios, mientras que los menos desarrollados (como Bolivia 39% y Perú 48%) le dan una elevada importancia a los alimentos en el cálculo del IPC, esto va relacionado al hecho de que el gasto en comida de un gran número de familias en estos países representa un gran porcentaje del consumo familiar.

**GRÁFICO II.14: PONDERACIÓN DE ALIMENTOS Y BEBIDAS DENTRO DEL IPC PARA PAISES SELECCIONADOS (En porcentaje)**

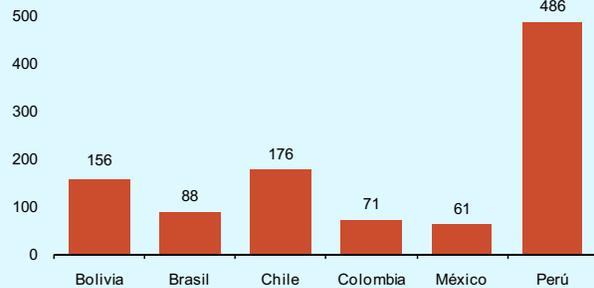


FUENTE: Institutos nacionales de estadística de los respectivos países.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Otro aspecto propio de la economía boliviana fueron problemas de abastecimiento de mercado, producto de las convulsiones sociales en algunas regiones del país que originaron interrupciones en las cadenas de comercialización. Estos hechos generaron incertidumbre inflacionaria y la aparición de especuladores que tomaron ventaja de esta coyuntura, aspectos que generaron alzas en los precios de los principales artículos de la canasta familiar.

Es importante destacar que si bien Bolivia experimentó una de las tasas de inflación más altas de la región en términos absolutos, no fue así en términos relativos. Se debe recordar que Bolivia comenzó el año 2007 con una tasa de inflación de 5% y llegó a alcanzar en 2008 una tasa de 11,8%, un incremento de 156%. Sin embargo, Perú inició ese mismo año con 1,1% y finalizó 2008 con 6,6%, un incremento de 486%. En menor medida, Chile arrancó 2007 con 2,6% y alcanzó en diciembre de 2008 a 7,1%, un incremento de su tasa de 176% (Gráfico II.15).

**GRÁFICO II.15: INCREMENTO DE LA TASA DE INFLACIÓN A DOCE MESES EN EL PERÍODO DICIEMBRE 2007 - DICIEMBRE DE 2008 (En porcentaje)**



FUENTE: Institutos nacionales de estadística de los respectivos países.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

En suma, se puede concluir que la mayor magnitud de la inflación en Bolivia y su temprana manifestación, comparada con el resto de países analizados, responde a la alta ponderación de los alimentos en la canasta familiar y su sensibilidad ante cambios de contexto nacional e internacional. En el caso de la oferta de alimentos, se debe destacar que una parte importante es importada y que la de origen interno es limitada y sensible a los cambios climatológicos, razón por la cual los choques de oferta y las fluctuaciones externas sobre los productos importados tienen elevadas repercusiones sobre los precios internos.

Por otra parte, así como el incremento en la variación de precios en Bolivia ocurrió de forma temprana, también fue el primer país en mostrar una clara reversión. Este comportamiento es coherente con la alta ponderación de los alimentos y la estructura de oferta, por lo que la recuperación en el abastecimiento de los mercados y la reducción de los precios de productos importados, por efecto de menores cotizaciones internacionales y/o depreciación de las monedas de nuestros socios comerciales, coadyuvaron a que la inflación descendiera antes que en otros países.

En el corto plazo se espera que, por el efecto de la crisis económica internacional, la inflación anual en la mayoría de los países de la región disminuya. De hecho en los últimos meses de 2008, ésta se redujo en Chile y Brasil, y se mantuvo casi invariable en los restantes países.



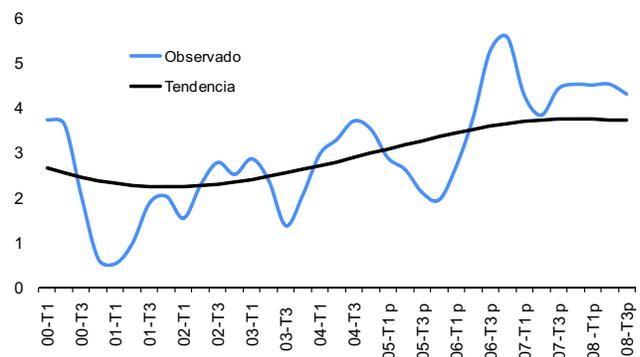
# III. Desempeño económico

*El crecimiento de la actividad económica en Bolivia en el tercer trimestre fue superior a 6%; y se caracterizó por la incidencia del sector extractivo y la recuperación de la producción de sectores sensibles a los fenómenos climatológicos, que permitieron reducir las restricciones de abastecimiento de los mercados. Por el lado de la demanda sobresalió el dinamismo del consumo privado, que contrasta con el descenso de la demanda externa neta real. En el ámbito fiscal, se observó un alto superávit, producto de mayores ingresos y un crecimiento moderado del gasto, que permitió expandir la inversión pública. Los efectos iniciales de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica y financiera fueron limitados. Debido a la coyuntura favorable en la primera parte del año, principalmente los altos precios internacionales, los resultados en las cuentas corriente y de capital en balanza de pagos fueron positivos. Por su parte, el sistema financiero se encuentra sólido, con buenos indicadores financieros y la actividad de intermediación no presentó sobresaltos, salvo por el incremento en la preferencia por activos denominados en moneda extranjera en el último trimestre.*

## III.1 PRODUCCIÓN Y GASTO

El crecimiento anual del Producto Interno Bruto (PIB), excluyendo actividades extractivas, continuó por encima del nivel de tendencia, por el comportamiento favorable de la producción de servicios y de la industria manufacturera, y el estímulo del consumo y la inversión (Gráfico III.1). Sin embargo, la diferencia promedio trimestral entre el crecimiento observado y el nivel de tendencia estimado en 2008, es inferior con relación a un año atrás.

**GRÁFICO III.1: CRECIMIENTO DEL PIB SIN EXTRACTIVAS**  
(En porcentaje respecto a similar trimestre del año previo)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (p) Cifras preliminares.

El PIB de tendencia se aproximó mediante el filtro Hodrick-Prescott (HP) con un factor específico para Bolivia. El PIB observado excluye estacionalidad y el componente irregular.

**III.1.1 Crecimiento por sectores**

En los primeros nueve meses del año 2008 el PIB creció 6,5%, constituyéndose en la tasa más elevada de los últimos veinte años, la cual se explica en gran medida por el desempeño de los sectores extractivos, en particular la minería. Cuando se excluyen estos sectores, el crecimiento interanual al tercer trimestre de 2008 fue 4,4% y el acumulado 4,0% (Cuadro III.1).

En los sectores extractivos destaca la minería, que registró un crecimiento de 69% en los primeros nueve meses y tuvo una incidencia de 2,8pp en la expansión del PIB global, principalmente por la producción del proyecto minero San Cristóbal (Cuadro III.1). El crecimiento en la producción del sector de hidrocarburos fue de 3,6%; y se espera que como resultado de nuevas inversiones para la extracción de gas y petróleo habrá mayor producción en los siguientes años.

Los sectores de servicios y de industria crecieron en 2008 a tasas menores que la gestión pasada y redujeron su incidencia en el crecimiento del PIB global. Sin embargo, mantienen tasas de crecimiento por sobre el 4% y superiores al crecimiento de tendencia estimado para el PIB no extractivo. Al interior del rubro de servicios resalta la construcción, que creció en 9,2%, establecimientos financieros (5,4%), comercio (4,6%), transporte, almacenamiento y comunicaciones (4,4%) y los servicios de electricidad, gas y agua (4,3%).

En el sector de industria sobresalió el crecimiento de la producción de textiles, la refinación de hidrocarburos, pero sobre todo, la producción de minerales no metálicos (cemento). El rubro de alimentos, bebidas y tabaco creció en 2008 a una tasa menor que el crecimiento promedio del sector industrial. Sin embargo, destacó la recuperación de la producción de algunos productos estratégicos dentro de la canasta familiar como las carnes frescas y elaboradas, productos lácteos y productos de molinería y panadería. El primer y segundo rubro presentaron un bajo desempeño en 2007 por efecto de los problemas climáticos, y el tercer rubro por dificultades de abastecimiento de insumos como resultado de los elevados precios internacionales.

**CUADRO III.1: COMPORTAMIENTO DEL PIB SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
(Variación acumulada al tercer trimestre de cada año)

	Participación	Crecimiento		Incidencia	
	2007	2007p	2008p	2007p	2008p
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>100,0</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5</b>
Impuestos Indirectos	9,6	6,6	3,3	0,6	0,3
<b>PIB a precios básicos</b>	<b>90,4</b>	<b>3,8</b>	<b>6,9</b>	<b>3,4</b>	<b>6,2</b>
Agric., pecuaria, silvic. caza y pesca	14,6	-0,4	2,5	-0,1	0,4
Hidrocarburos	6,8	3,2	3,6	0,2	0,2
Minería	4,1	-0,1	69,0	0,0	2,8
Industria	17,0	5,7	4,5	1,0	0,8
Servicios	48,0	4,8	4,3	2,3	2,0
Electricidad, gas y agua	1,9	4,1	4,3	0,1	0,1
Construcción	2,6	10,7	9,2	0,3	0,2
Comercio	8,5	4,9	4,6	0,4	0,4
Transp.Almac.&Com.	10,9	5,0	4,4	0,5	0,5
Establecimientos Financieros	11,8	5,9	5,4	0,7	0,6
Administración pública	8,8	4,5	3,5	0,4	0,3
Otros servicios	7,1	2,8	2,4	0,2	0,2
Servicios bancarios imputados	-3,5	8,4	7,1	-0,3	-0,3
<b>PIB actividades no extractivas <sup>1/</sup></b>	<b>79,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTAS: (p) Cifras preliminares.  
<sup>1/</sup> No incluye agricultura.

A ello se suma la recuperación del sector de agricultura, pecuaria, silvicultura, caza y pesca que creció en 2,5% los primeros nueve meses de 2008, luego de una tasa negativa en similar periodo de 2007 debido a desastres naturales. Por tanto, las presiones al incremento de precios por la insuficiencia de oferta de productos alimenticios en estos dos sectores (industria y agrícola) disminuyó, con repercusiones positivas como la menor especulación observada en los mercados agrícolas.

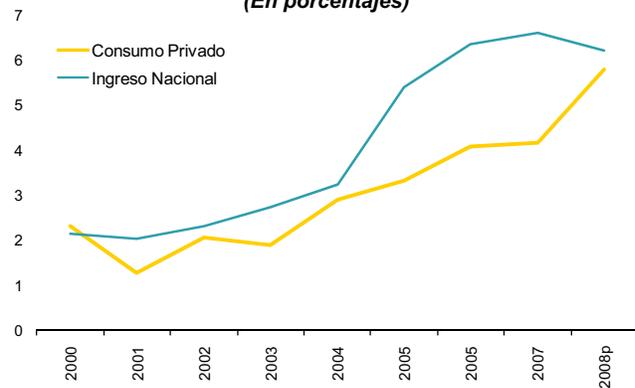
El crecimiento histórico en los sectores de industria y de servicios cuya participación en el PIB es de más del 60%, conjuntamente al estímulo en los sectores exportadores que estuvieron favorecidos en la primera parte de 2008 por los altos precios internacionales, continuó generando absorción de mano de obra. Este factor explica el incremento del índice de precios de actividades remuneradas no calificadas, que se analizó en el capítulo I, así como parte del incremento real del ingreso nacional a tasas anuales por sobre el crecimiento del PIB. Sin embargo, las presiones inflacionarias por este lado estarían disminuyendo, habida cuenta de que el crecimiento de los sectores de servicios e industria está convergiendo a niveles más moderados, y que los sectores de producción de productos exportables, principalmente el minero, podrían ser afectados por la desaceleración mundial y la caída de precios internacionales.

### III.1.2. Comportamiento del PIB según gasto

La demanda agregada fue impulsada por el consumo y la inversión. Al interior del primero, destaca el dinamismo del consumo privado que tuvo una incidencia de 4,4% y creció en 6,3% en el acumulado al tercer trimestre, la tasa de crecimiento más elevada de los últimos veinte años. Este comportamiento fue estimulado por el ingreso nacional, que por tres años consecutivos registró tasas de crecimiento por encima del 6% (Gráfico III.2). El mismo se explica por el crecimiento de la producción y de los flujos de recursos del extranjero (menor pago neto a factores por la nacionalización de YPFB y/o mayores transferencias netas recibidas, y en particular de las remesas).

En cambio, el crecimiento real del consumo público en 2008 (2,4%) fue menor que en 2007 (3,4%), dada

**GRÁFICO III.2: CRECIMIENTO DEL INGRESO NACIONAL Y DEL CONSUMO PRIVADO (p)**  
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

Los datos para 2008 corresponden al crecimiento de los primeros nueve meses.

la política de austeridad del gobierno. Además se otorgó mayor peso a la inversión pública (Cuadro III.2).

En lo que respecta a la inversión y la formación bruta de capital, las tasas de crecimiento al tercer trimestre son más bajas que en 2007, pero por tercer año consecutivo superiores al crecimiento observado del PIB. La Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) redujo su crecimiento de 14,6% acumulado al tercer trimestre de 2007 a 9,1% en similar período de 2008. La inversión del sector público creció en 9,5%, fundamentalmente por los proyectos camineros, en tanto que en el sector privado aumentó en 8,7%. Pese a esta reducción, el crecimiento de la inversión privada es consistente con la importación de bienes de capital, donde parte significativa corresponde a importaciones destinadas al sector industrial y agrícola.

En contraste con el aporte de la demanda interna (8,4%) al crecimiento acumulado, la demanda externa tuvo incidencia negativa (-1,8%). De manera similar que en 2007, el crecimiento real de las importaciones en 2008 (6,5%) fue mayor al de las exportaciones (0,9). Las importaciones correspondieron principalmente a bienes de capital e insumos, estimulada por el repunte del ingreso y de la demanda de inversión.

**CUADRO III.2: CRECIMIENTO E INCIDENCIA DEL PIB SEGÚN TIPO DE GASTO**  
(Variación acumulada al tercer trimestre de cada año)

	Participación	Crecimiento		Incidencia	
	2007	2007p	2008p	2007p	2008p
<b>PIB</b>	<b>100,0</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5</b>
<b>Consumo</b>	<b>80,3</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>
Público	10,9	3,4	2,4	0,4	0,3
Privado	69,4	3,0	6,3	2,1	4,4
<b>Inversión</b>	<b>16,5</b>	<b>24,0</b>	<b>22,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>
Variación de existencias	3,2	88,5	78,6	1,6	2,5
FBKF	13,3	14,6	9,1	1,8	1,2
Pública	6,7	18,4	9,1	1,1	0,6
Privada	6,6	10,9	8,7	0,7	0,6
<b>Exportaciones netas</b>	<b>3,2</b>	<b>-35,4</b>	<b>-58,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,8</b>
Exportaciones	36,1	-1,4	0,9	-0,6	0,3
Importaciones	32,9	3,8	6,5	1,2	2,2
<b>Demanda interna</b>	<b>96,8</b>	<b>6,1</b>	<b>8,6</b>	<b>5,8</b>	<b>8,4</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

### III.2 FINANZAS PÚBLICAS

En la gestión 2008, las políticas aplicadas en el Sector Público No Financiero (SPNF) contribuyeron al control de la liquidez de la economía. Según datos preliminares a noviembre, el incremento de los ingresos (31%), que fue mayor al aumento de los gastos (21%) determinó por tercer año consecutivo un superávit fiscal, el mayor de los últimos años.

Los ingresos fiscales aumentaron debido principalmente a: i) mayor valor de ventas de hidrocarburos (107%) conforme al mayor rol del Estado en el sector hidrocarburos; ii) mayor recaudación por renta interna (28%) por mejor administración en la recaudación de impuestos; iii) ventas de otras empresas (41%), principalmente de la Empresa Metalúrgica Vinto y iv) mayores ingresos por Renta Aduanera (24%) por mayores volúmenes importados principalmente de bienes intermedios y de capital. Los egresos por su parte aumentaron básicamente por: i) mayores gastos

en bienes y servicios (31%); y ii) mayor inversión pública (16%).<sup>25</sup>

Cifras preliminares muestran que el superávit del SPNF en 2008, medido a través del financiamiento, alcanzó Bs6,707 millones y de manera similar que en las dos gestiones anteriores, el ahorro fiscal junto a las políticas del BCB de incrementar la OMA y las modificaciones al reglamento de encaje legal, contribuyeron a regular la liquidez y controlar las presiones inflacionarias (Cuadro III.3).

El superávit fiscal de 2008 junto con el financiamiento externo de Bs1.068 millones, similar al de 2007, permitieron una contracción del financiamiento interno al SPNF de Bs7.776 millones, superior en Bs4.928 millones al de 2007. El financiamiento del sistema financiero y otro financiamiento registraron contracciones de Bs886 millones y Bs837 millones respectivamente, principalmente como resultado de menores colocaciones netas de títulos valores por parte del TGN.

De este modo, los depósitos del SPNF continuaron aumentando en 2008. Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) acumuló recursos en mayor proporción que los gobiernos locales y regionales (Gráfico III.3) debido principalmente a la aplicación del D.S. 29528 del 23 de abril de 2008 que establece adecuaciones para los contratos entre YPFB y las empresas petroleras y modifica aspectos relacionados a los pagos por concepto de regalías y la participación al TGN, lo cual permite ahorrar recursos para el proyecto YPFB Corporativo. También se destaca el aumento del 64% en los depósitos del TGN. Estos recursos constituyen un ahorro que puede ser utilizado ante posibles necesidades producto de los efectos adversos de la crisis internacional.

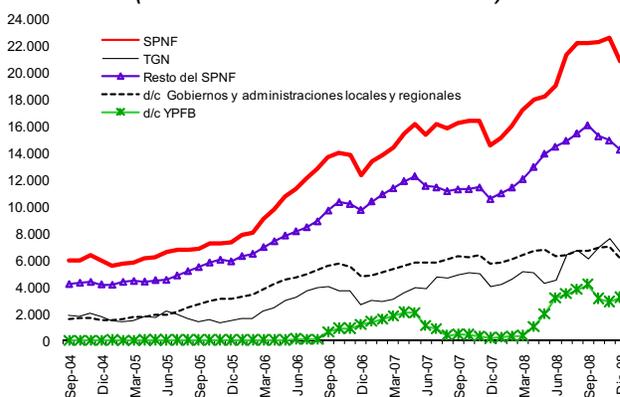
En 2008 la deuda interna del BCB se incrementó en 115,6% mientras que la del TGN en 10% (Cuadro III.4). La primera se debe a la colocación de títulos públicos con fines de regulación monetaria mediante OMA cuyo costo es menor a los ingresos que se perciben por el rendimiento de las RIN. Además, la acumulación de estos pasivos (equivalentes a \$us2.483 millones) dejan

**CUADRO III.3: FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(En millones de bolivianos)

	2006	2007	2008 (p)	Variación	
				dic 07 - dic 08	Absoluta
<b>Financiamiento</b>	<b>-4.132</b>	<b>-1.785</b>	<b>-6.707</b>		<b>-4.923</b>
<b>Financiamiento externo</b>	<b>370</b>	<b>1.063</b>	<b>1.068</b>		<b>5</b>
Desembolsos	2.695	3.268	3.720		452
Amortizaciones	-2.249	-2.130	-2.602		-472
Otros	-75	-75	-50		26
<b>Financiamiento interno</b>	<b>-4.502</b>	<b>-2.848</b>	<b>-7.776</b>		<b>-4.928</b>
<b>Banco Central</b>	<b>-5.725</b>	<b>-3.081</b>	<b>-6.052</b>		<b>-2.971</b>
Crédito	-217	162	1.947		1.786
Depósitos	-4.840	-1.947	-6.542		-4.595
Quasifiscal	-668	-1.297	-1.457		-161
Sistema financiero	165	-457	-886		-430
d/c sistema bancario	56	-246	-436		-190
Otro financiamiento Interno	1.058	690	-837		-1.527
d/c Bonos AFP	1.149	741	0		-741

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

**Gráfico III.3: DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO EN EL BCB AL 31/12/2008**  
(En miles de millones de Bolivianos)



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

**CUADRO III.4: DEUDA PÚBLICA INTERNA CON EL SECTOR PRIVADO**  
(En millones de dólares)

	Dic-07	Dic-08	Variación	
			Absoluta	%
<b>(A) TGN</b>	<b>2.521</b>	<b>2.773</b>	<b>252</b>	<b>10,0</b>
<b>TÍTULOS EMITIDOS POR EL TGN</b>	<b>2.392</b>	<b>2.644</b>	<b>252</b>	<b>10,5</b>
LETRAS C	6	0	-6	-100,0
BONOS C	799	871	72	9,0
BONOS AFP	1.557	1.743	186	12,0
OTROS BONOS	30	30	0	0,0
<b>OTROS <sup>1/</sup></b>	<b>129</b>	<b>129</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>
<b>(B) TÍTULOS EMITIDOS POR EL BCB</b>	<b>1.152</b>	<b>2.483</b>	<b>1.331</b>	<b>115,6</b>
LETRAS D	729	1.093	365	50,1
BONOS D	283	1.109	825	291,2
REQUERIMIENTO ACTIVOS LIQUIDOS	140	281	141	101,2
<b>Deuda en MN y UFV respecto al total (%)</b>	<b>74,5%</b>	<b>83,4%</b>		

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

<sup>1/</sup> Incluye deuda parcial de municipios y deuda flotante del TGN.

<sup>25</sup> Las cifras de inversión pública son mayores a las de la UPF, debido a que incluyen ajustes por operaciones de fideicomiso.

al BCB con la capacidad de expandir el crédito para contrarrestar los efectos que la crisis financiera internacional pueda tener en la actividad real. La deuda interna por OMA corresponde a recursos que están resguardados en el BCB y están siendo liberados en la medida que la economía pueda absorberlos, proceso que ya se inició en el último trimestre de 2008. De la deuda interna total 41,9% corresponde a OMA del BCB. Por su parte, la deuda del TGN que es contraída por el Gobierno para financiar gasto corriente o inversión pública, tuvo un incremento en el último año de \$us252 millones (10%).

### III.3 DEMANDA EXTERNA Y BALANZA DE PAGOS

En el período enero - septiembre de 2008 la balanza de pagos registró un superávit de \$us2.430 millones (14,2% del PIB anual estimado), resultado de los superávits en la cuenta corriente (9,2 % del PIB anual estimado) y en la cuenta capital y financiera (5% del PIB anual estimado). El superávit en la cuenta corriente fue producto principalmente del aumento de las exportaciones y de las remesas de emigrantes y los menores egresos de la cuenta renta (Cuadro III.5), lo cual refleja que los efectos de la crisis internacional aun no tuvieron efectos importantes en las cuentas externas.

El superávit en la balanza comercial explicado por el aumento del valor de las exportaciones revela la importancia del efecto precio en las cuentas externas. En efecto, las estimaciones de los términos de intercambio muestran una ganancia de 3,1% hasta el mes de octubre, debido a que las exportaciones en valores nominales se vieron favorecidas por el importante aumento de los precios de productos que exporta Bolivia los cuales registraron en muchos casos niveles récord a mediados de año.<sup>26</sup> Los indicadores de las exportaciones muestran que el aumento de éstas se debió a mejores precios (24,4%) y mayores volúmenes (21,5%).

Las importaciones de bienes en valor nominal CIF se incrementaron en 47,8% con relación a similar período de 2007, correspondiendo el 76,5% a bienes

**CUADRO III.5: RESUMEN DE LA BALANZA DE PAGOS**  
(En millones de dólares)

	Enero - Septiembre		Variación	
	2007p	2008p	Absoluta	Relativa (%)
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	<b>1.040,8</b>	<b>1.576,3</b>	<b>535,5</b>	<b>51,5</b>
Balanza Comercial	681,9	1.080,0	398,1	58,4
Exportaciones FOB	3.126,8	4.694,1	1.567,3	50,1
Importaciones CIF	2.444,9	3.614,1	1.169,2	47,8
Servicios	-145,8	-144,4	1,4	1,0
Renta (neta)	-380,6	-333,9	46,7	12,3
Transferencias	885,3	974,5	89,2	10,1
<b>II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>430,8</b>	<b>854,2</b>	<b>423,4</b>	<b>98,3</b>
Transferencias de capital	1.177,9	7,3	-1.170,5	-99,4
Inversión extranjera directa (neta)	175,0	369,6	194,7	111,3
Inversión de cartera (neta)	-28,5	59,7	88,2	309,2
Otra inversión (Incluye E y O) <sup>1/</sup>	-893,5	417,5	1.311,0	146,7
<b>III. BALANCE GLOBAL (I+II)</b>	<b>1.471,5</b>	<b>2.430,4</b>	<b>958,9</b>	<b>65,2</b>
<b>IV. TOTAL FINANCIAMIENTO</b>	<b>-1.471,5</b>	<b>-2.430,4</b>	<b>958,9</b>	<b>65,2</b>
RIN (aumento:-) <sup>2/</sup>	-1.471,5	-2.430,4	958,9	65,2
<b>Items pro memoria: En % del PIB</b>				
Cuenta corriente	7,9	9,2		
Cuenta capital y financiera	3,3	5,0		
Exportaciones de bienes	23,7	27,4		
Importaciones de bienes	18,5	21,1		
Inversión extranjera directa (neta)	1,3	2,2		

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> E y O = Errores y Omisiones.

<sup>2/</sup> Reservas Internacionales Netas del Banco Central de Bolivia.

(p) Cifras preliminares.

<sup>26</sup> Parte de este resultado se originó en los precios de los energéticos a nivel internacional, que de acuerdo con contratos, afectan con rezago a los precios efectivamente recibidos por nuestras exportaciones.

intermedios y de capital, destinados principalmente a la industria, y el restante 23,5% al consumo final. Las importaciones de bienes de consumo (duraderos y no duraderos) aumentaron en 42%, en un contexto de mayor ingreso nacional. Por su parte, las importaciones de bienes intermedios y de capital se incrementaron en 50,6% y 43%, respectivamente. Los ítems más importantes están referidos a las importaciones de combustibles, bienes intermedios y de capital para la industria, y las de equipo de transporte. El dinamismo de las importaciones de bienes intermedios, seguido de las de bienes de capital, refleja el buen desempeño de la actividad económica.

Las transferencias privadas netas recibidas aumentaron debido al incremento de 8,1% en las remesas de emigrantes, a pesar de la crisis económica mundial, alcanzando \$us794 millones entre enero y septiembre 2008. Con relación al origen de las remesas, éstas provinieron principalmente de España (40%), Estados Unidos (21,7%) y Argentina (16,1%). En conjunto, estos tres países explican el 78% del total de remesas recibidas. Parte del incremento se debió a la depreciación del dólar frente al euro, que impactó de manera positiva en el valor recibido de las remesas provenientes de la Zona del euro, especialmente España. Sin embargo, la apreciación que el dólar experimentó durante el tercer trimestre tuvo el efecto contrario.

La cuenta capital y financiera (incluyendo errores y omisiones) registró un superávit de \$us854 millones, frente a \$us431 millones en similar periodo de 2007. Las transacciones del sector público mostraron un saldo positivo de \$us47,4 millones, como consecuencia de desembolsos de deuda externa por \$us206 millones, amortizaciones de \$us125 millones y un aumento de \$us34 millones en los activos externos netos del Sector Público.

En las transacciones del sector privado destacaron los mayores flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) los cuales en términos brutos alcanzaron \$us938 millones (\$us600 millones en similar periodo 2007), y se concentraron en los sectores de hidrocarburos y minería (Cuadro III.6).

Se estima que en 2008 la cuenta corriente representó 11,3% del PIB anual, debido al favorable contexto externo de los tres primeros trimestres del año,

**CUADRO III.6: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA  
POR SECTORES  
(En millones de dólares)**

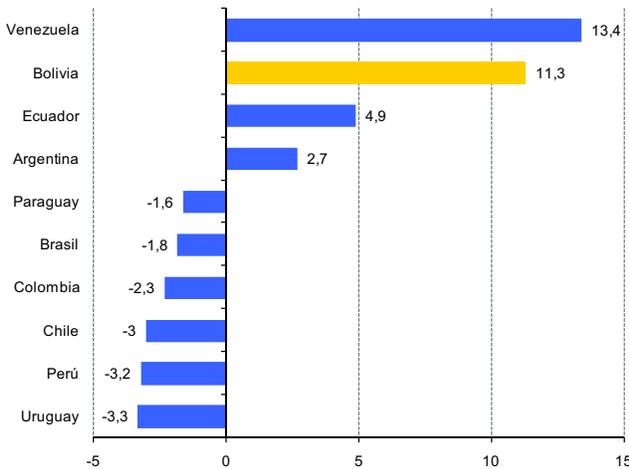
	Ene - Sep	
	2007p	2008p
<b>I. TOTAL RECIBIDO</b>	<b>600,1</b>	<b>938,2</b>
Hidrocarburos	84,8	259,0
Minería	209,4	390,7
Industria	85,1	64,4
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	131,6	33,1
Comercio, Electricidad y Otros Servicios	89,2	191,1
<b>II. DESINVERSIÓN</b>	<b>-310,1</b>	<b>-504,8</b>
<b>III. IED NETA (I - II)</b>	<b>290,0</b>	<b>433,4</b>
<b>IV. Ajuste:</b>		
Compra de acciones por YPFB	-112,0	-60,0
<b>V. IED NETA AJUSTADA (III - IV)</b>	<b>178,0</b>	<b>373,4</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

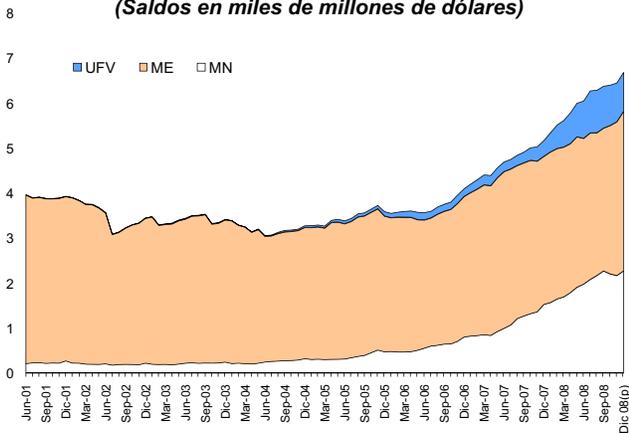
NOTA: (p) Cifras preliminares.

**GRÁFICO III.4: CUENTA CORRIENTE EN 2008**  
(En porcentaje del PIB)



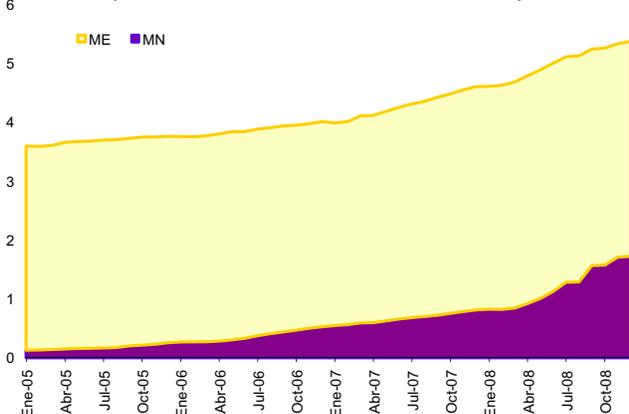
FUENTE: *Latin Focus Consensus Forecast*, Enero 2009.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO III.5: DEPÓSITOS DEL PÚBLICO EN EL SISTEMA FINANCIERO**  
(Saldos en miles de millones de dólares)



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

**GRÁFICO III.6: CRÉDITOS DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO**  
(Salos en miles de millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: Datos al 30 de diciembre de 2008.

alcanzando uno de los niveles más altos de la región (Gráfico III.4).

Los saldos favorables de las cuentas corriente y de capital-financiera permitieron que en diciembre de 2008 las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB totalizaran \$us7.722 millones, registrando un aumento de \$us2.403 millones respecto al saldo de diciembre 2007. La importante acumulación de reservas internacionales en la gestión 2008 permite al país afrontar de mejor manera los efectos de la crisis económica internacional.

### III.4 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

El sistema financiero en el año 2008 se caracterizó por la expansión importante de su actividad sin desequilibrios que pudieran afectar su estabilidad y su contribución al aparato productivo. Los efectos de la crisis financiera internacional fueron limitados en el sistema financiero nacional ya que éste presenta baja integración con los mercados internacionales de capitales. Así, los porcentajes de activos y de pasivos del sistema bancario en el extranjero representaron sólo 11,7% y 3% del total, respectivamente.

Los depósitos y créditos del sistema financiero continuaron creciendo, aunque los primeros lo hicieron en mayor magnitud debido a las políticas del BCB orientadas a regular los excesos de liquidez. No obstante, se debe destacar un ligero desaceleramiento en ambos durante el último trimestre de 2008. Los depósitos totales, expresados en dólares, crecieron en 29,4% con una mayor incidencia de los depósitos en Moneda Nacional (MN) y en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) que crecieron en 67,8%, mientras que los denominados depósitos en Moneda Extranjera (ME) crecieron en 7,4% (Gráfico III.5).<sup>27</sup>

Por su parte, a fines de 2008 el saldo de las colocaciones al sector privado alcanzaron a \$us5.356 millones, con un incremento de 16,6% respecto a diciembre de 2007, destacándose también el crecimiento de los créditos en MN con una tasa interanual de 112% (Gráfico III.6).

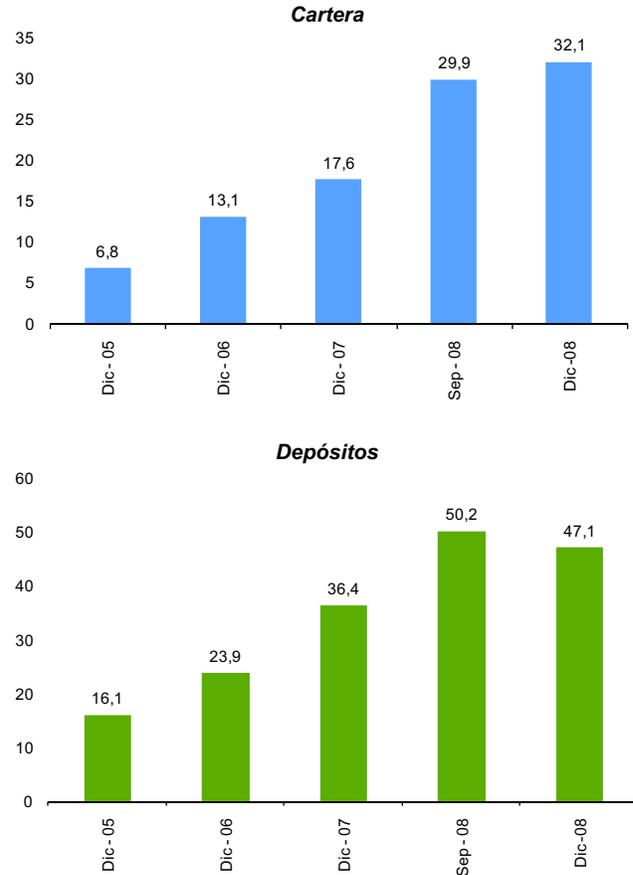
<sup>27</sup> Los datos de captaciones y colocaciones de esta sección corresponden a datos consolidados, compilados de acuerdo con normas y metodologías del *Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras* (MEMF). Por lo tanto, excluyen las operaciones entre instituciones financieras.

Como resultado de la preferencia del público por la moneda nacional, la participación de las operaciones en MN y en UFV respecto al total se incrementó entre diciembre de 2007 y de 2008 en 13,5pp y 10,7pp en cartera y depósitos respectivamente (Gráfico III.7). En los depósitos se debe resaltar también la preferencia por UFV cuya participación en el total llegó a 13,1% en diciembre de 2008.

El incremento de la bolivianización de los depósitos y de la cartera desde 2005, evidencia la creciente relevancia de la moneda nacional como medio de pago y reserva de valor. Sin embargo, en el último trimestre se registró una reversión en la bolivianización de los depósitos como resultado de las expectativas de depreciación del boliviano, debido a los efectos de la crisis financiera internacional. En efecto, a partir de septiembre de 2008 los depósitos en MN y UFV se estancaron y comenzaron a crecer los depósitos en ME con lo cual el porcentaje de depósitos en MN y UFV respecto al total se redujo de 50,2% en ese mes a 47,1% en diciembre de 2008.

Tomando en cuenta que la dolarización introduce restricciones en la efectividad de la política monetaria, incrementa la vulnerabilidad del sistema financiero por problemas de liquidez y de solvencia, y aumenta la exposición a choques externos, las medidas adoptadas por el Ente Emisor en los últimos años, además del objetivo de preservar la estabilidad de precios, tuvieron el propósito de favorecer el uso de la moneda nacional. Entre ellas se destacan los mayores requerimientos de encaje legal para depósitos en moneda extranjera y la apreciación del boliviano. Ello es consistente con las estimaciones<sup>28</sup> y encuestas realizadas que señalan que los principales factores que explican el grado de bolivianización son los movimientos de la paridad cambiaria, las expectativas de los agentes económicos acerca de las variaciones en el tipo de cambio y las medidas de encaje legal. También se debe remarcar el Impuesto a las Transacciones Financieras, que tienen similar objetivo.

**GRÁFICO III.7: BOLIVIANIZACIÓN DE DEPÓSITOS Y DE CARTERA**  
(En porcentaje del total)



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

<sup>28</sup> De acuerdo con Mendieta (2006) "Un modelo estructural de la economía boliviana" (Documento presentado en la XI Reunión de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano, llevada a cabo en Buenos Aires del 22 al 24 de noviembre de 2006), la contribución de la política cambiaria, del *spread* cambiario y de la política de requerimientos de encaje legal entre 2004 y 2006 fue de 50%, 20% y 17%, respectivamente.

Por tanto, a fines de la gestión, el BCB aprobó modificaciones a la norma de encaje legal aumentando los requerimientos de encaje adicional a 30% sobre a los incrementos de depósitos en ME respecto al nivel alcanzado a fines de septiembre de 2008. Asimismo, la Superintendencia de Bancos aprobó un sistema de provisiones diferenciado por monedas con el fin de que se haga explícito el costo y el riesgo de los créditos en ME ante variaciones del tipo de cambio.<sup>29</sup> Estas disposiciones no representan políticas restrictivas a la intermediación financiera, pues en la medida que predominen las operaciones en MN, no se generarán costos adicionales para las entidades financieras ni para sus clientes. Por el contrario, el propósito de las medidas es limitar los riesgos que la dolarización conlleva sobre las entidades financieras y las personas y empresas con las que interactúan.

**CUADRO III.7: PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO (En porcentajes)**

	Pesadez	Liquidez	ROA
Dic-05	11,3	54,6	0,7
Mar-06	12,2	57,1	1,0
Jun-06	10,5	56,7	1,1
Sep-06	10,1	58,5	1,2
Dic-06	8,7	59,9	1,3
Mar-07	8,8	68,3	1,2
Jun-07	7,0	64,8	1,5
Sep-07	6,9	61,3	1,4
Dic-07	5,6	59,3	1,9
Mar-08	5,7	65,8	1,4
Jun-08	5,2	64,7	1,7
Sep-08	5,0	65,4	1,9
Nov-08	4,7	67,5	1,9

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: Pesadez: Cartera mora/ Cartera bruta.  
 Liquidez: Activos líquidos/ Obligaciones Corto Plazo.  
 ROA: Utilidad neta/ Activo.

Precisamente, la actual crisis financiera internacional mostró la severidad del efecto sobre los mercados cambiarios y financieros de los países. En Bolivia la situación fue diferente y el efecto de mayor relevancia sobre el sistema financiero nacional se manifestó en el aumento de la preferencia por moneda extranjera y el descenso de la bolivianización. Sin considerar este aspecto, el sistema financiero boliviano es sólido y está menos integrado al sistema financiero internacional, lo cual reduce su exposición ante la crisis financiera internacional y garantiza la normalidad y continuidad de la actividad de intermediación.

A finales del tercer trimestre de 2008, el efecto de la crisis en los países de la región se caracterizó por un aumento de la incertidumbre y por la restricción de liquidez en los mercados financieros. En este contexto, la mayoría de los bancos centrales de la región tomaron varias medidas para suministrar liquidez al sistema financiero con el objeto de facilitar el funcionamiento del mercado de crédito. Pero, a diferencia de lo acontecido en estas economías, las entidades financieras en Bolivia mostraron buenos niveles de liquidez, niveles decrecientes de mora y resultados positivos y en ascenso, por lo que no fue necesario recurrir a este tipo de mecanismos (Cuadro III.7).

<sup>29</sup> Recientemente la SBEF aprobó una resolución en la que se establecen provisiones de cartera diferenciadas por moneda (Circular SB/604/2008 de la SBEF). La disposición eleva la provisión específica para cartera calificada A en ME, de 1% a 2,5%. La misma que se aplica en relación inversamente proporcional con el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) de la Entidad Financiera.

## IV. Políticas del BCB

*Las políticas monetaria y cambiaria fueron congruentes con el control de liquidez y de la evolución de los precios: fueron más dinámicas en el primer semestre y se moderaron en la medida que la inflación observada y esperada disminuyó. Debido al cambio del contexto externo, aumentaron las expectativas de depreciación de la moneda nacional y disminuyó el ritmo de la bolivianización del sistema financiero. Frente a este fenómeno, se modificó el encaje legal a los depósitos en moneda extranjera y la oferta del bolsín aumentó para satisfacer la demanda de divisas por parte de la población a través del sistema financiero. Las políticas del BCB continuarán orientadas a consolidar la estabilidad macroeconómica y fomentar la bolivianización.*

### IV.1 POLÍTICA MONETARIA

Con el objeto de propender a una inflación baja y estable, durante 2008 el BCB continuó realizando Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en forma dinámica. Sin embargo, conforme disminuyeron las presiones inflacionarias y se tuvo una menor necesidad de esterilización, estas operaciones fueron menos importantes, registrándose una reducción en la colocación neta de títulos en los últimos tres meses. En este mismo periodo, la tasa de crecimiento de los agregados monetarios se redujo notablemente en consistencia con el cambio en el entorno externo, que se reflejó en una menor demanda por moneda nacional.

#### IV.1.1 El programa monetario

A principios de cada gestión, el Directorio del BCB aprueba el Programa Monetario, determinando la meta de contracción del Crédito Interno Neto (CIN) junto a previsiones del comportamiento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) y proyecciones de la emisión monetaria de acuerdo con los determinantes

**CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FINANCIERO  
A DICIEMBRE DE 2008<sup>1/</sup>**  
(Flujos en millones de Bs acumulados  
a partir del 1ro de enero de 2008)

	META Acordada <sup>2/</sup>	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
<b>VARIABLES FISCALES</b>			
Déficit del Sector Público	Bs -2.170	-6.707	4.537
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs -3.602	-7.776	4.174
<b>VARIABLES MONETARIAS</b>			
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs -7.873	-14.509	6.636
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs -1.466	-4.595	3.129
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	\$us 1.700	2.374	674

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

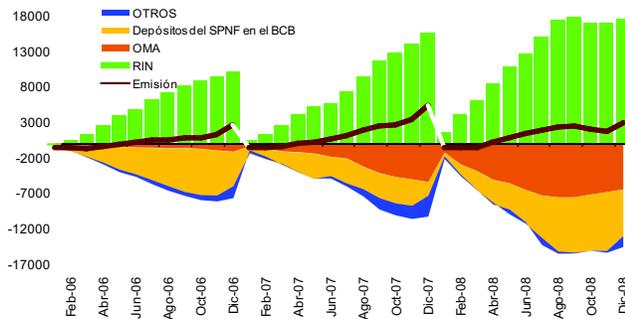
NOTAS: <sup>1/</sup> Las cifras se calculan con un tipo de cambio fijo para el dólar y los DEG, así como un precio fijo para el oro.

<sup>2/</sup> Programa acordado entre Ministerio de Hacienda y el BCB en abril de 2008.

de la demanda de dinero. El Programa Monetario considera los objetivos de política económica, el programa fiscal y las proyecciones de la balanza de pagos que, en conjunto, constituyen el programa macroeconómico anual que se elabora en forma coordinada entre el Poder Ejecutivo (Ministerio de Hacienda) y el BCB. Las metas trimestrales de este Programa fueron incorporadas en el Memorandum de Entendimiento suscrito entre ambas entidades, fortaleciendo la transparencia de las políticas macroeconómicas y el compromiso de las autoridades con ellas.

En el ámbito del programa monetario se fijaron metas de disminución del CIN y del crédito neto del BCB al Sector Público No Financiero (CIN SPNF)<sup>30</sup> junto con ganancias de RIN, habiéndose cumplido todas ellas también con márgenes apreciables (Cuadro IV.1). Los esfuerzos fiscales y monetarios que se tradujeron en márgenes respecto a las metas, respondieron al fuerte incremento de las RIN (\$us674 millones por encima de su meta) y la necesidad de regular el impacto que éstas tienen en la liquidez de la economía.

**GRÁFICO IV.1: EVOLUCIÓN DEL CIN, RIN y EMISIÓN**  
(Flujos acumulados en cada año en millones de Bs)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

En un contexto de fuerte acumulación de RIN hasta septiembre de 2008 (ver Recuadro IV.1), el BCB emitió títulos mediante OMA e implementó medidas de encaje legal para retirar los excedentes de liquidez en la economía que habrían tenido mayores impactos inflacionarios. Estas medidas se complementaron con la acumulación de depósitos del SPNF en el Ente Emisor lo que coadyuvó a una menor necesidad de OMA y de incrementos en las tasas de interés. Durante el último trimestre del año disminuyó el ritmo de acumulación de RIN y la política monetaria, consecuente con un cambio de orientación para que la política mitigue la desaceleración que podría ocurrir como consecuencia de la crisis externa, disminuyó la oferta de títulos y las colocaciones netas en OMA. Las operaciones del BCB y el ahorro del SPNF permitieron que el crecimiento de la emisión monetaria sea sustancialmente menor al incremento que habría representado la acumulación de RIN (Gráfico IV.1).

<sup>30</sup> El 14 de marzo de 2008, el Ministerio de Hacienda solicitó al BCB una línea de crédito de Emergencia Nacional equivalente a \$us600 millones, monto aprobado mediante R.D. No. 024/2008 de 17 de marzo de 2008 y enmarcado en el inciso b del artículo 22 de la Ley 1670. Del monto aprobado, durante 2008 se desembolsaron \$us241,1 millones. A pesar del otorgamiento de este préstamo, la meta de disminución del CIN al SPNF se cumplió con holgura (margen de Bs6.508 millones).

Los factores mencionados fueron determinantes en el control de la liquidez a lo largo de toda la gestión 2008 y más pronunciados que en gestiones precedentes.

Lo expuesto, se destaca al comparar las cifras ejecutadas del programa monetario en 2008 y 2007. No obstante el mayor incremento de las RIN en 2008, la emisión monetaria creció en menor medida debido a la fuerte disminución del CIN que se logró con la contracción del CIN al SPNF, el encaje legal y las OMA. Contribuyeron también el superávit del BCB en base caja (cuasifiscal) y la disminución de los créditos de liquidez del BCB al sistema financiero (Cuadro IV.2).<sup>31</sup>

### IV.1.2 Comportamiento de los agregados monetarios

Las políticas de regulación monetaria, junto con la reversión de las operaciones de cambio, afectaron el comportamiento de los agregados monetarios. Luego de las elevadas tasas interanuales de crecimiento que alcanzaron a fines del primer semestre, los agregados en moneda nacional (MN) disminuyeron su ritmo de crecimiento en forma notable. En efecto, la emisión monetaria pasó de un crecimiento a doce meses de 64,6% en junio de 2008, cerrando la gestión con una tasa de 20,9%. Asimismo, M3 (circulante más depósitos totales en moneda nacional) pasó de 89,3% a 38,0%, respectivamente (Gráfico IV.2 y Cuadro IV.3).

Por su parte, el crecimiento de los agregados monetarios que incluyen al circulante más los depósitos tanto en moneda extranjera (ME) como en MN se desaceleró a lo largo del año, finalizando la gestión con tasas acordes a sus determinantes. Así, M'1 disminuyó su crecimiento de 39,4% en junio a 20,3% en diciembre de 2008. Por su parte, el agregado monetario más amplio que comprende el circulante más los depósitos en MN y ME pasó de 26,4% a 19,9%.

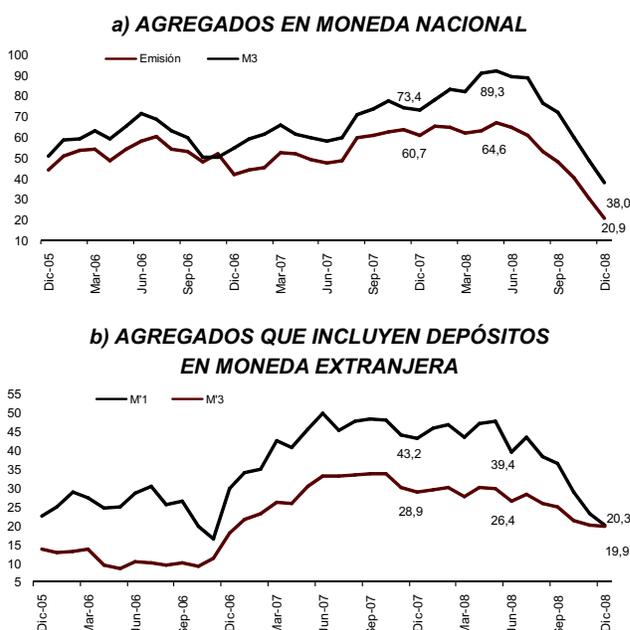
El incremento de los agregados en MN (como la emisión y M3) hasta el primer semestre y la caída subsiguiente en forma más pronunciada que los agregados totales (M'3), se explican por los cambios en la preferencia del público por mantener dinero en MN o ME, lo que no corresponde a excesos o deficiencias en la oferta de dinero que tendrían efectos colaterales en la

**CUADRO IV.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO A DICIEMBRE DE 2008**  
(Flujos en millones de Bs. a tipo de cambio fijo)

	2007	2008	Variación	
			Absoluta	%
<b>EMISIÓN</b>	<b>5.329</b>	<b>2.940</b>	<b>-2.388,8</b>	<b>-44,8</b>
<b>CREDITO INTERNO NETO (CIN)</b>	<b>-10.250</b>	<b>-14.509</b>	<b>-4.258,3</b>	<b>41,5</b>
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	-3.081	-6.052	-2.970,7	96,4
Credito Neto del BCB (CIN SPNF)	-1.784	-4.595	-2.810,2	157,5
Cuasifiscal	-1.297	-1.457	-160,5	12,4
SISTEMA FINANCIERO	-6.133	-8.661	-2.527,5	41,2
Encaje legal	-932	-1.905	-973,4	104,4
<b>OMA (LT y BT "D") y directas</b>	<b>-5.397</b>	<b>-6.437</b>	<b>-1.039,3</b>	<b>19,3</b>
Otros	196	-318	-514,4	-261,9
OTROS	-1.036	204	1.239,9	-119,7
<b>RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)</b>	<b>15.580</b>	<b>17.449</b>	<b>1.869,5</b>	<b>12,0</b>
(en mill.\$us.)	1.952	2.374	421,7	21,6

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

**GRÁFICO IV.2: TASAS DE CRECIMIENTO DE AGREGADOS MONETARIOS**  
(En porcentajes)



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

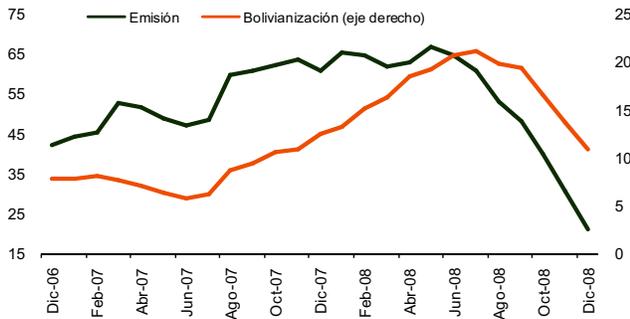
**CUADRO IV.3: TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LOS AGREGADOS MONETARIOS**  
(En porcentajes)

	Dic-07	Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dic-08
Base monetaria	55,5	61,6	65,7	49,7	27,7
Emisión monetaria	60,7	62,0	64,6	48,3	20,9
M1	59,0	62,3	62,3	52,7	27,0
M2	43,2	43,5	39,4	36,4	20,3
M2	69,9	79,2	87,1	69,3	35,8
M2	41,1	43,3	42,6	36,9	24,6
M3	73,4	82,3	89,3	71,9	38,0
M'3	28,9	27,6	26,4	24,8	19,9

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

<sup>31</sup> El superávit cuasifiscal, el incremento del encaje y de las OMA se registran con signo negativo.

**GRÁFICO IV.3: CRECIMIENTO DE LA EMISIÓN Y CAMBIO EN LA BOLIVIANIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS (En porcentajes)**



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

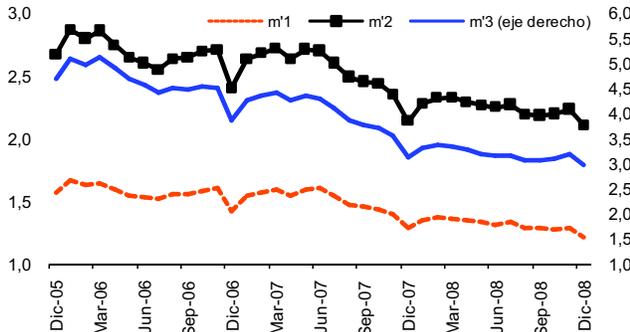
actividad o la inflación. En efecto, el incremento en la tasa de crecimiento de la emisión monetaria en la primera parte de 2008 respondió a la profundización de la bolivianización. En la medida que ésta disminuyó, debido a las expectativas de depreciación del boliviano frente al dólar, el crecimiento anual de la emisión descendió hasta llegar a 20,9% en diciembre de 2008 (Gráfico IV.3).<sup>32</sup>

El dinamismo de las políticas de regulación monetaria se reflejó también en la disminución de los multiplicadores monetarios, con lo que se redujo la creación secundaria de dinero. Los multiplicadores m'1, m'2 y m'3 registraron leves caídas entre diciembre de 2007 y 2008 de -5,8%, -2,5% y -6,11%, respectivamente (Gráfico IV.4).

**IV.1.3 Operaciones de Mercado Abierto**

Las OMA constituyen el principal instrumento de regulación monetaria del BCB, mediante la colocación de títulos el ente emisor retira la liquidez en exceso de la economía y mediante la redención de estos títulos devuelve la liquidez a la economía. Es importante aclarar que la deuda interna del Banco Central que se genera mediante OMA, corresponde a recursos que están resguardados en el BCB y serán liberados en la medida que la economía pueda absorberlos, proceso que ya se inició en el último trimestre de 2008, como se verá más adelante. Además, su costo es menor frente a los ingresos que se perciben por el rendimiento de las RIN y la acumulación de estos pasivos permitirán al BCB expandir el crédito si es necesario.

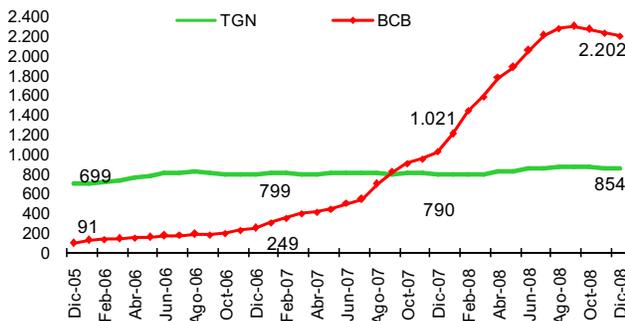
**GRÁFICO IV.4: MULTIPLICADORES MONETARIOS**



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

El saldo de los títulos colocados mediante OMA por parte del BCB alcanzó \$us2.202 millones en diciembre de 2008, habiéndose incrementado en \$us1.181 millones durante la gestión (116%). Debido al cambio en el contexto internacional y sus efectos en la liquidez interna, en el último trimestre en forma neta se redimieron títulos por el equivalente a \$us96 millones (Gráfico V.5).<sup>33</sup> En el caso de los títulos colocados mediante subastas por el TGN, su saldo se incrementó

**GRÁFICO IV.5: EVOLUCIÓN DE LA COLOCACIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS (Saldos netos en millones de dólares)**



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

<sup>32</sup> El cambio en la bolivianización se mide como la diferencia entre el porcentaje de depósitos en MN respecto al total con relación a la misma definición doce meses atrás. Estimaciones econométricas internas (Ver el Recuadro IV.1 del IPM de enero de 2008) muestran que por cada punto porcentual de variación en el porcentaje de bolivianización de depósitos, la emisión varía en torno a 1,1pp. Este efecto es menor (mayor) en la medida que la bolivianización (dolarización) es mayor (menor); es decir, no es lineal.

<sup>33</sup> En los lineamientos para las OMA que el Directorio del BCB aprueba trimestralmente, se autorizó una redención de títulos para el cuarto trimestre. El BCB disminuyó la oferta de títulos en Bs590 millones y en UFV215 millones.

respecto a la gestión pasada debido a que el sector público no requirió mayor financiamiento por este medio en razón a su superávit.

El esfuerzo realizado mediante OMA llegó a su nivel máximo en septiembre de 2008, determinado por la necesidad de esterilizar el elevado incremento de la liquidez originada en el crecimiento de las RIN (Cuadro IV.4).

- La relación de OMA respecto a RIN aumentó sostenidamente de 7,7% a fines de 2006 a 27,0% a fines de septiembre de 2008.
- La relación OMA a emisión monetaria subió de 21,3% a finales de 2006 a 91,6% en septiembre de 2008, y respecto al agregado monetario más amplio (M'3) aumentó de 4,6% a 24,9% en el mismo periodo. Es decir, que 92 centavos de cada boliviano emitido, que equivalió a la cuarta parte del dinero total de la economía, fueron retirados mediante OMA.
- En el último trimestre los indicadores reflejaron el cambio en la orientación de la política monetaria. De esta forma, las relaciones OMA/RIN, OMA/Emisión y OMA/M'3 disminuyeron en diciembre de 2008 a 25,2%, 83,1% y 22,3%, respectivamente.

Las OMA directas con el público<sup>34</sup> continuaron realizándose con títulos a plazos de 28 y 56 días en MN y 182 días en UFV. Estas operaciones crecieron ininterrumpidamente alcanzando la suma de Bs177,2 millones en septiembre de 2008, para luego disminuir a Bs168,0 millones a fines de diciembre (Gráfico IV.6). Aunque el saldo es pequeño en comparación con el total de OMA, generaron incentivos para que las tasas de interés del mercado monetario influyan en las tasas del sistema bancario.

No obstante la política monetaria contractiva en 2008, ésta se balanceó de acuerdo con las necesidades de la economía sin reprimir las necesidades de financiamiento del sector privado. En efecto, el crédito del sistema financiero al sector privado registró un

**CUADRO IV.4: POLÍTICAS ORIENTADAS A DISMINUIR LAS PRESIONES INFLACIONARIAS EN 2006-2008**  
(En porcentajes y centavos de boliviano)

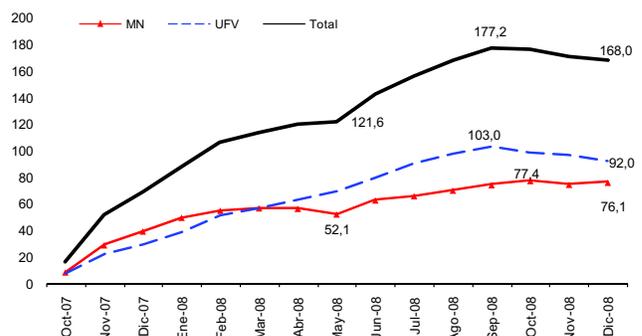
Indicadores	2006	2007	2008			
			Trím I	Trím II	Trím III	Trím IV(*)
Operaciones de Mercado Abierto/Reservas Internacionales Netas	7,7	17,9	25,9	27,7	27,0	25,2
Crédito Interno Neto/Reservas Internacionales Netas	-63,9	-65,4	-69,7	-69,9	-70,6	-69,7
Operaciones de Mercado Abierto/(Operaciones de Mercado Abierto+EXC)	63,3	84,1	96,0	96,0	94,9	86,4
Operaciones de Mercado Abierto/EMISIÓN	21,3	51,7	85,3	91,9	91,6	83,1
Operaciones de Mercado Abierto/M'3	4,6	13,6	21,4	24,4	24,9	22,3
Tasas de interés LT MN a 13 semanas (%)	4,8	7,3	7,3	8,0	8,6	8,7

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (\*) Los datos son a diciembre de 2008.

**GRÁFICO IV.6: EVOLUCIÓN TÍTULOS DE COLOCACIÓN DIRECTA BCB**  
(Saldos netos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

<sup>34</sup> Estas operaciones constituyen un nuevo y original instrumento creado para mejorar la efectividad de las políticas permitiendo que el público en general pueda acceder a los títulos del BCB, los cuales anteriormente sólo podían ser adquiridos por las entidades financieras. De esta forma, al mismo tiempo que se dio al público una alternativa de ahorro seguro y con rendimientos atractivos, se mejoró sustancialmente la efectividad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

nivel histórico de crecimiento en el año 2008 (ver sección III.4).

**IV.1.3.1 Tasas de interés del mercado monetario**

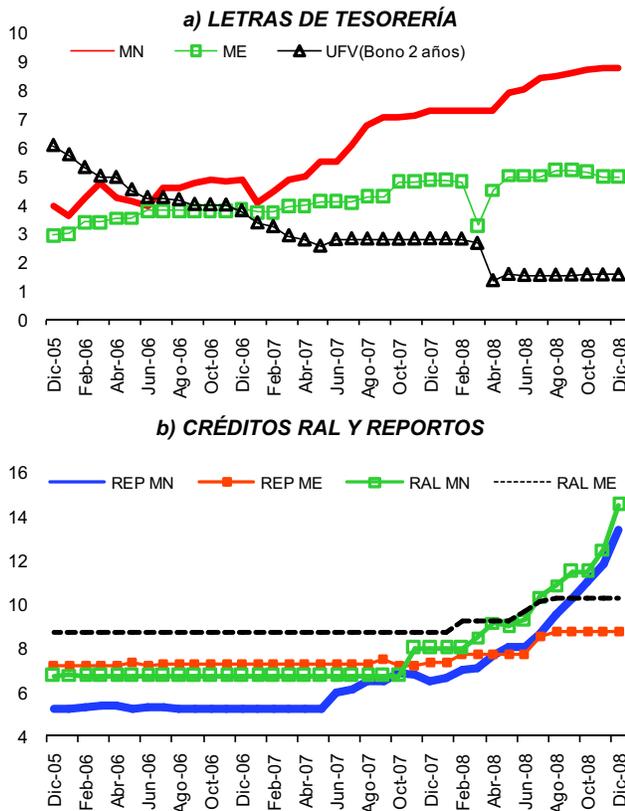
Consistente con el dinamismo de las OMA las tasas de rendimiento de los títulos en MN continuaron incrementándose en 2008, de manera más pronunciada durante los tres primeros trimestres y en menor medida en el último, por el cambio en la orientación de la política monetaria. Las tasas para Letras del Tesoro en MN a 13 semanas aumentaron en 0,8 puntos porcentuales (pp) entre junio y diciembre de 2008. En cambio, las tasas de los instrumentos en ME se mantuvieron constantes en similar período, al igual que los rendimientos de los títulos en UFV a 728 días, y a 52 semanas.

Por su parte, las tasas de interés para operaciones de reporto y créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL en MN subieron en mayor proporción (5,3pp y 5,2pp en el mismo período) que las correspondientes en ME, debido a la demanda temporal de liquidez en MN en los últimos meses del año que probablemente se estaba orientando a operaciones cambiarias (Gráfico IV.7).

Con la finalidad de mejorar los mecanismos de transmisión de tasas monetarias a tasas bancarias y profundizar la remonetización financiera, desde 2007 el BCB incentivó las operaciones financieras en UFV incrementando las OMA en esta denominación (tanto con instituciones financieras y directas con el público), además de modificar la posición de cambios de las entidades bancarias<sup>35</sup> Como resultado, se incrementó la participación de las operaciones en UFV en las OMA (de 52,8% en diciembre de 2007 a 70,8% en diciembre de 2008) y en las captaciones en el sistema financiero (6,7% del total en diciembre de 2007 a 12,9% en diciembre de 2008).

Estas operaciones fueron relevantes porque coadyuvaron a mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En efecto, las tasas de títulos públicos en MN no presentan una relación fuerte con

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



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: La tasa de rendimiento de letras de tesorería en ME en marzo de 2008 se debió a una postura atípica.

<sup>35</sup> La norma de posición de cambios determinó como límite a la posición larga en UFV (activo menos pasivo) el 20% del patrimonio de cada entidad.

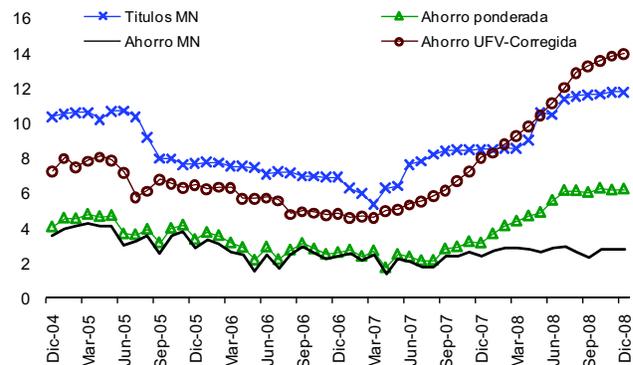
la tasa de ahorro en MN. Sin embargo, la relación es más estrecha con las tasas de ahorro en UFV que incorporan la variación de la UFV (Tasas de Ahorro UFV corregida) o con las tasas de ahorro en MN y en UFV ponderadas por los montos de depósitos (Tasas de Ahorro ponderadas) (Gráfico IV.8). De este modo, los beneficios de rentabilidad de los títulos públicos para las entidades financieras también llegaron a beneficiar a los depositantes y se logró mejorar los mecanismos de transmisión contribuyendo a contener las presiones inflacionarias. Además, estas operaciones son un medio para reducir el grado de dolarización de la economía.<sup>36</sup>

#### IV.1.4 Encaje legal

En la gestión 2008 se modificó el Reglamento de Encaje Legal ampliando la base sobre la que se aplica el encaje adicional a los depósitos en ME. Este encaje, de 7,5% aplicable a la diferencia entre los depósitos en ME de la fecha de cómputo y un porcentaje de los prevaecientes en la fecha base (31 de marzo de 2005), fue creado con el objeto de incentivar las captaciones en MN y UFV puesto que incluía un sistema de compensación equivalente al 7,5% de los depósitos que exceden el nivel alcanzado en la misma fecha base. En 2007, se redujo el porcentaje señalado de 80% a 70% con lo que se amplió el monto sobre el que se aplica el encaje adicional en ME; y en 2008 disminuyó el porcentaje a 60% a partir del 25 de febrero y a 0% desde el 30 de junio.<sup>37</sup>

Las últimas Resoluciones de Directorio (R.D.) dispusieron también que, a partir del 25 de febrero de 2008 los depósitos a plazo fijo en MN hasta 360 días estén sujetos a encaje en efectivo y en títulos.<sup>38</sup> Como resultado de las modificaciones mencionadas, no sólo

**GRÁFICO IV.8: TASAS DEL MERCADO MONETARIO Y DEL SISTEMA BANCARIO (En porcentajes)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica.

NOTA:

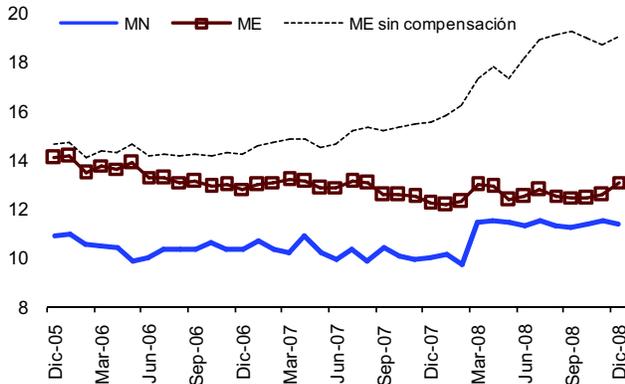
La tasa ahorro UFV-Corregida corresponde a la tasa en UFV del sistema bancario que incorpora la variación de la UFV. La tasa de ahorro ponderada es el promedio ponderado de las tasas de ahorro en MN y en UFV (incorporando la variación de la UFV), donde el ponderador corresponde a los depósitos en cada denominación.

<sup>36</sup> El BCB es consciente de los riesgos de inercia que entrañan las operaciones indexadas, pero se privilegió el objetivo de estabilidad macroeconómica en un contexto de alta inflación y bajas tasas bancarias que estaban restando efectividad a la política monetaria. Además, el BCB puede regular estas operaciones ya que es, finalmente, el poseedor de los pasivos en esta denominación.

<sup>37</sup> Mediante R.D. 118/2006 de 12/12/06, a partir del 15/01/07 hasta 1/07/07 se redujo el porcentaje de 80% a 70% y a partir del 2/07/07 a 60%. Mediante R.D. 156/2007 y Decisión Presidencial del BCB No. 01/2008 de 4/01/08 a partir del 25/02/08 el porcentaje disminuyó de 60% a 30% y a 0% partir del 30/06/08.

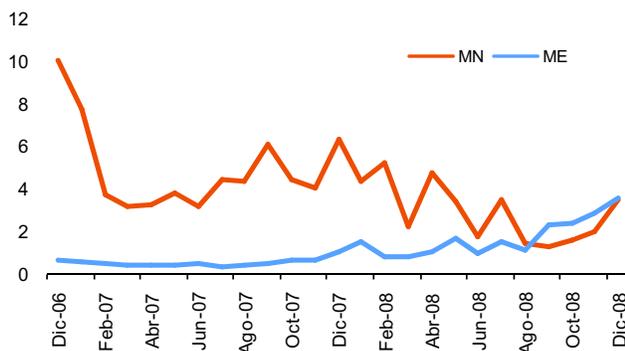
<sup>38</sup> Anteriormente sólo constituían encaje en efectivo y únicamente los depósitos hasta 60 días.

**GRÁFICO IV.9: EVOLUCIÓN DE LA TASA DE ENCAJE REQUERIDO EN EL SISTEMA FINANCIERO POR MONEDAS (En porcentajes)**



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

**GRÁFICO IV.10: EXCEDENTE DE ENCAJE (En porcentaje de los depósitos en cada denominación)**



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

se logró regular los excesos de liquidez sino que también se contribuyó a la remonetización financiera. Las tasas de encaje requerido, calculadas como el encaje requerido promedio bisemanal con relación a los depósitos, se incrementaron en 1,3pp para depósitos en MN y en 0,9pp para los correspondientes en ME entre diciembre de 2007 y de 2008. Ello equivale a un efecto contractivo en el último año equivalente a 2,4% del saldo de la emisión y a un 5,4% del esfuerzo realizado mediante OMA durante el año.

Asimismo, los incentivos a la remonetización se reflejaron en una brecha creciente entre las tasas de encaje efectivas en moneda extranjera con y sin el mecanismo de compensación, y en el nivel casi invariable de la tasa efectiva que incluye este mecanismo (Gráfico IV.9).

Un aspecto a destacar es el aumento del excedente de encaje en ME en los últimos meses, que pasó de un promedio de 1,2% de los depósitos al finalizar el primer semestre a 2,9% en diciembre de 2008 (Gráfico IV.10). Este aspecto está relacionado con la preferencia por moneda extranjera que llevó a las entidades financieras a mantener mayores saldos líquidos en esta denominación.

Con el objeto de dar continuidad al proceso de remonetización, a través de la R.D. No.143/2008, aprobada el 9 de diciembre de 2008, se tomaron las siguientes medidas: i) se incrementó la tasa del encaje adicional a 30%, ii) se estableció el 30 de septiembre de 2008 como fecha base para la aplicación del encaje adicional y iii) se eliminó el mecanismo de compensación. Estas disposiciones entraron en vigencia el 26 de enero de 2009 y se orientan a que los agentes financieros asuman (internalicen) los costos que la dolarización implica en la economía, promover una mayor remonetización y mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Cabe destacar que esta medida no limita la intermediación financiera, ya que está orientada sólo a la ME y no existen requerimientos adicionales de encaje a los depósitos en MN. De la misma manera, incentiva las colocaciones en MN, las mismas que no están expuestas al riesgo cambiario lo que mejora la capacidad de pago de los deudores habida cuenta de

que la mayoría de la población percibe ingresos en bolivianos.

## IV.2 POLÍTICA CAMBIARIA

En esta sección se detalla la política cambiaria, tanto la observada en el segundo semestre de 2008, como la orientación y perspectivas de ésta en adelante.

### IV.2.1 Evolución reciente de la política cambiaria

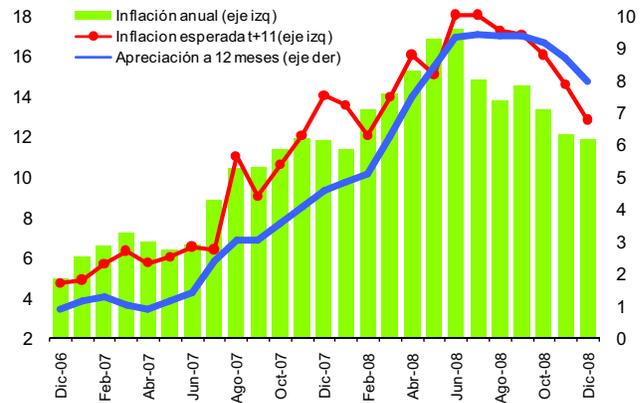
La apreciación de la moneda nacional desde 2005, y con mayor fuerza desde 2007, se orientó a moderar las presiones inflacionarias, en especial de origen externo, que aumentaron por el repunte de los precios internacionales y la significativa depreciación del dólar respecto a las monedas de los principales socios comerciales. La menor apreciación de la moneda en los últimos meses es concordante con una moderación en la inflación observada, así como de la inflación esperada (Gráfico IV.11).<sup>39</sup>

En cuanto a la efectividad de la política cambiaria en el control de la inflación, estimaciones realizadas por el BCB señalan que la apreciación cambiaria ha contribuido a reducir la inflación en torno a 1pp en el mes de diciembre de 2008 (Gráfico IV.12). Esto implica que si la política cambiaria no hubiese tenido la orientación de los últimos tres años, los precios habrían aumentado en mayor magnitud, principalmente de los artículos importados, con el consecuente efecto negativo en el bienestar de la población.

Además, la política cambiaria fue congruente con el exceso de liquidez en moneda extranjera que se observó entre 2005 y los tres primeros trimestres de 2008, que en un régimen de tipo de cambio totalmente flexible habría significado una apreciación abrupta de la moneda nacional y de mayor magnitud que la observada, pero que en el caso de Bolivia fue contenida con la compra de divisas por parte del BCB.

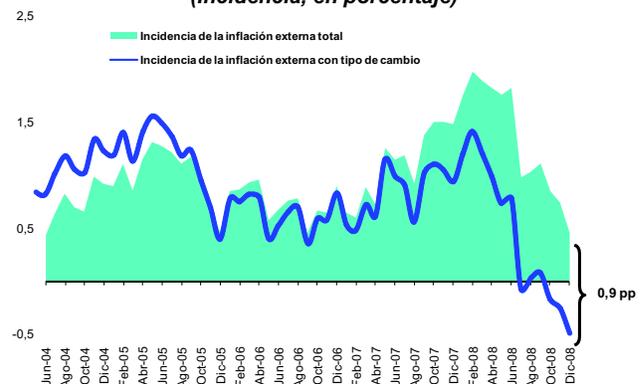
Debido a la turbulencia en los mercados internacionales, los países de la región experimentaron depreciaciones de sus monedas. En el caso de Bolivia, estos movimientos se tradujeron en expectativas de depreciación y, por consiguiente, en la disminución de la compra de divisas por parte del BCB al sistema

**GRÁFICO IV.11: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA**  
(Variación en 12 meses, en porcentaje)



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

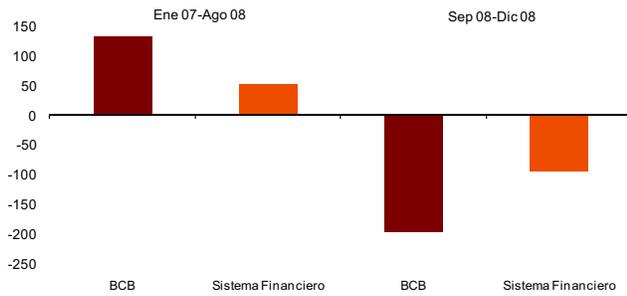
**GRÁFICO IV.12: APORTE DE LA POLÍTICA CAMBIARIA AL CONTROL DE LA INFLACIÓN**  
(Incidencia, en porcentaje)



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

<sup>39</sup> La inflación esperada, que es extraída de la Encuesta de Expectativas Económicas que realiza mensualmente el BCB, ha descendido de un máximo de 18% en junio a menos de 13% en la encuesta de diciembre.

**GRÁFICO IV.13: COMPRA NETA DE DIVISAS DEL BCB AL SISTEMA FINANCIERO Y DEL SISTEMA FINANCIERO AL PÚBLICO (Promedios mensuales en millones de dólares)**



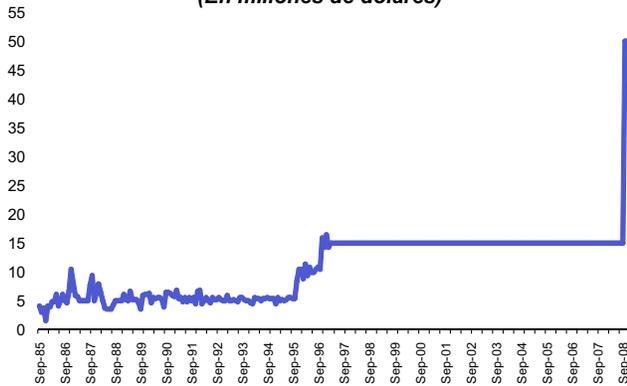
FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: En "Sistema Financiero" se consideran las operaciones estándar, preferenciales y aquellas entre entidades financieras.

financiero. Por el contrario, desde septiembre de 2008 el ente emisor ha sido un vendedor neto de divisas al sistema financiero.

Se debe remarcar que estos fenómenos tuvieron repercusiones monetarias. En el primer caso, implicaron el incremento de las RIN, con el consiguiente aumento del circulante en moneda nacional, el cual tuvo que ser retirado con OMA. El cambio en el mercado de divisas, implicó la desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios y de las OMA, tal como se mostró en la sección de Política Monetaria.

El BCB desde enero de 2007 hasta agosto de 2008 fue un comprador neto de divisas del sistema financiero, con una absorción promedio mensual de \$us133,5 millones y en términos acumulados \$us2.669,7 millones. En el último trimestre de 2008, el ente emisor se convirtió en vendedor neto de divisas a este sector: el promedio mensual fue de \$us195,4 millones y se vendieron en total \$us781,6 millones, que corresponde al 29,3% de lo que acumuló en el periodo de referencia (Gráfico IV.13). De igual forma, el sistema financiero fue un comprador neto de divisas del sector privado no financiero entre enero de 2007 a agosto de 2008, con un promedio mensual de \$us52,3 millones. Entre septiembre y diciembre se convirtió en vendedor neto, a un ritmo de \$us93,8 por mes.

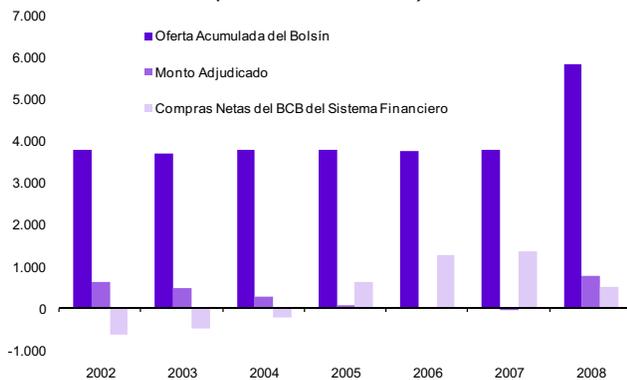
**GRÁFICO IV.14: OFERTA DIARIA PROMEDIO EN EL BOLSÍN (En millones de dólares)**



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

Por tanto, el BCB compró dólares para evitar caídas abruptas en su cotización en el periodo de presiones de apreciación. Asimismo, cuando surgieron las expectativas de depreciación el BCB incrementó la oferta diaria de \$us15 millones hasta \$us50 millones con el propósito de evitar los efectos negativos de movimientos bruscos del tipo de cambio sobre la estabilidad macroeconómica, financiera y de precios (Gráfico IV.14).<sup>40</sup>

**GRÁFICO IV.15: MONTO OFERTADO, ADJUDICADO EN EL BOLSÍN Y COMPRA NETA DE DIVISAS (Millones de dólares)**



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

El incremento del monto ofertado en el Bolsín es una medida acorde con el mayor nivel de actividad económica. Resalta el hecho de que en todos los casos, la oferta superó la demanda. Por ejemplo, en 2008 la oferta acumulada del Bolsín correspondió a 5.840 millones de dólares, pero la demanda efectiva fue de solo 782 millones de dólares (Gráfico IV.15). Esto indica que el ente emisor ha poseído la suficiente

<sup>40</sup> El monto más alto registrado desde 1985, año en que se iniciaron las sesiones del Bolsín en el BCB.

disponibilidad de divisas para proveer al mercado, en especial en los últimos años que se caracterizaron por la acumulación de RIN.

Esta postura de política cambiaria se ha reflejado en una alta credibilidad en el mercado cambiario. En efecto, dentro del mismo régimen de tipo de cambio deslizando, el tipo de cambio oficial se mantuvo estable desde octubre de 2008 para evitar una sobreacción como ocurrió en otros países. Esta medida fue creíble, puesto que el tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero se ha ubicado dentro de los tipos de cambio de compra y venta oficiales (Gráfico IV.16).

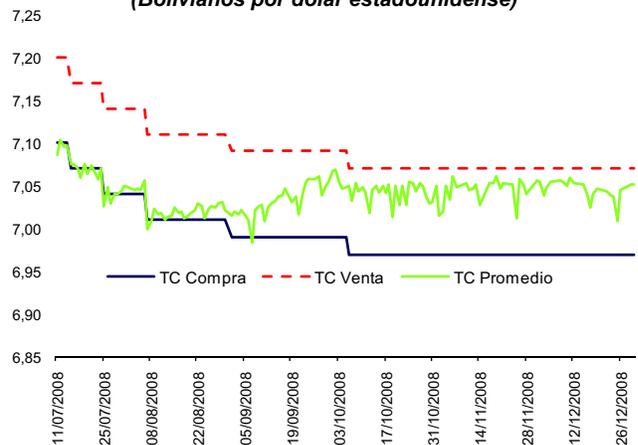
Cuando el BCB anunció que pondría a la venta los dólares que demande el público, respaldado con el nivel de RIN con las que cuenta, y mantuvo invariable el tipo de cambio, lo hizo con la intención de reducir las expectativas de depreciación que se encontraban muy exacerbadas por el contexto internacional (Cuadro IV.5).

La fuerte volatilidad cambiaria tiene efectos no deseados en la economía. Si se validaban depreciaciones de la moneda nacional que respondían, antes que a fundamentos económicos, a posturas especulativas y exacerbadas expectativas, la pérdida patrimonial la habría asumido la población.

Además, para el adecuado funcionamiento del mercado cambiario y como una forma de evitar mayor volatilidad en el volumen de las operaciones de cambio, a partir del 1º de octubre de 2007 y mediante Resolución de Directorio N° 119/2007 se implementó el cobro de una tarifa de 1% a las transferencias de fondos del exterior que efectúa el sistema financiero a través del BCB.<sup>41</sup>

Durante 2008 estuvo vigente esta comisión, que sirvió adicionalmente como una forma de controlar la inflación que podría haber provenido de ingresos de capitales extranjeros de corto plazo, debido a los diferenciales de tasas de interés entre Bolivia y otros países.

**GRÁFICO IV.16: TIPOS DE CAMBIO OFICIAL Y PROMEDIO DEL SISTEMA FINANCIERO (Bolivianos por dólar estadounidense)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: Información al 31 de diciembre de 2008.

**CUADRO IV.5: RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB (En millones de dólares estadounidenses y porcentaje)**

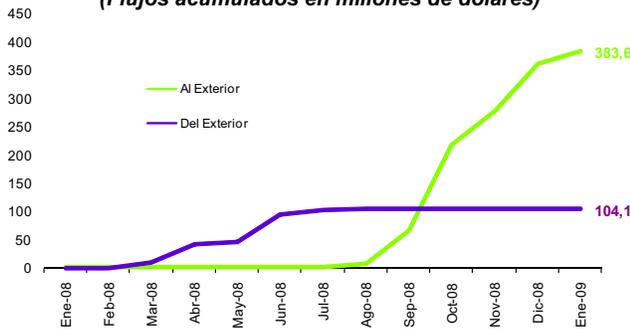
	RIN	Variación Absoluta	Crecimiento %
2001	1.076,2		
2002	853,8	-222,4	-20,7
2003	975,8	122,0	14,3
2004	1.123,3	147,5	15,1
2005	1.714,2	590,9	52,6
2006	3.177,7	1.463,5	85,4
2007	5.319,2	2.141,6	67,4
2008	7.722,0	2.402,8	45,2

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

<sup>41</sup> Actualmente, se excluyen las operaciones a través del BCB para exportadores y remesas iguales o menores a \$us1.000, y las operaciones a través del sistema financiero para el Cuerpo Diplomático, Agencias de Cooperación y Organismos Internacionales.

Cuando el contexto externo cambió y las expectativas de depreciación de la moneda nacional con relación al dólar en los agentes económicos se incrementaron, la R.D. 146/2008 de 16 de diciembre de 2008 redujo la comisión por transferencias del exterior a 0,6% e incrementó la comisión por transferencias al exterior de 0,2% a 0,6%, una vez que estas se incrementaron a partir de octubre de 2008 (Gráfico IV.17). Como resultado de este ajuste se uniformaron las comisiones de entrada y salida, para desincentivar los movimientos de capitales especulativos. Estas disposiciones se aplican a partir del 1 de enero de 2009; y su simetría hace que funcione tanto para las transferencias desde y hacia el exterior.

**GRÁFICO IV.17: TRANSFERENCIAS DEL Y AL EXTERIOR**  
(Flujos acumulados en millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: Las transferencias del exterior corresponden al sistema bancario, las transferencias al exterior incluyen las realizadas para la adquisición de Transredes. Los datos corresponden al 26 de enero de 2009

En cuanto a la competitividad cambiaria, ésta disminuyó como consecuencia de la apreciación del dólar estadounidense respecto a las monedas de los socios comerciales y, en menor medida, por la inflación doméstica. Tal como se verá más adelante, este movimiento va en línea con los fundamentos macroeconómicos y podría incentivar la producción, debido a que abarata las importaciones, las cuales corresponden principalmente a insumos intermedios y compras de bienes de capital.

Además y tal como se mencionó en publicaciones anteriores, la competitividad cambiaria es sólo un aspecto de la competitividad en un sentido amplio, que comprende aspectos institucionales, de productividad e innovación, los cuales no están relacionados con los movimientos cambiarios.<sup>42</sup>

<sup>42</sup> Este aspecto se desarrolla con mayor detalle y reiteradamente en las páginas 118-120 de la *Memoria Anual* 2006, la página 26 del *Reporte de Inflación* de octubre de 2007, las páginas 56 y 57 del IPM de enero de 2008 y en el Recuadro "Apreciación y competitividad de la economía" del IPM de julio de 2008 (páginas 69 a 71).

#### IV.2.2 Perspectivas de la política cambiaria

La política cambiaria continuará orientada a consolidar la estabilidad de precios; y su rumbo irá en consonancia con el descenso previsto de la inflación, tal como se mostró al principio de esta sección (Gráfico IV.11).

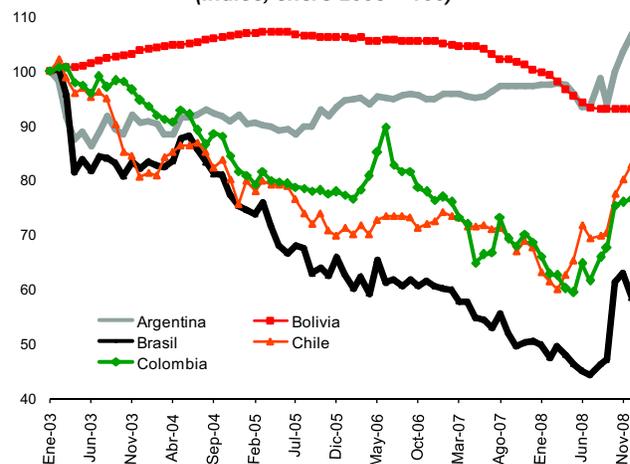
La estabilidad del tipo de cambio en los últimos meses no implica que el BCB haya cambiado de régimen y adoptado uno de Tipo de Cambio Fijo (TCF), en el cual la paridad se mantiene invariable en un nivel anunciado. El TCF implicaría un seguro implícito para las operaciones en ME, lo cual incentivaría el retorno de la dolarización real (fijación de precios) y financiera, con los costos que conlleva para el sistema financiero y el control de la inflación. Además, el seguro cambiario generalmente lleva a decisiones erróneas por parte de los agentes que operan en el sector transable, porque no consideran los riesgos de modificación del tipo de cambio. Finalmente, la experiencia internacional muestra que un TCF es susceptible de ataques especulativos y posteriores crisis cambiarias, con pérdida importante de RIN.

Un argumento que se ha mencionado en las últimas semanas es que nuestro país debería depreciar la moneda, puesto que otras economías (en especial de la región) así lo han hecho a partir del tercer trimestre de 2008; y porque la moneda nacional se habría apreciado demasiado en términos reales.

Sobre el primer argumento, se debe remarcar claramente que la depreciación de las economías de la región es menor a la apreciación observada en esos países desde 2003. En cambio, la economía boliviana ha experimentado una moderada apreciación, que en términos comparativos ha hecho que la paridad se sitúe por encima de sus pares, si se toma como referencia enero de 2003 (Gráfico IV.18). Además, las perspectivas para las paridades de las economías vecinas señalan que éstas se mantendrían relativamente estables en lo que va del año, inclusive observándose una ligera apreciación de algunas de ellas en las semanas previas a la publicación de este informe.

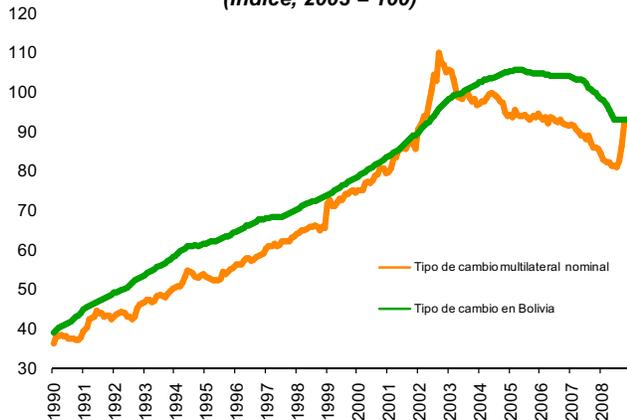
Sobre el segundo, la construcción de un índice de tipo de cambio nominal de los 13 principales socios

**GRÁFICO IV.18: TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS**  
(Índice, enero 2003 = 100)



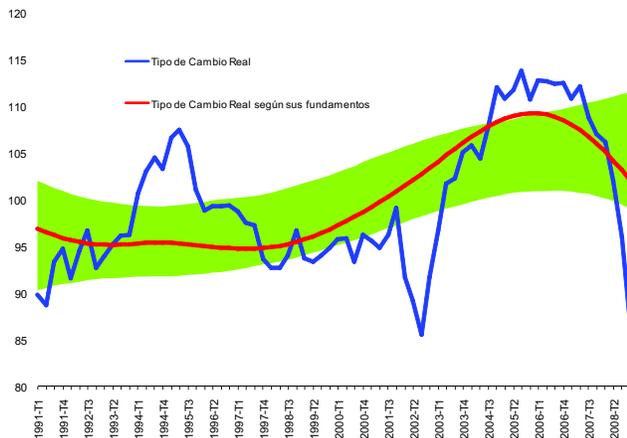
FUENTE: Bloomberg.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO IV.19: TIPO DE CAMBIO EN BOLIVIA Y TIPO DE CAMBIO MULTILATERAL NOMINAL (Índice, 2003 = 100)**



FUENTE: Estimaciones con información de *Bloomberg*.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO IV.20: TIPO DE CAMBIO REAL Y OBSERVADO DE EQUILIBRIO (Índice, agosto de 2003=100)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: Las bandas muestran un rango en el cual se debería encontrar el TCR de equilibrio al 95% de confianza.

comerciales de Bolivia, muestra que la paridad cambiaria ha retornado al equilibrio entre ambas por lo que no se podría hablar de un desequilibrio, por lo menos en términos nominales (Gráfico IV.19).<sup>43</sup>

En el caso de la competitividad cambiaria real, la apreciación observada va en línea con el movimiento de sus fundamentos. Estudios empíricos señalan que siguiendo el comportamiento de sus fundamentos (principalmente cuenta corriente), el tipo de cambio real de equilibrio tendería a caer, lo cual ocurriría en 2009 y 2010 (Gráfico IV.20). Esto es efectivo aún en un entorno de una moderación de los términos de intercambio.<sup>44</sup>

El análisis del Gráfico IV.20 muestra que el tipo de cambio real tuvo periodos de equilibrio, así como subvaluaciones (1994-1996 y 2004-2007) y sobrevaloraciones (1991-1993, 2002 y finales de 2008). En la actualidad se experimentaría una sobrevaloración temporal, similar a la de 2002, que se debe a la sobrereacción de las monedas de los países vecinos, pero que se corregiría en la medida que esas monedas se establezcan e inclusive se aprecien; y la inflación en Bolivia se reduzca, como se prevé en este informe.

En resumen, el BCB continuará en un régimen de tipo de cambio deslizante (movimientos graduales y no anunciados de la paridad), propendiendo a la estabilidad, pero se moverá en la dirección que la economía lo requiera y cuando así sea necesario: la estabilidad actual no garantiza que el tipo de cambio permanezca en el nivel actual indefinidamente, sino que éste podría moverse en cualquier dirección, según lo determinen los fundamentos.

<sup>43</sup> Este Gráfico también muestra que con excepción del periodo 2003 a 2008, la paridad cambiaria nominal se condujo de tal forma que se evitaron diferencias importantes con la evolución del resto de las monedas de los socios comerciales. En cambio, en el periodo que se menciona, la moneda habría estado subvaluada o, lo que es lo mismo, el tipo de cambio estuvo más alto de lo que debió estar.

<sup>44</sup> Estudios empíricos recientes del BCB muestran que esta última variable no es significativa en la determinación de la competitividad cambiaria real. Esto se debería a que las ganancias previas de términos de intercambio no se reflejaron en mayor gasto, sino que se destinó a la acumulación de recursos externos, entre ellos las RIN.

Cabe resaltar, que la conducción de la política cambiaria se efectuará posteriormente en coordinación con el Poder Ejecutivo según la Nueva Constitución Política del Estado (CPE). Ésta determina en su Cuarta Parte "Estructura y organización económica del Estado", Sección II "Políticas Económicas", Artículo 326 que "El Estado, a través del Órgano Ejecutivo, determinará los objetivos de la política monetaria y cambiaria del país, en coordinación con el Banco Central de Bolivia". Posteriormente en el Artículo 328 señala entre las atribuciones del BCB "Determinar y ejecutar la política monetaria" y "Ejecutar la política cambiaria".

Por tanto, inmediatamente la nueva CPE entre en vigencia (una vez que sea promulgada y publicada en la Gaceta Oficial), el rumbo futuro de la política cambiaria será determinado en coordinación estrecha con el Poder Ejecutivo.<sup>45</sup> Este cambio no será traumático, puesto que desde ya hace varios años, las políticas monetaria, cambiaria y fiscal se coordinan en una instancia denominada Grupo Macro, donde concurren las autoridades del Ministerio de Hacienda, del Ministerio de Planificación del Desarrollo y del Banco Central de Bolivia.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> La disposición final de la nueva CPE señala que "Esta Constitución, aprobada en referendo por el pueblo boliviano entrará en vigencia el día de su publicación en la Gaceta Oficial." Esto sucederá después que la Corte Nacional Electoral otorgue los resultados finales del referéndum y el Presidente de la República la promulgue. Mientras tanto, se aplicará la anterior CPE y las leyes correspondientes. Por tanto, el BCB continuará determinando la política cambiaria hasta la vigencia del nuevo texto constitucional.

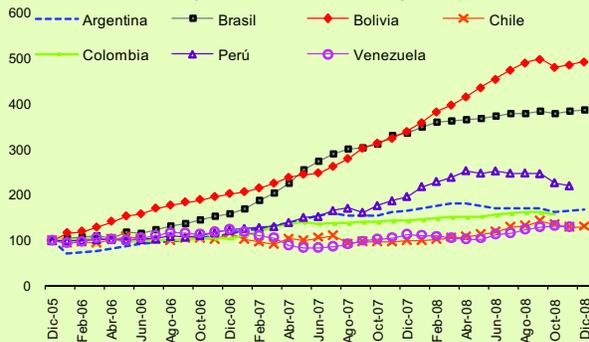
<sup>46</sup> Actualmente, esta instancia se reúne semanalmente para analizar aspectos de carácter económico.

**RECUADRO IV.1  
EVOLUCION RECIENTE DE LAS RIN DEL BCB**

Hasta mediados de 2008, las Reservas Internacionales Netas (RIN) aumentaron en la mayoría de las regiones y países del mundo. Este incremento se debió al favorable contexto económico mundial de los últimos 3 años, antes de la crisis financiera. Bolivia registró el incremento más acelerado (Gráfico IV.21). La magnitud de las RIN de Bolivia en comparación con el tamaño de su economía, representó un 40,8% del Producto Interno Bruto (PIB) a diciembre de 2008, porcentaje mayor al observado en la mayoría de los países de América Latina (Gráfico IV. 22).

de divisas desde el exterior asociado al nivel récord de las exportaciones y al aumento de las remesas provenientes del exterior. El país recibió ingresos de divisas muy por encima de sus egresos derivando en aumento de sus RIN. Este aumento se fue acumulando cada año hasta generar el nivel de las RIN observado a diciembre de 2008 (\$us7.722 millones). Dada la elevada liquidez en dólares, el BCB, al igual que otros bancos centrales, empezó a apreciar el tipo de cambio lo que aumentó sensiblemente la preferencia por la moneda nacional, tanto como moneda de circulación como en depósitos del sistema financiero.

**GRÁFICO IV.21: ÍNDICE DE RESERVAS INTERNACIONALES EN PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA (Diciembre 2005=100)**



FUENTE: Bloomberg y Bancos Centrales.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

**GRÁFICO IV.22: RESERVAS INTERNACIONALES COMO PORCENTAJE DEL PIB (A diciembre 2008)\***



FUENTE: Bloomberg, FMI y Bancos Centrales.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
NOTA: (\*) Los datos de Perú y Venezuela corresponden a noviembre 2008 y los de Perú a octubre 2008.

Sin embargo, el incremento de RIN del BCB significó un aumento de sus pasivos debido porque a cambio de cada dólar que el BCB compró, entregó en contraparte el monto equivalente en moneda nacional. Entre fines de 2005 y 2008, las RIN se incrementaron en \$us6.008 millones, equivalente a Bs40.109 millones.<sup>47</sup> Toda esta cantidad de dinero hubiera implicado un aumento de la emisión monetaria en la misma proporción, sin embargo, en ese periodo la emisión monetaria, que constituye un pasivo interno del BCB, solamente aumentó en Bs10.864 millones.

Por una parte, el menor incremento de la emisión fue posible principalmente por las OMA que retiraron circulante a cambio de títulos. En efecto, para evitar que el circulante que se daba a cambio de los dólares presione los precios al alza, se retiró ese dinero mediante la colocación de títulos (OMA), lo que se conoce como "intervenciones esterilizadas".

Por otra parte, el Sector Público No Financiero, como en el caso del Gobierno Central, las Prefecturas, Municipios y Empresas Públicas como YPFB fueron aumentando sus depósitos en el BCB debido a que su nivel de gasto fue menor a los ingresos que recibían. Así, la acumulación de

En los últimos tres años el BCB compró significativas cantidades de dólares debido al importante ingreso

<sup>47</sup> Considerando un tipo de cambio promedio del período, esta variación es igual a Bs45.954 millones. Este cálculo reflejaría de mejor manera el valor de las compras diarias realizadas a distintas cotizaciones del dólar.

depósitos del sector público, que permitió un saldo en torno a 3 mil millones de dólares en diciembre de 2008, contribuyó también a contrarrestar el efecto expansivo que las RIN habrían tenido en la emisión monetaria.

En el Balance del BCB (Cuadro IV.6) se ve claramente como el incremento de RIN estuvo asociado al aumento de Emisión, OMA y depósitos del SPNF en el BCB.<sup>48</sup>

**CUADRO IV.6: SALDOS AL 31 DE DICIEMBRE 2008**  
(En millones de bolivianos)

<b>ACTIVOS</b>	<b>Dic-05</b>	<b>Dic-08</b>	<b>Variación</b>	<b>PASIVOS</b>	<b>Dic-05</b>	<b>Dic-08</b>	<b>Variación</b>
<b>Activos Internacionales</b>	<b>19.149</b>	<b>58.299</b>	<b>39.150</b>	<b>Pasivos Internacionales</b>	<b>4.829</b>	<b>2.720</b>	<b>-2.109</b>
Activos de RIN	14.387	53.824	39.436	Pasivos de RIN	674	1	-673
(En millones de \$us)	1.798	7.722	5.924	Otros pasivos internacionales	4.155	2.719	-1.436
Otros activos internacionales	4.762	4.476	-286	<b>Pasivos Internos</b>	<b>16.430</b>	<b>58.998</b>	<b>42.568</b>
<b>Activos Internos</b>	<b>9.679</b>	<b>10.252</b>	<b>573</b>	Emisión	6.180	17.043	10.864
				Depósitos del Sector Financiero	1.928	5.529	3.601
				Depósitos del Sector Público no Financiero	7.337	20.842	13.505
				Títulos Públicos (OMA)	710	15.297	14.587
				Otros pasivos Internos	275	287	12
				<b>Patrimonio</b>	<b>7.569</b>	<b>6.833</b>	<b>-736</b>
				d/c capital	516	516	-
<b>Total</b>	<b>28.829</b>	<b>68.552</b>	<b>39.723</b>		<b>28.829</b>	<b>68.552</b>	<b>39.723</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica.

NOTA: Las RIN se calculan restando a los activos de RIN, los pasivos de RIN.

De esta manera las RIN a diciembre de 2005 alcanzaron a \$us1.714 millones y fueron iguales a \$us7.722 en diciembre de 2008. La variación en el período considerado es de \$us6.008 millones.

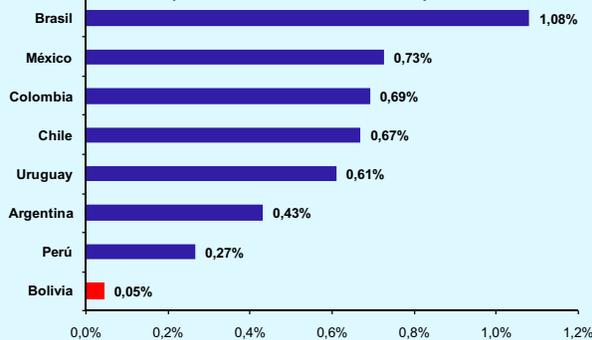
<sup>48</sup> Desde un punto de vista contable, el incremento de las Reservas Internacionales tiene como contrapartidas un aumento de pasivos y/o patrimonio o una disminución de activos.

**RECUADRO IV.2:  
LOS MERCADOS CAMBIARIOS EN LA COYUNTURA RECIENTE**

Las condiciones para los mercados cambiarios se modificaron desde el segundo semestre de 2008, luego que la crisis financiera se manifestara con fuerza. La incertidumbre en los mercados financieros y el descenso de los precios internacionales de productos básicos promovieron que los flujos de capital e inversiones financieras se dirigieran hacia inversiones más seguras ("huída a la calidad") como los títulos públicos (*Treasury bills*) de Estados Unidos, lo que dio lugar a una importante depreciación de las monedas con relación al dólar por la salida de divisas con destino a ese país.

El comportamiento de las paridades fue distinto según el régimen cambiario adoptado por cada país: más volátil en los de tipo de cambio flexible y más estable en los de flotación administrada o de tipo de cambio fijo o semi-fijo. En el caso de la región, Bolivia y Perú, caracterizados por alta dolarización, tuvieron menor volatilidad que los países con regímenes más flexibles (Gráfico IV.23).<sup>49</sup>

**GRÁFICO IV.23: VARIABILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO<sup>50</sup>**  
(enero-2003 a enero-2009)



Fuente: JP-Morgan y Bancos Centrales.  
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica.

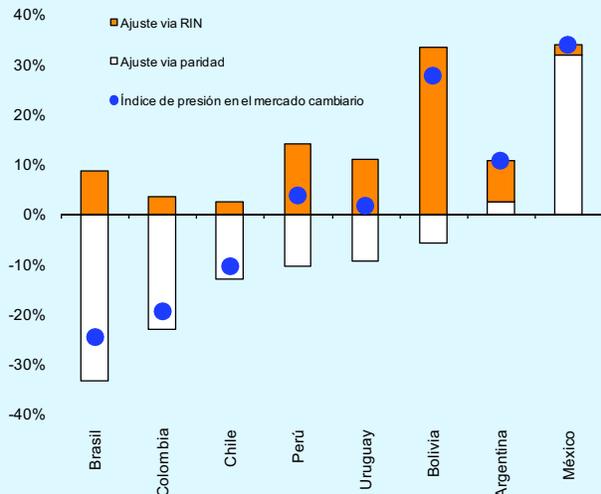
Conviene notar que a partir de 2005 los mercados cambiarios de la mayoría de los países de América Latina estuvieron sujetos a presiones significativas por factores externos, favorables hasta 2007 y negativos a partir de 2008. Esto en virtud a la evolución de los precios de las materias primas, las condiciones de financiamiento externo y, en algunos casos, por entradas y salidas de capital por remesas e inversión extranjera.

En estos casos, la presión en el mercado de divisas se puede ajustar de dos maneras:

- Acumulando o desacumulando reservas en un régimen cambiario menos flexible.
- A través de movimientos cambiarios en regímenes flexibles.

Como resultado de las presiones externas, entre enero de 2003 y diciembre de 2008 los países con tipo de cambio flexible enfrentaron elevadas reducciones en la cotización de la divisa estadounidense. En aquellos regímenes con tipo de cambio menos flexible, el aumento de las reservas denota un esfuerzo por limitar la apreciación del tipo de cambio nominal (Gráfico IV.24).

**GRÁFICO IV.24: ÍNDICE DE PRESIÓN Y VARIABILIDAD CAMBIARIA<sup>51</sup>**  
(Enero 2003- a diciembre-2008)



FUENTE: JP-Morgan, FMI y Bancos Centrales.  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

<sup>49</sup> El tipo de cambio (o paridad cambiaria) puede ser determinado de distintas formas. En un extremo, se encuentra el régimen de tipo de cambio fijo cuando el banco central o el gobierno, determina el tipo de cambio con el compromiso de mantenerlo constante. En el otro extremo se tiene el régimen cambiario flexible, cuando el tipo de cambio se determina por las fuerzas de oferta y demanda en el mercado cambiario.

<sup>50</sup> Es el coeficiente de variación que es la desviación estándar de las variaciones diarias del tipo de cambio divididas sobre el promedio de todo el periodo.

<sup>51</sup> La variabilidad se estima como la desviación estándar de las variaciones diarias del tipo de cambio divididas sobre el promedio del tipo de cambio para el periodo enero 2003 a diciembre de 2008.

Sin embargo, se debe destacar las experiencias recientes en países con regímenes de tipo de cambio flexible, que realizaron intervenciones cambiarias para evitar reacciones abruptas en el tipo de cambio nominal y dar señales de que las presiones en el mercado cambiario no provienen de los fundamentos (Chile, Brasil, Perú y Colombia en América del Sur).

Por ejemplo en Chile, el Consejo del Banco Central anunció en el mes de abril de 2008 un programa de aumento de reservas internacionales por \$us8.000 millones mediante la intervención con compras de divisas en el mercado cambiario, en virtud a que en ese momento el tipo de cambio real se ubicaba por debajo del nivel que tendría una vez que las condiciones reales y financieras globales se normalizaran. Por su parte, en el Perú las autoridades monetarias aplicaron una serie de medidas tendientes a contener la demanda interna sin ejercer presión sobre la apreciación del tipo de cambio. Estas incluyeron, el aumento de los requisitos de encaje de las cuentas en dólares, la introducción de nuevos instrumentos de esterilización, el cobro de una comisión a la transferencia de propiedad de los certificados del Banco Central, la elevación del encaje mínimo y el aumento del encaje (no remunerado) a las obligaciones en nuevos soles con las entidades

financieras no residentes.

A partir del tercer trimestre de 2008, varios bancos centrales de América del Sur cambiaron la dirección en términos de intervención en el mercado de divisas. Por ejemplo, países que habían acumulado grandes reservas, las vendieron en los mercados cambiarios durante septiembre y octubre de 2008, como en el caso de Brasil y Perú. Además de intervenir en el mercado de divisas también se tomaron medidas para reducir la demanda de divisas y aumentar su oferta en el mercado nacional. Por ejemplo, el Banco Central de Brasil conjuntamente con el de México establecieron con la Reserva Federal una línea de canje de monedas por \$us30.000 millones. El Banco Central de Chile puso fin a su programa de acumulación de reservas en el mes de septiembre y reactivó las licitaciones de canje de divisas para aumentar la liquidez en moneda extranjera. El Ministerio de Hacienda del Brasil eliminó una tasa del 1,5% sobre las operaciones de cambio para el flujo de capital extranjero hacia ese país y otra del 0,38% sobre préstamos en moneda extranjera. El Gobierno del Perú exoneró del encaje antes requerido a créditos de largo plazo desde el exterior.

En un periodo de turbulencias financieras, el BCB ha optado por mantener temporalmente estable la divisa; mientras la incertidumbre disminuya.



# V. Perspectivas y riesgos de la inflación

*En el bienio 2009-2010, continuaría el descenso de la inflación como resultado de la caída en la inflación importada, la desaceleración de la actividad económica nacional e internacional, los efectos de las políticas económicas y la normalización del abastecimiento de los productos alimenticios.*

Este último capítulo presenta las perspectivas de la inflación y sus determinantes para los años 2009 a 2010, analizando los aspectos internos y externos que determinarían el rumbo de la inflación y los riesgos asociados con el escenario más probable.

## V.1. CONTEXTO INTERNACIONAL

Frente a la caída observada en el crecimiento de las economías desarrolladas y el deterioro de las expectativas sobre la actividad económica, los bancos centrales y los ministerios de hacienda de esos países han tomado distintas medidas (recortes en las tasas de interés de política e inyección de liquidez, entre otras) para moderar los efectos de la crisis y evitar su propagación hacia otros sectores. Como resultado, se espera que la actividad económica se recupere gradualmente, aunque persiste la incertidumbre sobre la velocidad de recuperación.

El impacto en las economías emergentes de la recesión en los países desarrollados es todavía incierto en cuanto a su intensidad y temporalidad. Las economías emergentes y en desarrollo, cuyo dinamismo en los cinco años previos generó la impresión de un "desacoplamiento" respecto a las economías desarrolladas, se desacelerarán, aunque con distinta intensidad. Se prevé que en 2009 continuarán expandiéndose a tasas más bajas, con menores probabilidades de que ingresen en una recesión.

**CUADRO V.1: CRECIMIENTO EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADAS**  
(Variación porcentual)

	2007	2008e	2009p		2010p	
			FMI <sup>1/</sup>	CF <sup>2/</sup>	FMI <sup>1/</sup>	CF
<b>Producto Mundial</b>	5,2	3,4	0,5	0,9	3,0	3,1
<b>Economías Avanzadas</b>						
Estados Unidos	2,0	1,1	-2,0	-1,2	1,1	2,4
Zona del Euro	2,6	1,0	-1,6	-0,5	1,6	1,2
Japón	2,4	-0,3	-2,6	-0,8	0,6	1,3
<b>Economías en Desarrollo de Asia</b>						
China	13,0	9,0	6,7	7,4	8,0	8,4
India	9,3	7,3	5,1	5,6	6,5	6,5
<b>América Latina</b>						
Argentina	8,7	6,3	3,6	0,7	3,0	2,2
Brasil	5,7	4,8	1,8	2,1	3,5	3,6
Chile	5,1	4,0	3,8	2,1	4,5	3,7
Colombia	7,7	3,6	3,5	2,7	5,0	3,3
México	3,2	2,0	-0,3	0,1	2,1	2,6
Perú	8,9	9,1	7,0	5,4	6,5	5,8
R. B. de Venezuela	8,6	5,3	2,0	1,7	2,0	1,3
<b>PIB relevante para Bolivia<sup>3/</sup></b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>		

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (octubre 2008 y actualización enero 2009), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (enero de 2009), *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2009) y *The Economist Intelligence Unit* (diciembre 2008).

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Considera las revisiones realizadas en enero de 2009 (excepto para Argentina, Chile, Colombia y Perú).

<sup>2/</sup> Considera los datos de *Latin Focus Consensus Forecast* excepto para China e India.

<sup>3/</sup> Crecimiento promedio anual ponderado de los 13 principales socios comerciales bolivianos.

(e) Estimado.

(p) Proyectado.

CF: *Consensus Forecast*.

**CUADRO V.2: INFLACIÓN EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADAS**  
(Variación porcentual)

	INFLACIÓN				
	2007 <sup>1/</sup>	2008 <sup>1/</sup>	2009p		2010p
			FMI	CF <sup>2/</sup>	CF <sup>2/</sup>
<b>Economías Avanzadas</b>					
Estados Unidos	4,1	0,1	1,8	0,5	1,9
Zona del Euro	3,1	1,6	1,9	1,6	1,8
Japón	0,1	1,5 <sup>4/</sup>	0,9	0,2	0,4
<b>Economías en Desarrollo de Asia</b>					
China	6,5	1,4	4,3	1,1	2
India	3,8	8,0 <sup>4/</sup>	6,7	5,3	4,8
<b>América Latina</b>					
Argentina	8,5	7,2	9,1	9,0	9,7
Brasil	4,5	5,9	5,1	5,2	4,5
Chile	7,8	7,1	6,5	4,2	3,2
Colombia	5,7	7,7	5,5	5,1	4,4
México	3,8	6,5	4,2	4,1	3,7
Perú	3,9	6,7	4,4	3,6	2,9
R. B. de Venezuela	22,5	31,9	33,5	34,7	32,3
<b>Inflación relevante para Bolivia<sup>3/</sup></b>	<b>13,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,0</b>	

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (octubre 2008 y actualización noviembre 2008), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (enero de 2009), *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2009) y *The Economist Intelligence Unit* (diciembre 2008).

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1/</sup> Fin de período.

<sup>2/</sup> Considera los datos de *Latin Focus Consensus Forecast* excepto para China e India.

<sup>3/</sup> Inflación en dólares estadounidense que es calculada por el BCB con base en el Índice de Precios Externos (IPE), que consiste en el promedio ponderado de la inflación de los 13 principales socios comerciales expresados en dólares estadounidenses. Por lo tanto, considera los movimientos cambiarios.

<sup>4/</sup> Datos proyectados.

(p) Proyectado.

CF: *Consensus Forecast*.

Las previsiones sobre el crecimiento externo relevante para Bolivia en 2009 disminuyeron de 3% a mediados del año pasado a un nivel en torno a 0,5% a inicios del presente año. Esta disminución ocurriría por los siguientes motivos: la caída de la demanda mundial, la reducción del precio de las materias primas y la contracción del financiamiento de los mercados financieros internacionales.

Para tener una idea de la desaceleración que enfrentarán los principales socios comerciales de Bolivia, considérese que entre 2004 y el primer semestre de 2008, éstos crecieron en promedio 5%. A partir del tercer trimestre del año pasado y hasta 2010, los socios comerciales estarían creciendo a una tasa en torno a 1,5%, con una desaceleración más pronunciada en 2009.

Según las perspectivas (Cuadro V.1), las caídas del crecimiento en 2009 serían más agudas en Venezuela y Argentina; mientras que en el resto de los socios comerciales, la desaceleración sería menor. Siguiendo las acciones de los países desarrollados, algunos países de la región empezaron a generar iniciativas como el Plan de Incentivos Impositivos de Chile, que incluye fuerte inversión pública, recortes temporales de impuestos y subsidios a los sectores pobres de la economía; y el Acuerdo Nacional a favor de la Economía Familiar y el Empleo en México.

En virtud a la desaceleración mundial, los precios de los alimentos descendieron bruscamente, para luego estabilizarse en niveles más bajos; y de esa forma disminuyeron las presiones inflacionarias en las economías emergentes y en desarrollo, aunque a un menor ritmo y con cierto rezago respecto al observado en los países desarrollados. Esta situación de tasas más bajas de inflación continuaría en 2009. Sin embargo, las presiones al alza en los precios podrían persistir en algunos países, debido a problemas climatológicos, como es el caso de la sequía en Argentina (Cuadro V.2).

Entre las razones que explicarían la diferencia en el ritmo de moderación entre los países desarrollados y las economías emergentes, se cuentan la importancia de los energéticos en las canastas de consumo de los países desarrollados, cuyos precios cayeron rápidamente; y el grado de credibilidad de las

autoridades monetarias, que impidió un repunte de las expectativas en estos países. El descenso reciente da un margen de acción más amplio a las políticas monetarias y financieras a la mayoría de las economías del mundo para enfrentar los problemas de desaceleración económica, luego de un periodo en el cual la inflación fue la principal preocupación.

La inflación relevante para Bolivia en dólares, que entre 2003 y septiembre de 2008 fue en promedio 9,5% con un máximo de 17% a inicios de 2008, disminuyó fuertemente en el último trimestre, con una caída acumulada del IPE de 12% en este periodo. Esto hace presumir que la disminución de la inflación de origen externo tendrá un efecto significativo en la reducción de la inflación en Bolivia en los siguientes meses.

Tal como se mostró en el capítulo I, esta caída se explica por dos motivos. Principalmente por la apreciación de la divisa norteamericana frente al resto de las monedas; y, en menor medida, por la desaceleración de la inflación en los países que son socios comerciales de Bolivia. Recientemente, el incremento de las paridades cambiarias en las economías de la región se ha detenido y, en algunos casos, se ha revertido. Las perspectivas más probables señalan que las monedas permanecerían relativamente estables en torno a los niveles actuales.

En resumen, las condiciones que se perfilan para los siguientes meses son de menor dinamismo mundial, caída de la inflación internacional y respuestas de política económica (monetaria, financiera y fiscal) para mitigar la desaceleración económica.

## V.2. CONTEXTO NACIONAL

Como resultado de la caída en los precios internacionales y de la actividad económica global, el crecimiento del PIB en Bolivia se desaceleraría de 6% en 2008 a un nivel en torno a 5% para los años 2009 y 2010 (Cuadro V.3).

Aunque el crecimiento del consumo fue importante en 2008, se espera que éste se desacelere, en línea con el comportamiento del ingreso nacional, el cual crecería menos por la moderada expansión de la actividad económica en general, los menores ingresos por exportación y la reducción en el flujo de remesas.

**CUADRO V.3: RESUMEN DE VARIABLES  
MACROECONÓMICAS  
(En porcentajes)**

	2004-2006	2007	2008 e	2009 e	2010 e
	(Variación Anual)				
PIB a precios de mercado	4,5	4,6	6,0	4,5 - 5,5	4,5 - 5,5
	(Porcentaje del PIB)				
Cuenta Corriente	7,2	13,7	11,3	-3,8	3,6
Cuenta Capital (incluye errores y omisiones)	-0,5	1,1	1,2	2,2	-0,3
Balance Global	6,7	14,8	12,4	-1,6	3,3
Exportaciones de bienes	29,4	34,0	36,1	27,8	29,9
Importaciones de bienes	-23,6	-26,1	-29,4	-33,3	-28,5
Inversión Extranjera Directa (neta)	0,1	1,5	2,5	2,8	5,6

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: (e) Cifras estimadas.

A pesar de la desaceleración global, se espera que la inversión se incremente, tanto la de carácter público como privado. En el primer caso, ésta continuaría dinámica y sería significativa en las empresas estratégicas como YPF. En el segundo caso, será determinante el paulatino ingreso de recursos al sistema financiero, como resultado de la redención de los títulos públicos, luego de un periodo de políticas de contracción de la liquidez. Ambos factores implicarían un incremento del producto potencial.

El gasto público corriente como porcentaje del PIB continuaría en los niveles observados en los últimos años. Sin embargo, debido a la mayor inversión pública y a la probable disminución de los ingresos fiscales implicaría la reversión del superávit fiscal, luego de tres años continuos de superávit.

La demanda externa claramente se desacelerará; y con ella, los saldos positivos de las cuentas corriente y capital de la balanza de pagos. En esa dirección, se prevé que de un superávit de 11,3% en 2008, la cuenta corriente alcance un déficit superior a 3% en 2009. Esto también ocurriría como efecto del crecimiento de las importaciones de bienes de capital para nuevos proyectos de inversión. Se espera un incremento en los flujos de Inversión Extranjera Directa destinados a proyectos, principalmente en los sectores de hidrocarburos, minería y electricidad.

La mayor inversión en capital productivo y la desaceleración del gasto implicaría la paulatina reducción de la brecha del producto, que fue positiva en los últimos años, debido a que los incrementos de actividad se concentraron en el consumo. Las perspectivas más probables indican que el PIB convergerá gradualmente a su nivel potencial, el cual tendrá mayor dinamismo por la inversión productiva.

### **V.3. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN**

Esta sección fundamenta el comportamiento más probable para la evolución de los precios, coherente con el escenario interno y externo esbozado previamente. Las perspectivas de inflación para el bienio 2009-2010 señalan que continuará el período de estabilización gradual observado a partir de mediados de 2008.

En cuanto a los componentes de la inflación fuera del núcleo, se asume que los precios de los bienes transables no perecibles, particularmente granos (maíz, trigo, arroz, soya, entre otros), no presentarán incrementos significativos en 2009, pese a los riesgos que existen debido a fenómenos climáticos en otros países. El escenario de inflación prevé que los precios de los productos perecibles (frutas, legumbres, verduras y tubérculos) tendrían menores presiones al alza, puesto que la producción interna no se vería afectada por factores climatológicos adversos similares a los de 2007 o principios de 2008 y su abastecimiento a los distintos mercados del país sería normal y fluido.

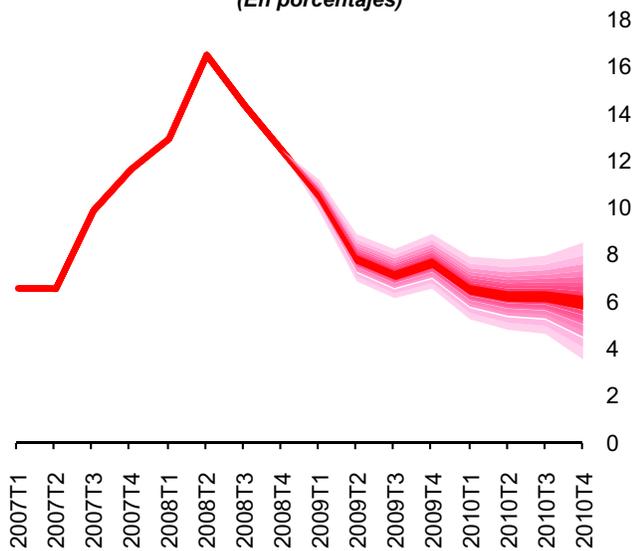
Por su parte, se espera que las presiones por el lado de los costos continúen reduciéndose, pues el comportamiento del IPPIM y del ICC muestra también una fase descendente. También se supone que no habrá ajustes en el precio de los carburantes y que el abastecimiento energético será normal y fluido en todo el país. De este modo, tampoco se observarían incrementos en los costos de transporte.

No se prevén ajustes importantes en los precios de los servicios regulados (comunicaciones, energía eléctrica, entre otros); y se espera un ajuste moderado en los salarios. En el caso particular del pan, que también se considera regulado, no se esperan nuevas variaciones, porque el precio de la harina de trigo en los mercados nacional e internacional se ha estabilizado.

Con relación a las expectativas, si bien han disminuido en línea con el descenso de la inflación observada, aún continúan por encima del 10%. Pero, se prevé que disminuyan en la medida que la inflación siga reduciéndose, las presiones de inflación importada sean menores y continúen los efectos de las políticas aplicadas por el BCB. Asimismo, será determinante mantener un clima de tranquilidad en materia socio-política. La irrupción de problemas de esta índole podría generar problemas de especulación e incertidumbre como los observados en el pasado.

En lo que se refiere al componente tendencial de la inflación, las proyecciones realizadas consideran que la drástica caída de la inflación internacional y la moderación de las presiones por el lado de la demanda impulsarán la reducción paulatina de este indicador. Además, los efectos de las políticas monetaria y

**GRÁFICO V.1: INFLACIÓN TRIMESTRAL OBSERVADA Y PROYECTADA**  
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: La proyección incluye la distribución de probabilidades hasta 95% en torno al escenario central.

cambiaría se manifestarán plenamente, reduciendo el crecimiento del núcleo inflacionario. Por su parte, el déficit fiscal no se constituiría en un factor hacia el alza para los precios, pues se explica por el incremento previsto en la inversión pública, que se concentraría en la adquisición de bienes y servicios de origen importado.

En resumen, la desaceleración mundial y nacional y la caída de la inflación internacional son los principales factores que impulsarían la continuidad del descenso de la inflación en Bolivia (Gráfico V.1). De esta forma, el análisis cuantitativo y cualitativo señala que en 2009 la inflación terminaría en torno a 8%, mientras que en 2010 podría estar en torno a 6%.<sup>52</sup> En este último caso, la caída sería más gradual debido a que las políticas económicas estarán orientadas a mitigar los efectos de la crisis internacional en la economía boliviana, tal como ocurrió con la política monetaria a finales de 2008, que comenzó con la redención neta de títulos.

**V.4. BALANCE DE RIESGOS**

A diferencia de los meses previos, la incertidumbre sobre el curso de la inflación es menor, puesto que la mayoría de los factores apuntan a la desaceleración de los precios, que se concretaría con mayor fuerza en el primer semestre de este año.

Entre los riesgos hacia el alza destacan tres. El primero se refiere a la continuidad de expectativas de inflación y sus efectos en la formación de precios como consecuencia de posibles problemas políticos y sociales. Este riesgo no es controlable con medidas de política económica. Por lo tanto, el BCB espera que la discusión sobre estos aspectos no tenga repercusiones en las actividades económicas y en el normal abastecimiento de bienes y servicios.

También persiste el riesgo de que los recursos acumulados por las entidades fiscales, en especial los gobiernos subnacionales, sean destinados al gasto público corriente y no a la inversión productiva o en infraestructura. Para ello, será crucial la responsabilidad fiscal y el manejo prudente de los recursos públicos.

<sup>52</sup> La metodología de proyección de la inflación se explica en el Recuadro al final del capítulo.

El tercer riesgo está relacionado con la evolución de algunos precios que, por problemas climatológicos en países productores como Argentina y una menor reducción de la demanda mundial, podría resultar en un comportamiento de precios menos optimista que el previsto en el escenario base.

En cuanto a los desvíos hacia la baja, el principal se relaciona con los efectos que puedan tener la desaceleración global y la caída de la inflación externa relevante para Bolivia. Según estimaciones, la caída de 12% en los precios externos en los últimos cuatro meses anticipa una reducción de la inflación interna de por lo menos 3pp. Una mayor caída de los productos importados, en especial materias primas, y una eventual apreciación de la divisa norteamericana frente a las monedas de los socios comerciales, implicaría una reducción más abrupta de la inflación.

Finalmente, otro factor que podría incidir en una mayor reducción de la inflación y que está relacionado con el anterior, es la menor entrada de recursos a la economía nacional, tanto por menores exportaciones como por la disminución de las remesas provenientes del exterior.

En balance, los riesgos están equilibrados: y, en caso de presentarse desvíos, el BCB reaccionará según las circunstancias, con el fin de que la inflación converja a niveles más moderados, dando cumplimiento a la Ley y a los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo.

### RECUADRO V.1: LA PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL BCB

En todo banco central, la proyección de la inflación y de las variables que la determinan es importante, puesto que los efectos de las políticas monetaria y cambiaria actúan con rezagos que generalmente varían entre uno a dos años.

En el caso del BCB, la proyección de la inflación ha cobrado mayor importancia a partir de la publicación de los IPM, puesto que su naturaleza es más prospectiva y a la vez se constituye en una rendición de cuentas sobre la evolución reciente de la inflación.

En años previos, la inflación se proyectaba utilizando el enfoque de Programación Financiera, que básicamente radicaba en utilizar la relación entre el crecimiento de los medios de pago con la inflación. Posteriormente, se desarrollaron enfoques estadísticos para la proyección de la inflación. Un primer paso fue la construcción de Vectores Autoregresivos (VAR), que consisten en proyectar la inflación a través de la estimación de las relaciones de las variables de interés con sus valores observados en el pasado y con otras variables exógenas.<sup>53</sup> Otro enfoque similar fue la construcción de un modelo estructural de carácter econométrico, que además de incluir la dinámica de los VAR, añade relaciones de largo plazo que existen entre las principales variables económicas.<sup>54</sup>

En virtud al objetivo institucional de mejorar el control de la inflación, el BCB invirtió recursos en

capacitación y adquisición de software para la estimación de dos enfoques alternativos y más recientes, que son empleados por la mayoría de los bancos centrales. El primero se denomina Modelo Estructural Pequeño (MEP) y el segundo Modelo de Equilibrio General Dinámico Estocástico (MEGDE). Ambos se caracterizan por incluir relaciones dinámicas y resaltar el rol de las expectativas de los agentes económicos.

En el caso de este último, es un modelo con mayor complejidad económica y estadística, cuyo desarrollo requiere por lo menos un par de años. Su principal ventaja es que se modelan las relaciones de comportamiento más básicas de los agentes económicos como las decisiones de consumo e inversión, con fundamentos establecidos por la teoría económica. El desarrollo de un MEGDE para la economía boliviana continúa como proyecto de mediano plazo del BCB, para que incluya las características de la economía boliviana (dolarización, amplio sector informal, restricciones de crédito, entre otros).<sup>55</sup>

En cuanto al MEP, se ha construido una primera versión que incluye tres relaciones principales:<sup>56</sup>

- La primera consiste en una relación para la inflación, la cual depende de la inflación pasada así como de la inflación esperada para el futuro. También se incluye la brecha del producto y la depreciación real, factores que tendrían una relación directa con la inflación.
- La segunda corresponde a la actividad económica, que también depende de su

<sup>53</sup> Este enfoque se desarrolló principalmente en Orellana y Requena (1999), "Determinantes de la Inflación en Bolivia", Revista de Análisis del Banco Central de Bolivia Vol. 2 N°. 2 (diciembre), que se concentró en la relación entre la inflación, la depreciación y el crecimiento de la emisión monetaria.

<sup>54</sup> Véase Mendieta (2006) "Un modelo estructural de la economía boliviana" Documento presentado en la XI Reunión de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano, llevada a cabo en Buenos Aires del 22 al 24 de noviembre de 2006.

<sup>55</sup> Los primeros resultados de estos enfoques corresponden a Cerezo (2008): "Tipo de cambio real, precios relativos y shocks de oferta en Bolivia: Aplicación de un MEGDE." y Chahin. (2008): "Recursos naturales no renovables y posición fiscal en economías en desarrollo: efectos e implicaciones de política." Documentos de trabajo presentado en el Primer Encuentro de Economistas de Bolivia realizado entre el 14 y 15 de agosto de 2008 en La Paz.

<sup>56</sup> Mendieta, Murillo y Palmero (2008), "Estimación de un Modelo Estructural Pequeño para Bolivia", Documento de trabajo de discusión de política del BCB N° 2/09 (diciembre).

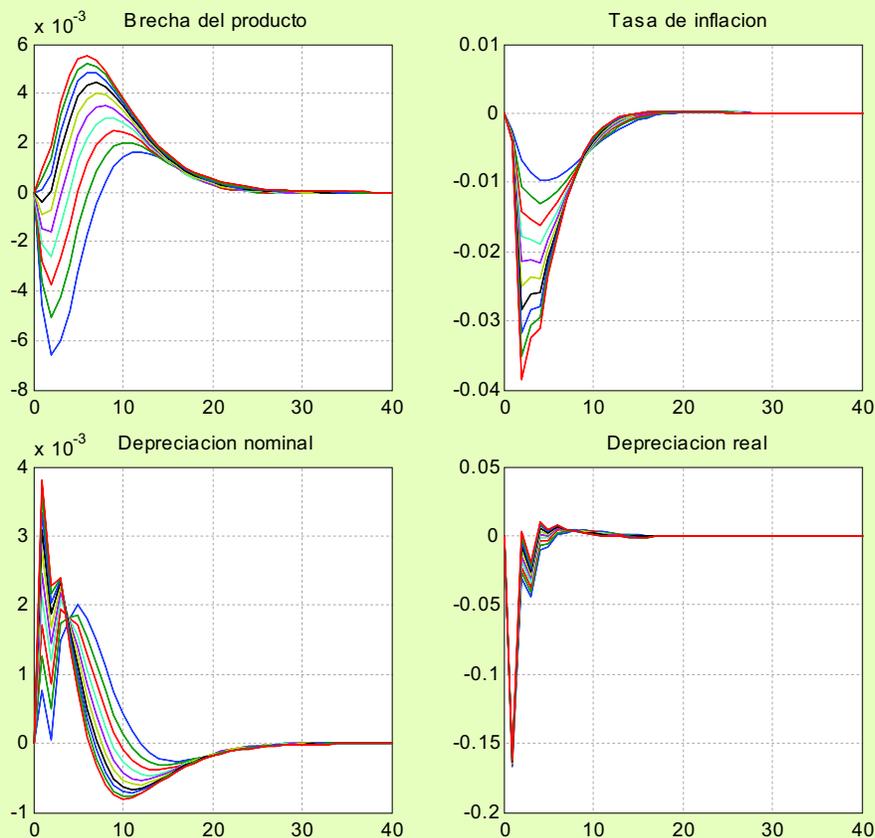
comportamiento pasado y de las expectativas futuras, así como del desalineamiento cambiario, la actividad económica externa y la tasa de interés real. En este último caso, esta variable tiene efectos en la brecha del producto, lo cual posibilita al BCB a cambiar su instrumentación del control de los agregados monetarios al control de las tasas de interés como la mayoría de otros países.

- Finalmente, la tercera relación corresponde a la regla para la determinación del tipo de cambio nominal, que depende de la brecha entre la inflación observada y la meta, el desalineamiento cambiario (real y en términos de competitividad), la actividad económica.

Esta relación exhibe alta inercia en virtud al régimen cambiario, que consiste en movimientos graduales debido a la dolarización.

Con estas tres relaciones y otras complementarias, se pueden modelar distintos escenarios para la economía boliviana. Uno de ellos es el de la caída de la inflación externa como la experimentada en los últimos meses (en torno a 15%). Los resultados muestran que frente a esta caída, la inflación acumulada disminuiría por lo menos 6pp en ocho trimestres (Gráfico V.2), inclusive pudiendo revertir el *shock* negativo en la competitividad cambiaria, efecto que varía según el rango de estimaciones del traspaso del tipo de cambio en la inflación.

**GRÁFICO V.2**  
**EFFECTO DE UNA CAÍDA DE LA INFLACIÓN EXTERNA**  
**(En desviaciones del equilibrio)**



FUENTE: Estimaciones basadas en Mendieta, Murillo y Palmero (2008).

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: Los resultados muestran el rango de estimaciones desde un traspaso de 0,01 hasta 0,2, que están acorde a los resultados encontrados en investigaciones recientes.

Para la proyección de la inflación, se conjugan estas metodologías y otras más sencillas para generar un escenario central. Posteriormente y como se acostumbra en la mayoría de los entes emisores, se les añade el juicio razonado de los analistas y de las autoridades, puesto que los modelos generalmente replican las regularidades empíricas del pasado y no consideran algunos aspectos de carácter objetivo y subjetivo que deben tomarse en cuenta en la proyección. En el caso del BCB, este procedimiento se realiza por medio del balance de riesgos.<sup>57</sup>

Cabe remarcar que las proyecciones cuantitativas y cualitativas se efectúan en un entorno de un conjunto de información determinado y en circunstancias específicas, por lo cual constituyen un rango de referencia para anclar las expectativas de los agentes económicos. Como muestran estudios especializados sobre el tema, la discrepancia entre las proyecciones y la información efectiva, usualmente ocurre por el cambio de la evolución prevista de las variables que determinan la inflación.

---

<sup>57</sup> El Balance de Riesgos se realiza en una sesión del Comité de Política Monetaria y Cambiaria del BCB, que luego es aprobado por el Directorio. En esta instancia, cada participante (directores y gerentes) expresan su opinión sobre el curso futuro de la inflación y los riesgos asociados.