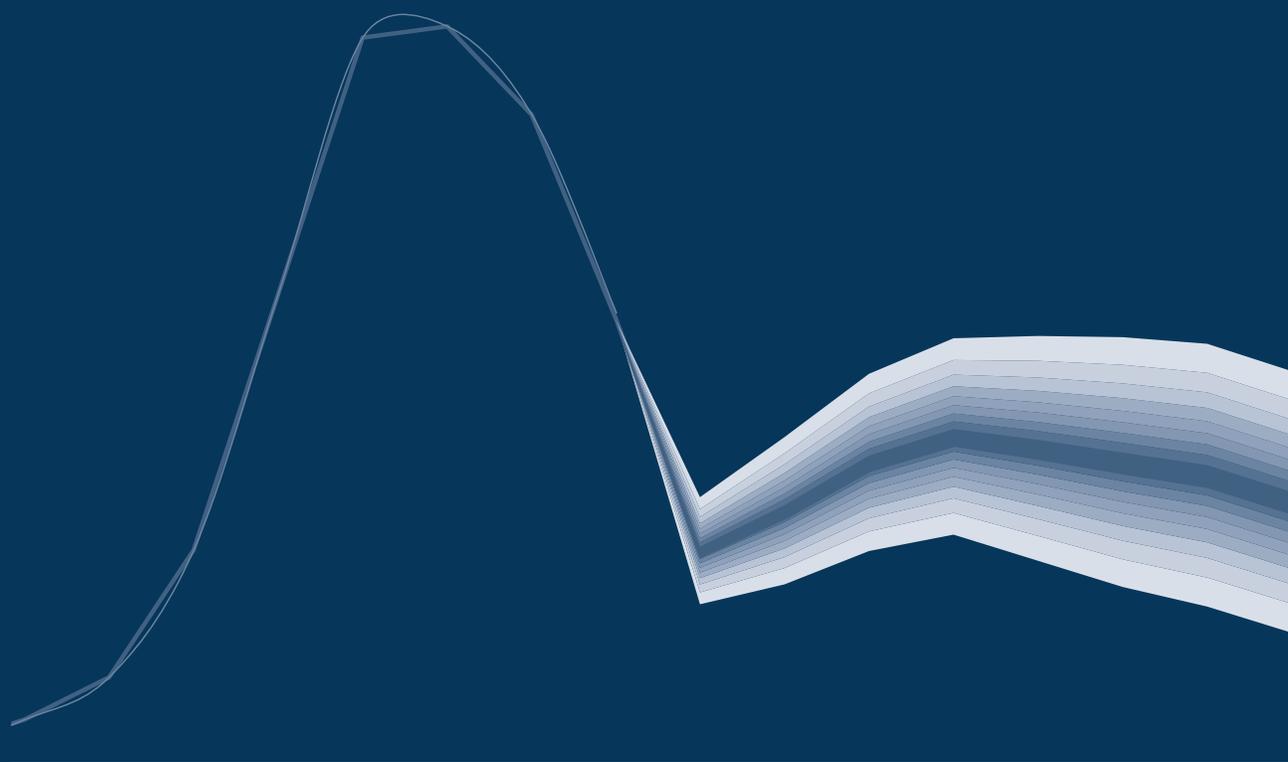


INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2012

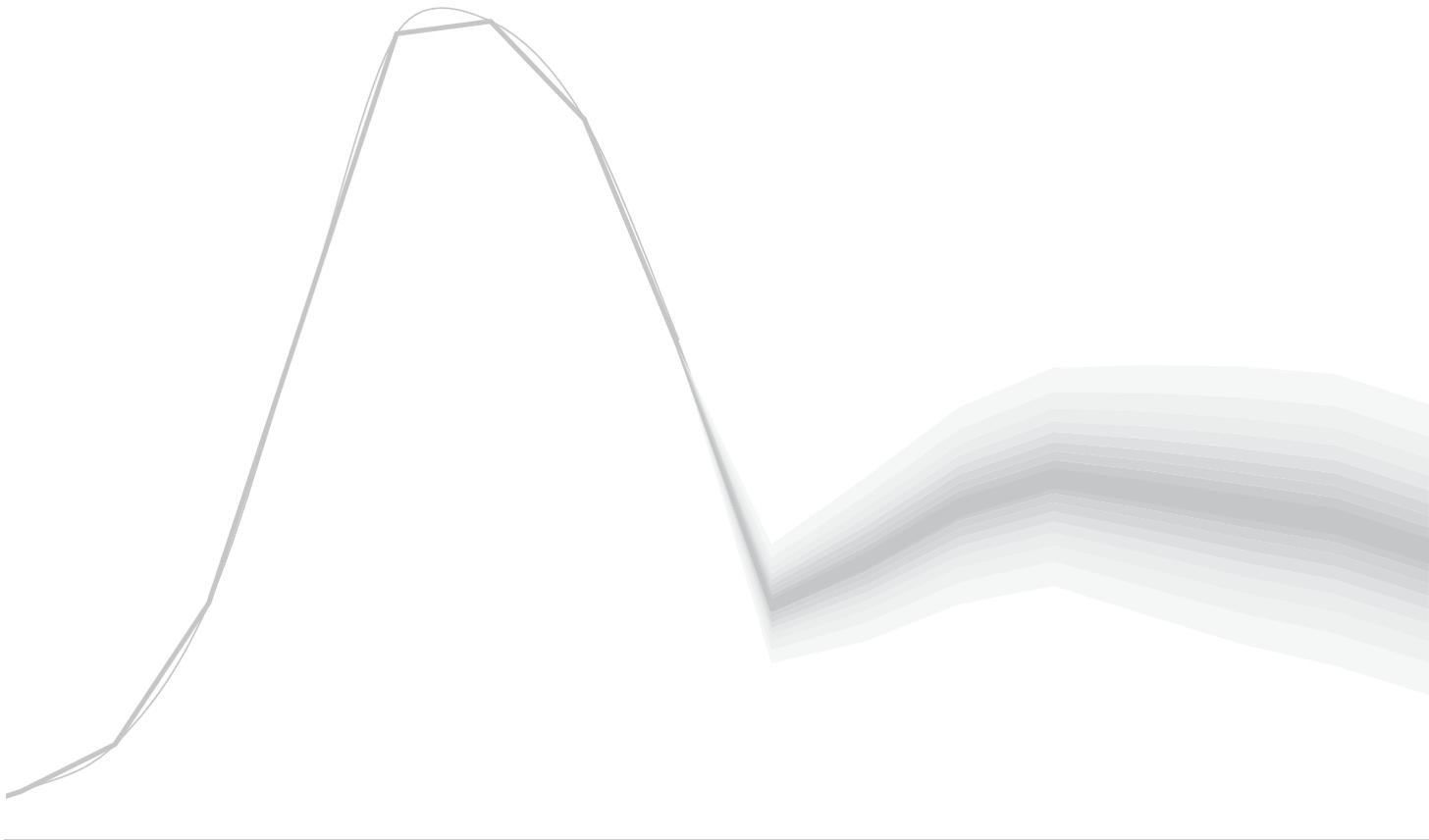


BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

ENERO 2012

Banco Central de Bolivia



**Informe de Política Monetaria
Enero 2012**

500 copias impresas

Fecha de Publicación | Febrero 2012

Banco Central de Bolivia
Ayacucho y Mercado
Ciudad de La Paz
Estado Plurinacional de Bolivia
Teléfono | (591) 2-2409090
Página web | www.bcb.gob.bo

Contenidos | Banco Central de Bolivia
Edición | Asesoría de Política Económica
Diseño de Impresión | Subgerencia de Relacionamento y Comunicación Institucional

El contenido de este informe puede ser reproducido respetando los derechos de autoría
Para preguntas y comentarios, contactar a: apec@bcb.gob.bo

Índice

PRESENTACIÓN	V
RESUMEN EJECUTIVO	IX
I. CONTEXTO INTERNACIONAL.....	1
I.1 Actividad económica mundial	2
I.2 Precios de los productos básicos.....	7
I.3 Inflación internacional y política monetaria	8
I.4 Mercados financieros y movimientos de capitales.....	12
II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	15
II.1 Evolución reciente de la inflación.....	15
II.2 Indicadores de tendencia inflacionaria.....	17
II.3 Inflación por divisiones del IPC.....	20
II.4 Inflación por ciudades.....	22
II.5 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias	23
II.5.1 Precios al productor industrial manufacturero	23
II.5.2 Índice de costos de la construcción.....	24
II.5.3 Índice de precios de actividades remuneradas	25
II.6 Factores que explican la evolución reciente de la inflación.....	26
II.6.1 Mitigación de presiones inflacionarias externas	26
II.6.2 Políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno de alimentos	29
II.6.3 Expectativas inflacionarias a la baja	34
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO.....	35
III.1 Actividad económica y gasto	36
III.1.1 Actividad económica	36
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto.....	40
III.2 Balanza de pagos.....	41
III.3 Intermediación financiera	42
III.4 Agregados monetarios	46
Recuadro III.1: Desempeño reciente del sector inmobiliario	48
Recuadro III.2: La importancia de la demanda interna	51

IV. POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA	53
IV.1 Política monetaria.....	54
IV.1.1 El programa monetario.....	56
IV.1.2 Operaciones de Mercado Abierto (OMA).....	60
IV.1.3 Encaje legal	64
IV.2 Política cambiaria	65
IV.2.1 Orientación de la política cambiaria.....	65
IV.2.2 Comportamiento de la oferta y demanda de dólares en el Bolsín	67
IV.3 Otras medidas	68
IV.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo para el control de la inflación	69
IV.3.2 Compra de oro	70
IV.3.3 Sistema de pagos	70
IV.3.4 Política comunicacional y educativa del BCB	71
IV.3.5 Medidas complementarias.....	72
Recuadro IV.1: Las OMA directas y bonos BCB directo y sus beneficios a la población.....	73
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	77
V.1 Contexto internacional.....	78
V.2 Contexto nacional.....	82
V.3 Perspectivas de la inflación	85
V.4 Balance de riesgos	86
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE USO FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN.....	89

Presentación

El Banco Central de Bolivia (BCB) conduce sus políticas con el fin de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social del país de manera coordinada con el Órgano Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), tal como estipula la Constitución Política del Estado (CPE).

Con esa visión enfocada en controlar la inflación y contribuir a la promoción del crecimiento económico de manera coordinada con el Gobierno, las políticas del Banco Central de Bolivia (BCB) mantuvieron un carácter contracíclico en 2011 actuando de forma proactiva con medidas oportunas para que la inflación disminuya y para coadyuvar con la mitigación de los efectos negativos de los ciclos económicos, con el uso de instrumentos innovadores y heterodoxos.

En este sentido y en línea con la evolución de la inflación, a principios del año se continuó incrementando la oferta de títulos públicos de regulación monetaria. A partir del segundo trimestre se evidenció una caída en la inflación y expectativas, lo que junto con el deterioro del contexto internacional y la política fiscal de austeridad que limitó la inyección de recursos del Tesoro General de Estado (TGE), determinaron que la autoridad monetaria no considere necesario realizar nuevos incrementos de la oferta semanal de títulos. En la parte final del año y en un contexto de abundante liquidez estacional, la oferta de títulos se incrementó temporalmente con el fin de generar un mayor margen de acción a la política monetaria en 2012, frente a eventuales efectos adversos de la desaceleración económica mundial.

Por su parte, la política cambiaria mantuvo una apreciación gradual del boliviano frente al dólar

estadounidense acorde con las presiones externas; el mayor ritmo de apreciación del primer semestre atenuó el efecto del aumento de precios de productos importados por el país que se originó principalmente por el incremento de los precios internacionales de *commodities* y la apreciación de las monedas de la región. El ritmo de apreciación se redujo en el segundo semestre conforme se atenuaba la inflación importada y el entorno internacional se volvía más incierto.

En el mismo sentido, las políticas del Órgano Ejecutivo, entre las que se incluyen el apoyo financiero y tecnológico a los productores agropecuarios, el financiamiento a proyectos de riego, la liberación de aranceles a la importación de maquinaria e insumos para la agricultura, junto a medidas como la importación y venta directa de alimentos a los consumidores y la lucha contra la especulación y el contrabando, entre otros, fueron igualmente importantes para la gradual moderación de los indicadores de inflación.

Estas medidas se complementaron con las modificaciones en los requerimientos de encaje legal, el mayor dinamismo de las colocaciones directas de títulos al público con rendimientos atractivos y el énfasis en la transparencia y rendición de cuentas que caracteriza el accionar del BCB. Al respecto, nuevamente el Informe de Política Monetaria (IPM) fue priorizado por las Organizaciones Sociales para la rendición de cuentas y, en esta ocasión, se profundizaron los mecanismos de comunicación sobre las políticas del BCB a través de la participación de estudiantes en un concurso de teatro sobre la inflación y la forma de controlarla.

De esta forma, en un nuevo escenario de desaceleración económica global, como consecuencia

de la profundización de la crisis en las economías periféricas y centrales de la Zona Euro y la crisis fiscal en EE.UU., el BCB balanceó adecuadamente el objetivo de contener la inflación con el de contribuir a apuntalar el ritmo de la actividad económica.

En este contexto y en conjunción con las políticas del Órgano Ejecutivo, la inflación fue controlada y se dinamizó la actividad productiva. En efecto, luego de elevadas tasas interanuales de inflación a principios de año, ésta cayó continuamente para cerrar la gestión en 6,9%, en línea con las proyecciones anunciadas en los IPM de enero y julio, desvirtuando los vaticinios de algunos organismos internacionales y de analistas nacionales. Debe congratularnos que las evaluaciones más serias formuladas recientemente reconocen el adecuado manejo macroeconómico del país y lamentamos que otras tratan de desvirtuar los logros obtenidos con argumentos carentes de sustento técnico y seriedad.

Por su parte, la actividad económica mostró un importante repunte pues el PIB creció a una tasa de 5,1% al tercer trimestre de 2011, también en el rango anunciado en los IPM. Este desempeño estuvo liderado por el comportamiento de actividades no extractivas y, desde la perspectiva del gasto, fue apuntalado por la dinámica del consumo privado y de la inversión pública y privada. El Órgano Ejecutivo y el BCB contribuyeron a este resultado promoviendo la

disponibilidad adecuada de recursos a bajo costo para financiar al sector privado; además, de la aprobación de importantes financiamientos a Empresas Públicas Estratégicas Nacionales. Asimismo, se profundizó la bolivianización de depósitos y de créditos en línea con el objetivo de afianzar y preservar la soberanía monetaria.

Las proyecciones de inflación en el presente IPM se encuentran en torno a 5% y 4% al cierre de 2012 y 2013, respectivamente. Estas proyecciones no están exentas de riesgos internos y externos, los cuales se detallan en el documento. En términos generales, el análisis cualitativo indica que los riesgos están balanceados y son menores a los señalados en julio de 2011. Sin embargo, frente a la eventual concreción de algunos de éstos, el BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo a través del MEFP tomarán oportunamente las medidas que correspondan.

En esta dirección, el BCB renueva su compromiso con el desarrollo económico y social del Estado Plurinacional y la necesidad de preservar, ante todo, la estabilidad macroeconómica como patrimonio del Estado y de toda la sociedad boliviana.

Lic. Marcelo Zabalaga Estrada
Presidente a.i.
Banco Central de Bolivia

La Paz, enero de 2012

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 31 de enero de 2012. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

Resumen ejecutivo

En el segundo semestre de 2011 la economía mundial se desaceleró, producto de la profundización de la crisis de deuda soberana de las economías de la Zona Euro, cuyos efectos se transmitieron a la actividad real. En el último trimestre del año se observó un crecimiento menor en las economías avanzadas de Europa, a diferencia de Estados Unidos que mostró leves signos de recuperación, aunque los problemas fiscales todavía persisten en este país. Por otro lado, el crecimiento de las economías emergentes disminuyó levemente, a consecuencia del deterioro de la demanda agregada global y el estancamiento de su sector industrial. Como resultado de todo lo anterior el crecimiento mundial en 2011 habría sido inferior a 4%.

El incremento promedio general de precios a nivel mundial en 2011 habría sido 1,2 puntos porcentuales (pp) superior al registrado en 2010, generalizándose este comportamiento tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes y en desarrollo. Los precios de las materias primas y alimentos continuaron aumentando en los primeros meses del año, para luego corregirse hacia la baja, aunque exhibieron volatilidad relacionada con la evolución de las perspectivas de la economía mundial y se situaron en niveles todavía elevados. En consecuencia, las tasas de política monetaria de los bancos centrales se mantuvieron en niveles mínimos en las economías avanzadas y mostraron pequeñas variaciones a la baja en las economías emergentes y en desarrollo, en procura de enfrentar la inminente continuidad de la desaceleración económica global.

Los mercados financieros internacionales mostraron mayor aversión al riesgo debido a la profundización de la crisis de deuda griega y al efecto de contagio a economías importantes de la Zona Euro, tales como

España e Italia. La agudización de esta crisis impulsó a los gobiernos de Grecia, Portugal, Irlanda, Italia y España a adoptar duras medidas de austeridad fiscal.

En la última parte del año, las monedas tanto de las economías avanzadas como de las economías emergentes experimentaron leves depreciaciones respecto al dólar estadounidense, debido a la mayor aversión al riesgo en los mercados de divisas. Asimismo, se incrementó la demanda de otras divisas consideradas activos de reserva, tales como el yen japonés y el franco suizo.

En el entorno nacional, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó en el primer trimestre de 2011, se estabilizó en el segundo y descendió en los dos últimos, convergiendo gradualmente a una tasa de 6,9% al cierre de gestión. El segundo semestre de 2011 se caracterizó por ser una etapa de desinflación, superándose la mayor parte de los efectos de los shocks de precios experimentados por la economía boliviana a finales de 2010 e inicios de 2011. En el mismo sentido, los indicadores de tendencia inflacionaria denotaron un comportamiento decreciente reflejando el proceso de ajuste a la baja en la inflación.

El gradual descenso de la variación interanual de precios entre julio y diciembre de 2011 estuvo explicado por los siguientes tres factores: i) la mitigación de presiones inflacionarias externas; ii) la moderación de la inflación de alimentos, principalmente debido a políticas gubernamentales de abastecimiento de los mercados internos; y iii) expectativas inflacionarias a la baja por parte de la población. La mayoría de estos factores fueron direccionados por las políticas económicas del Órgano Ejecutivo y del BCB. Cabe

señalar que la evolución de la inflación en la segunda mitad del año fue plenamente consistente con las proyecciones realizadas en los anteriores IPM de enero y julio de 2011.

En lo que respecta a la actividad económica, el Producto Interno Bruto (PIB) creció a una tasa de 5,1% al tercer trimestre de 2011, liderado por varias actividades no extractivas entre las que destacan transporte, almacenamiento y comunicaciones; los servicios financieros y la industria manufacturera. Adicionalmente, las actividades extractivas no renovables incidieron positivamente en el PIB tanto por el desempeño del sector de hidrocarburos, que fue impulsado con la mayor demanda de gas por parte de la Argentina, como por el repunte de la minería. Por tipo de gasto, la demanda interna siguió apuntalando el crecimiento en virtud a la dinámica del consumo privado y el aporte tanto de la inversión pública como de la privada, alentada ésta última por los crecientes créditos, en particular al sector productivo. Por otro lado, en los tres primeros trimestres de 2011 el sector externo presentó nuevamente un comportamiento favorable que se tradujo en un saldo positivo en la balanza de pagos de 5,3% del PIB, cuyo nivel estuvo explicado tanto por la cuenta corriente (por el incremento en las exportaciones y remesas) como por la cuenta capital y financiera. Esto se tradujo en un incremento de las Reservas Internacionales Netas del BCB que a diciembre de 2011 representaron el 49% del PIB estimado para el año, uno de los más altos del mundo.

El sistema financiero tuvo un desempeño positivo y dio importantes señales de profundización, favoreciendo al crecimiento de la economía a través de la canalización del ahorro hacia la inversión. En este contexto, se alcanzó un nivel récord de crédito en la historia económica del país donde destacó el dinamismo de la cartera productiva, alentada por la reforma de encaje legal que introdujo mecanismos de incentivo para su colocación, así como por otras medidas gubernamentales de fomento al crédito. Igualmente, los depósitos registraron incrementos importantes. Cabe destacar que las medidas adoptadas para alentar el uso de la Moneda Nacional (MN) fueron efectivas, generando máximos históricos en los ratios de bolivianización de depósitos y créditos. Los indicadores financieros de calidad de cartera, solvencia, eficiencia y liquidez continuaron mostrando un sistema financiero sólido y estable.

En lo que concierne a las políticas del BCB en 2011, éstas mantuvieron su orientación contracíclica. La política monetaria en la primera parte del año continuó incrementando la oferta semanal de títulos públicos, en línea con la evolución de los precios. A partir del mes de abril y debido a la disminución de la inflación y la acumulación de depósitos del Sector Público No Financiero (SPNF) en el BCB, entre otros factores, la oferta de títulos se mantuvo constante. En la parte final del año dicha oferta se incrementó temporalmente con el fin de generar espacio de acción a la política monetaria en 2012.

Las tasas monetarias y de intermediación se incrementaron gradualmente, en un proceso de convergencia lenta respecto a la inflación mediante el descenso más pronunciado de esta última. En el nuevo escenario de 2011, el BCB empleó sus principales instrumentos balanceando el objetivo de contener la inflación con el de contribuir a apuntalar el ritmo de la actividad económica.

De manera complementaria a las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), otras políticas heterodoxas contribuyeron también a regular la liquidez, entre las que destacan la modificación en los requerimientos de encaje legal (instrumento que si bien es convencional en la práctica de la política monetaria, fue utilizado de una manera heterodoxa para fomentar el crédito, consolidar la remonetización y promover una mejor administración de la liquidez del sistema financiero) y el mayor dinamismo de las colocaciones directas de títulos al público con rendimientos atractivos.

La política cambiaria mantuvo su orientación concordante con el contexto externo, apreciando gradualmente el boliviano a lo largo del año, aunque a un mayor ritmo en el primer semestre, en respuesta a la inflación importada por mayores precios de *commodities* y la apreciación de las monedas de la región. En el segundo semestre, el ritmo de la apreciación tendió a disminuir en la medida que la economía mundial se desaceleró, los precios internacionales se moderaron y la inflación interna presentó un comportamiento decreciente.

Respecto a las perspectivas para 2012, los organismos internacionales proyectan un crecimiento del producto mundial en torno a 3,3%. La tendencia esperada hacia

una recesión económica leve en las economías de la Zona Euro se mantendría y las economías emergentes sentirían el efecto de la desaceleración de la actividad económica mundial con mayor fuerza que en 2011. En ese sentido, el crecimiento del PIB externo relevante para Bolivia en 2012 se situaría alrededor de 2,9%, cifra inferior a la estimada para 2011 (3,5%).

A su vez, se espera una moderación de los precios internacionales de las materias primas y alimentos aunque éstos podrían mantenerse en niveles elevados, atenuando el descenso de las presiones inflacionarias externas. De esta forma, se estima que la inflación internacional relevante para Bolivia estará cercana a 0,5% en 2012.

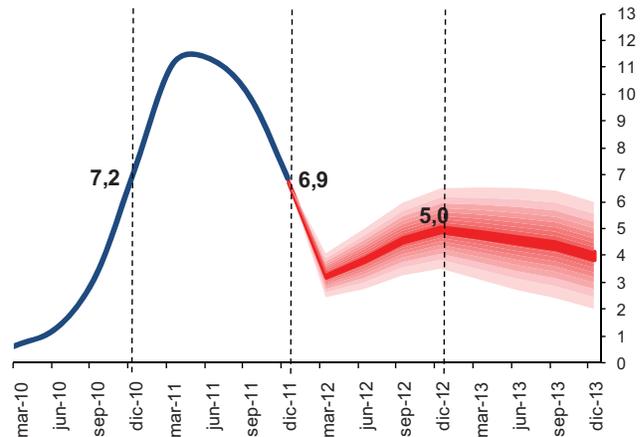
Por otra parte, el crecimiento del PIB cerraría el 2012 en el rango 5%-6%, en línea con la proyección efectuada en el IPM de julio de 2011. En esta gestión se espera una de las mayores tasas de crecimiento de América Latina, impulsada por un incremento sustancial de la inversión pública, que superaría los \$us3 mil millones y el efecto de la orientación contracíclica de la política económica que caracterizó su conducción en los últimos años. Para 2013 se prevé que el crecimiento continúe en el intervalo 5%-6%, apuntalado por la inversión pública, el incremento del dinamismo del sector de hidrocarburos, la minería y la industria, en virtud al aumento de la capacidad productiva del sector estatal. En ambos casos, la demanda interna desempeñaría un rol importante para la expansión de la actividad económica, en un entorno de disminución de la demanda externa.

Respecto al comportamiento de las cuentas externas, se estima que Bolivia tuvo un superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de alrededor de 3,4% del PIB para 2011. Éste se tornaría en déficit en 2012, principalmente por el incremento de las importaciones de bienes de capital e insumos destinados a proyectos de inversión públicos y privados y, en menor medida, la disminución del valor exportado promedio por los menores precios de materias primas respecto a los observados en 2011.

Finalmente, con relación a las perspectivas sobre la inflación para este bienio, las proyecciones señalan

que ésta se situaría en torno a 5% a fines de 2012. A su vez, durante 2013 la inflación tendería a converger hacia su meta de mediano plazo (4%), como lo muestra el siguiente gráfico en el que se destacan los márgenes de incertidumbre implícitos en la proyección.

GRÁFICO: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación en cuatro trimestres, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central (La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%)

La evolución futura de la inflación no está exenta de riesgos. En términos de los riesgos al alza de origen externo se encuentran la apreciación de las monedas de socios comerciales (asociada a crecientes flujos de capital a la región en un contexto de fuertes inyecciones de recursos en las economías avanzadas e incertidumbre en sus mercados financieros) y presiones al alza sobre el precio del petróleo originadas en tensiones geopolíticas en Oriente Medio. Entre los riesgos internos al alza se encuentran los mayores precios de ciertos alimentos por efectos más adversos que los considerados en las proyecciones ocasionados por el fenómeno natural La Niña, eventuales presiones de demanda y, principalmente, expectativas sobre cambios en precios relativos de algunos artículos y sus consecuentes efectos de segunda vuelta.

Con relación a los riesgos externos a la baja destacan una desaceleración mayor a la prevista de la actividad económica mundial, la caída de los precios internacionales de *commodities* y una disminución más

pronunciada que lo esperado en los indicadores de inflación de los socios comerciales; en lo que concierne a riesgos a la baja de origen interno se encuentran la gradual moderación de la dinámica del sector inmobiliario privado junto al menor consumo privado específicamente financiado por remesas. En balance, los riesgos están equilibrados.

El BCB, en el marco de la orientación contracíclica de sus políticas y la coordinación con el Órgano Ejecutivo estipulada por la CPE, continuará implementando las medidas que sean oportunas para el control de la inflación y el fomento del crecimiento del sistema financiero, para contribuir al desarrollo económico y social del país.

Executive Summary

In the second half of 2011 the world economy slowed as a result of the deepening of sovereign debt crisis in the Eurozone, whose effects were transmitted to real activity. In the last quarter, the economic growth of advanced economies in Europe shrank. Contrary, the economic activity in the United States showed slight signs of recovery, although the enduring fiscal problems. Regarding the economic growth in emerging economies, it declined to some extent as a result of a weaker global aggregate demand and sluggish industrial sector. As a result, global output expanded less than 4% in 2011.

Global consumer price inflation increased by 1,2 percentage points (pp) in 2011, higher than in 2010, both in advanced and emerging/developing countries. Prices of raw materials and food continued to increase during the first months of the year and then corrected to the downside. Even though this correction, they persisted at still high levels and exhibited a volatile behavior related to the evolution of the global economic outlook. Consequently, monetary policy rates of central banks remained at low levels in advanced economies and showed small drops in emerging economies, in order to deal with the imminent global economic slowdown.

International financial markets showed increased risk aversion due to the deepening of the Greek debt crisis and its contagion to more important economies of the Eurozone, such as Spain and Italy. Strengthening of financial turmoil prompted the governments of Greece, Portugal, Ireland, Italy and Spain to take severe measures of fiscal austerity.

At the end of 2011, worldwide currencies experienced slight depreciation against the U.S. dollar due to enhanced risk aversion in financial markets. Moreover,

it increased the demand for other currencies considered reserve assets, such as the Japanese Yen and the Swiss Franc.

In the Bolivian context, the year-over-year variation of the Consumer Price Index (CPI) rose in the first quarter of 2011, stabilized in the second and decreased in the last two, converging gradually at 6,9% at the end of year. Disinflation characterized the second half of 2011, when the Bolivian economy overcame most of the adverse inflationary shocks confronted since late 2010 and early 2011. Likewise, core inflation measures denoted a decreasing behavior reflecting the adjustment to a range of low inflation.

The gradual decline in the year-over-year change of prices between July and December 2011 were explained by three factors: i) lower external inflationary pressures, ii) decline in food inflation mainly due to government policies of supply domestic markets, and iii) lower expected inflation. Most of these factors were addressed by the economic policies adopted by the Executive Branch and the Central Bank of Bolivia (CBB). It should be noted that the evolution of inflation in the second half of the year was fully consistent with forecasts made in previous Monetary Policy Report (MPR) of January and July 2011.

Regarding economic activity, Bolivian Gross Domestic Product (GDP) grew at a rate of 5,1% in the third quarter of 2011, led by several non-extractive activities like Transport, storage and communications, Financial services and Manufacture. Additionally, non-renewable extractive activities stimulated the GDP growth, highlighting sectors such as mining and hydrocarbons. The latter was driven by increased demand for gas from Argentina.

On the expenditure side, domestic demand continued to underpin growth under the dynamics of private consumption and the contribution of both public and private investment. The latter was stimulated by rising loans to the productive sector. Regarding external sector, once more it showed a favorable performance in the first three quarters of 2011, which resulted in a balance of payments surplus of 5,3% of estimated GDP. This level is explained by both the current account (increase in exports and remittances) and the capital and financial account. This resulted in an increase in net foreign exchange reserves, which represented 49% of GDP at the end of 2011, one of the highest in the world.

Financial system performed positively with significant signs of deepening by channeling savings into investment, which invigorated economic growth. Historical record level of credit was reached, especially by the dynamics of the productive sector portfolio, which was stimulated by the reserve requirements reform as well as other government measures to promote the credit. In the same way, deposits recorded significant increases. It is important to underline that the measures taken to encourage the use of Bolivian Currency were effective, leading to highest levels in de-dollarization ratios of deposits and credits. Also, financial ratios of asset quality, earnings, efficiency and liquidity showed a strong and stable financial system.

In 2011, policies implemented by the CBB kept their countercyclical stance. In the first months of the year and in line with CPI behavior, monetary policy continued to increase weekly supply of government securities. After that, the supply remained constant since April due to the decline in inflation and the accumulation of nonfinancial public sector deposits at the CBB. Finally, in the last months of the year, the supply was increased temporarily in order to give room for monetary policy in 2012.

Monetary and banking interest rates increased gradually, converging slowly to a fast declining inflation rate. In 2011, the CBB used its main instruments balancing between its objectives to control inflation and to promote economic activity.

Complementary to usual Open Market Operations (OMO), heterodox policies were also used in order to

contribute to liquidity management. Among these policies modification of legal reserve requirements and the large increase of supply of securities to the public with higher returns are highlighted. The former, it is a conventional instrument of monetary policy; however, it was also used in non-conventional way to promote credit, consolidate de-dollarization and encourage better liquidity management in the financial system.

Exchange rate policy remained consistent with the external context. Throughout the year, the Bolivian currency strengthened against the U.S. dollar in response to imported inflation from higher commodity prices and the appreciation of main Latin American currencies. In the second half of the year, the pace of appreciation tended towards downside as the global economy activity slowed, international prices weakened and domestic inflation decreased.

Regarding the outlook for 2012, international organizations foresee global output growth around 3,3%. Expectations of a mild recession in the Eurozone remain and emerging economies continue exposed to the negative effects of a deeper economic slowdown. Therefore, the relevant external GDP growth for Bolivia in 2012 would be around 2,8%, lower than the 2011 estimate (3,9%).

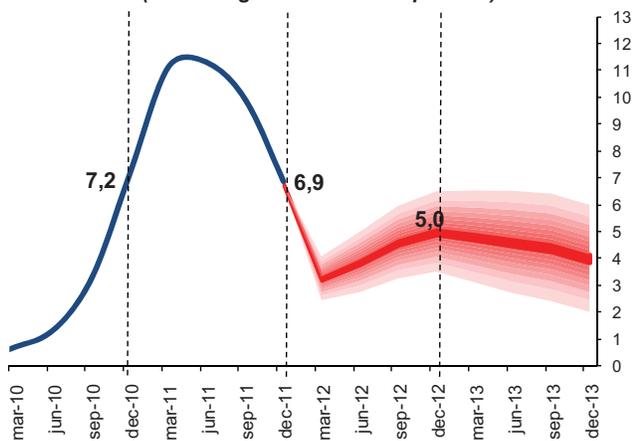
Furthermore, a moderation in international prices of raw materials and food is expected. However, they could remain in high levels mitigating the decline in external inflationary pressures. Thus, on average relevant international inflation for Bolivia would be near to -0,5% in 2012.

Bolivian GDP growth would expand in the range of 5% - 6% in 2012, in line with the previous forecast of Monetary Policy Report of July 2011. This is one the highest expected growth rates in Latin America, driven by a substantial increase in public investment, which would exceed \$us3 billion, and the positive effect of countercyclical stand of economic policy as it has been shown in recent years. During 2013 economic growth is expected to continue in the same range, underpinned by public investment and growing contribution of public sector in the hydrocarbons, mining and industrial sectors. In both years, domestic demand will play an important role for the expansion of economic activity in a context of deteriorating external demand.

Concerning external accounts, it is estimated that Bolivia had a current account surplus of about 3,4% of GDP by 2011. This would turn into deficit in 2012, mainly due to the expected increase of imports of capital goods and inputs for public and private projects, and to a lesser extent, to the expected decrease of export value given lower commodity prices.

Finally, with regard to the outlook for actual biennium, inflation is projected to lie around 5% in late 2012. During 2013 inflation will converge towards its medium-term target (4%), as shown in the following chart that highlights the uncertainty implicit in this forecast.

GRAPH 1: OBSERVED AND PROJECTED CPI INFLATION
(Percentage variation in 4 quarters)



SOURCE: Central Bank of Bolivia (CBB)
ELABORATION: CBB - APEC
NOTE: The graph includes confidence intervals

Future evolution of inflation is not without risks. In terms of external upside risks, appreciation of trading partners' currencies (associated with enlarged capital flows to the region and growing uncertainty in advanced financial markets) and upward pressures on oil prices from the geopolitical turmoil in the Middle East are the most important. Among internal upside risks, two are emphasized: higher than previously projected prices of certain foods caused by the natural phenomenon *La Niña*, probably demand pressures and, mainly, expectations about changes in relative prices and their second round effects.

Relating to the external downside risks, more than expected slowdown in the global economic activity, falling international commodity prices and stepping trading partners' inflation down are the main concerns. In relation to internal downside risks, gradual moderation of the dynamics of private real estate sector along with the lower private consumption, specifically funded by remittances could be noted. Upside and downside risks are balanced.

The CBB, taking into account the countercyclical stance of its policies and the coordination with the Executive Branch stipulated by the Political Constitution of the Plurinational State of Bolivia, will continue to implement measures for controlling inflation and promoting the financial system growth, all of that, to support the economic and social development of Bolivia.

Juk'a qhanancha

Zona Euro ukankirinakana jani walt'añanaka juk'ampi utjipanxa, pasiri 2011 mara chikata tukuya phaxsinakanxa uraqpachana *economía* ukaxa niya taqinitakiwa qhipartawayi. Uka mara tukuya kimsa phaxsinxa, *Europa* uksanakanxa qullqituqita nayraqataru sartañaxa pisirtawayxarakiwa; maysatuqitxa *Estados Unidos* markanxa *fiscal* Tayipi jani walt'añanaka utjaskipansa juk'ata juk'ata kutirtañaxa utjaskarakiwa. Maysatuqitxa, *economía emergente* ukankirinakaxa, *demanda agregada global* juk'akixipana ukhamaraki *sector industrial* ukanakasa pisirtawayarakiwa. Ukhamäpanxa 2011 maranxa uraqpachana qullqituqita nayraqataru sartañaxa 4% ukjakixarakiwa.

Uraqchanxa 2011 maranxa taqi yänakana chanipaxa 1,2 *punto porcentual (pp)* ukjarakiwa irxattawayi, ukaxa 2010 marata jilpachawa, ukhamaxa *economía avanzada* ukankirinakansa *economía emergente* ukanakansa niya kirkpakirakiwa. Mara qallta phaxsinakanxa *materia prima* ukanakana chanipasa manq'añanakana chanipasa irxattawayxarakinwa, qhipxaruxa juk'ata iraqtawayaskarakiwa, ukhampachasa *economía mundial* ukana nayraqataru sartañaxa jani mä khuskhakipanxa juk'ampi irxattañaxa qhanpacha utjaskakiwa. Ukhamäpanxa, *banco central* ukanakana *política monetaria* ukana utjiri *tasa* ukanakaxa *economía avanzada* uksatuqinakanxa juk'akiwa, ukatxa *economía emergente y en desarrollo* ukanakana mayjt'añanakaxa utjawayarakiwa, taqi ukanakaxa *económica global* uka taypina juk'ampi qhipartañanakaru saykatañatakiwa.

Mercado financiero internacional ukankirinakaxa *Zona Euro* taypina *deuda griega* uka uñjasaxa sinpuniwa llakthapisxapaxana, ukaxa *España* ukhamaraki *Italia* markanakana uñstawayxarakinwa. Ukhamaxa juk'ampi jani walt'añanaka utjipanxa *Grecia, Portugal, Irlanda,*

Italia, España marka irpirinakaxa *austeridad fiscal* ukhama amtanakampiwa ch'amanchasiwayapxana.

Mara tukuyaruxa, *economía avanzada* ukankirinakana ukhamaraki *economía emergente* ukankirinakana qullqinakapaxa *dólar estadounidense* ukampi chikachasisaxa iraqtawayarakiwa, ukaxa *mercado de divisa* uka taypina llakthapisña utjipanwa ukhamaxa. Maysatuqitxa, *activo de reserva* sutimpi sinti uñt'ataxipanxa *yen japonés* ukhamaraki *franco suizo* uka qullqinakxa walpuni thaqapxarakina.

Marksanxa, *Índice de Precios al Consumidor (IPC)* ukanakaxa marata mararu mayjt'aña utjirpanxa 2011 maranxa nayraqata suxta phaxsinxa irxattawayiwa, ukata qhipjaru walikixasinxa mara tukuya pä phaxsiruxa mä juk'a iraqtawayarakiwa, mara tukuykamaxa tasa ukaxa 6,9% ukjarurakiwa puriwayxana. Ukatxa 2011 mara tukuya suxta phaxsinxa desinflación iraqtañawa utjawayarakina, *economía boliviana* ukana 2010 mara tukuya ukhamaraki 2011 mara qalltana utjkana uka llakisiñanakaxa niya chhaqtawayxarakinwa. Ukhamarusa, chani irxattañanakaxa janiwa sinti utjawayxanti.

Mä marata yaqha mararu chani iraqtañaxa, 2011 willka kuti phaxsita jallu qallta phaxsikamaxa akhama qhananchatarakispawa: i) yaqha markanakanxa chani irxattañaxa janiwa sintixanti; ii) markasa taypina utjiri qhathunakanxa *política gubernamental* ukanakaxa juk'ampi manq'añanaka utjañapatakiwa ch'amanchawayi; iii) markachirinakaxa chani irxattañanakata janiwa sinti llakisiwayxapxarakiti. Ukhamaxa qullqituqita walinkañaxa *Órgano Ejecutivo* ukhamaraki *Banco Central de Bolivia (BCB)* irpirinakana ch'amanchawayatanwa. Jichhakamaxa 2011 marana chinu phaxsita willka kuti phaxsikama *Informes de Política Monetaria (IPM)* ukana qhananchatakana

ukhamaruwa *evolución de la inflación* ukaxa phuqhasiwayi.

Jichhaxa *actividad económica* uka taypinxa akhamarakiwa, *Producto Interno Bruto* taypina *tasa* ukaxa 2011 mara *tercer trimestre* ukakamaxa 5,1% ukjawa jiltawayana, taqi ukanakaxa *actividad no extractiva, transporte, almacenamiento, comunicación* uka taypi irnaqañanakana ch'amanchawayatanwa; ukatxa *servicio financiero, industria manufacturera* ukanakasa chikachasiwayapxarakiwa. Ukxaruxa, *actividad extractiva no renovable* ukanakasa *PIB* ukaruxa ch'amanchawayarakiwa, qhanpachaxa *Argentina* markaru *gas* aljañampi qhuyata misturi yänaka aljañanakampiwa juk'ampi ch'amanchawayi. Qullqi irtañtuqinakanxa, markasa taypina achuyata yänaka aliri munirinakawa juk'ampi nayraqataru irptawayapxana, ukaxa *inversión pública* ukhamaraki *inversión privada* ukankirinakana ch'amanchapampiwa wakisiraki, ukankaxa taqikuna achuyirinakaru *crédito* ukampi yanapt'aña utjipanwa qhanpachaxa nayraqataru sarantawayarakina. Maysatuqitxa, 2011 mara nayrja kimsa phasinakanxa, *sector externo* ukankirinakaxa *balanza de pago* ukanakanxa 5,3% ukjampiwa *PIB* ukaru ch'amanchawayana, ukanakaxa *cuenta corriente* (yänaka aljaña qullqi jiltipana) ukhamaraki *cuenta capital, financiera* uka taypiwa qhanancharaki. Taqi ukanakaxa *BCB* taypinxa *Reservas Internacionales Netas* ukanakaxa 2011 mara jallu qallta phaxsikamaxa *PIB* ukatakixa 49% ukja nayraqataru sartañawa, ukaxa uraqpachana sinti jilpacha ch'amanchasiñawa.

Jichhakamaxa *sistema financiero* ukaxa nayraqaru sarantasaxa juk'ampi ch'amanchasiñatakiwa uñacht'ayaski, uka *inversión* uka phuqhasiñapataki juk'ampi qullqi imasitañatakiwa ch'amanchaski. Aka taypinxa, qullqituqita *cartera productiva* taypi nayraqataru sartañaxa janipuniwa kunapachasa ukhama uñjañakiti, ukatakixa *reforma de encaje legal* uka utjipanwa *colocación* ukatakixa *mecanismo de incentivo* ukanakaxa utjawayana, maysatuqitxa marka irpirinakaxa *crédito* ukampiwa wakiskiri ch'amanchawayapxarakina. Ukxaruxa, *depósito* qullqi imasiñaxa jiltawayarakina. Jiwasa marka *Moneda Nacional (MN)* qullqi yäqañataki ch'amanchañaxa walikipuniskarakinwa, ukhama qullqituqita *bolivianización* ch'amanchañaxa utjipanxa *depósito* ukhamaraki *crédito* ukanakaxa janipuniwa kunapachasa jilankirikiti. Ukhamäpanxa *indicador financiero de calidad de cartera, solvencia, eficiencia, liquidez* ukanakaxa

sistema financiero ukaxa wiñayataki wali ch'amani uñacht'ayarakistuxa.

Pasiri 2011 maranxa *BCB* ukana política aski amtanakapanxa, orientación contraciclica ukaxa janiwa mayjt'ayatakanti. Ukhamaraki mara qalltanxa *política monetaria* uka taypixa chaninakaxa kunjamasa sarantaski uka amuyusaxa sapa phachhanawa *título público* ukanakampi ch'amanchataskarakina. Qasawi phaxsitxa uksaruxa *inflación* uka jani juk'ampi utjipana ukhamaraki *BCB* taypina *Sector Público No Financiero (SPNF)* ukankirinaka juk'ampi qullqi imasiña utjipanxa *título* ukanaka churañampixa juk'ampirakiwa ch'amanchatäna. Mara tukuyaruxa jutiri 2012 marana *política monetaria* ukaxa walinkaskañapatakixa uka amtanakaxa juk'ampiwa ch'amanchatarakina.

Ukxaruxa *tasas monetarias y de intermediación* ukanakaxa juk'ampiwa ch'amanchataxarakina, chani irxattañanaka juk'akixipanxa *proceso de convergencia* taypiwa wakisirinakaxa amuyt'ataxarakina. Pasiri 2011 mara machaqa amtanaka utjiri taypinxa, *BCB* tantachawixa chani irxattaña jani juk'ampi utjañapatakixa qullqituqita ch'amanchañanakampiwa nayraqataru sarantaskarakina.

Ukatxa *Operaciones de Mercado Abierto (OMA)* ukaru ch'amanchañatakixa, *liquidez* askichañatakixa *política heterodoxa* amuyumpiwa ch'amanchatäna, uka amuyu taypixa *encaje legal* uka mayjt'ayañawa utjäna (ukaxa *política monetaria* taypina phuqhañawa, ukhamaruxa *heterodoxa* amta phuqhayañaxa *crédito* utjañapataki, *remonetización* ch'amanchañataki ukhamaraki *sistema financiero* taypina wakisirinakaxa waliki phuqhañatakiwa) ukhamaraki uka taypixa *colocacion directa de título* ukaxa taqinitaki juk'ampi utjañapatakiwa.

Ukxaruxa *política cambiaria* ukaxa yaqha markanakana utjki ukana uñtasa irpxarutanwa, marpachanxa boliviano qullqisawa juk'ampi ch'amanchatäna, nayraqata suxta phaxsixa juk'ampi waqaychatanwa, ukhama irptañaxa yaqha markanakana inflación utjiriru saykatañatakinwa. Chika marata uksaruxa, uraqpachana qullqituqita jani walt'añanaka utjipanxa wakisirinakawa amuyt'atäxarakina, *internacional* chaninaka irxattaña llamp'uchasxipanxa qullqituqita irxattañanakaxa juk'akixarakinwa.

Jutiri 2012 maratakixa, *organismo internacional* ukankirinakaxa *crecimiento del producto mundial* ukaxa

3,3% ukjawa jiltani sapxarakiwa. *Zona Euro* uksatuqinakana qullqituqita jani walt'aña utjirinakaxa *economía emergente* uka taypina jakasirinakatakixa 2011 marata juk'ampiwa llakinakaxa utjarakispa. Ukhamäpanxa, *Bolivia* markanxa 2012 maratakixa *PIB* ukaxa 2,8% ukjakixarakispawa, ukaxa 2011 marata (3,9%) pisixarakispawa.

Maysatuqitxa, *materia prima* ukhamaraki manq'añanakana chaninakapaxa *internacional* taypina walikiskaspa ukjawa, chani irxattañanakaxa janiwa sintikaspasi. Ukhamapanxa, 2012 maratakixa *Bolivia* markatakixa *inflación* chani irxattaña 0,5% ukjakirakispawa.

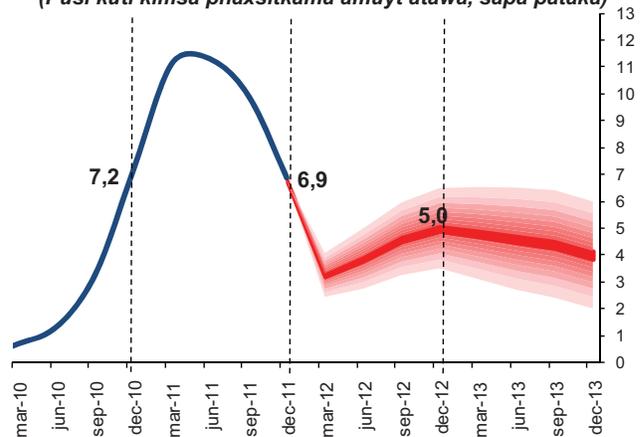
Maysatuqitxa, 2012 mara tukuykamaxa *PIB* ukaxa 5%-6% ukja jiltañaruwa puriwayarakispa, ukaxa *IPM* ukaxa 2011 mara willka kuti phaxsi amuyt'atakana ukhamaruwa phuqhasispa. Jichha maratakixa *América Latina* markanakatakixa *tasa de crecimiento* ukanakaxa jilpachaspawa, ukhama qullqituqita nayraqataru sartaña *inversión pública* ukaxa juk'ampi utjipana wakisispa, ukhamarusa *política económica* taypinakana aka qhipa maranakanxa *orientación contracíclica* phuqhatäpana \$us3 mil millon qullqitsa jilpacharakispawa. Jutiri 2013 maratakixa qullqituqita juk'ampi jiltaña 5%-6% ukjarakispawa, ukaxa *inversión pública* ukana ch'amanachata, *sector de hidrocarburos, minería, sector estatal* taqi ukankirinakana ch'amanchapampiwa wakisirakispa. Ukhama paypacha amuyutakixa, *demanda interna* ukaxa qullqituqita nayraqataru sartañatakixa wali askiniwa, *demanda externa* ukasa jani sintixaniti ukasa walikiskarakiniwa.

Cuenta externa ukanakana sarantañapaxa, *Bolivia* markaxa *balanza de pago, cuenta corriente* ukanxa *superávit* ukaxa 2011 marana utjiri *PIB* ukanxa 3,4% ukjanwa. Ukaxa 2012 manuruwa tukuwayxarakispa, ukaxa *proyecto de inversión público*, ukhamaraki *privado* ukanakataki *importación de bienes de capital e insumos* utjaspa ukja, mä juk'axa, 2011 marata sipana pisi qullqiru yänakaxa aljataspa ukjawa ukanakaxa utjaspa.

Tukuyañatakixa, jutiri pä marataki chani irxattaña utjaspa ukjawa, akata qhiparu amuyt'ipanxa 2012 maratakixa 5% ukjarakispawa. Ukhamarusa, 2013 maratakixa chani irxattaña *mediano plazo* ukjatakixa (4%) niya

ukjaruya purchispa, ukhama amuyunakaxa aka qillqata chika jamuqa uñxatasa amuyt'añarakispawa.

JAMUQA: CHANI IRXATTAÑA UÑJATA UKHAMARA AMUYT'ATA
(Pusi kuti kimsa phaxsikkama amuyt'atawa, sapa patakaxa)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central (La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%)

Akata qhiparu chani irxattaña llakisiñanakampi chikakipuniskaspawa. Lllakinakaxa yaqha markanakata purinispaxa qullqinakapana chanipa irxattaspa jani ukaxa iraqtaspa (*economía avanzada* markanakana capital qullqinakapaxa jiltaspa jani ukaxa qhathunakapana llakisiñanakaxa utjaspa ukja) *Oriente Medio* ukasutuqinakana *petróleo* ukana chaninakapaxa irxattaspa ukjawa utjaspaxa. *La Niña* sutini pacha jani walt'aña utjaspaxa ukjawa yaqhipa manq'añanakana chanipaxa irxattaspa ukhamata llakisiñasa utjarakispa, jani ukaxa alirinakaxa waljanixaspa ukja, qhanpachaxa, alakipanakaxa alasa aljasaxa yänakana chaninakapa mayjt'ayasina llakinaka utjayapxaspaxa.

Yaqhatuqita puriniri jani walt'ayirinakaxa *económica mundial* ukana qullqituqita qhipartañanakawa juk'ampixa llakisiyistaspa, precios internacionales de *commodities* chaninaka iraqtaspa ukja, jani ukaxa *socio comercial* ukanakana chani irxattayaspa ukjawa jani walikaspasi; yaqha markanakata apayanita qullqimpi ch'amanachaña utjipanaxa *sector inmobiliario privado* uka taypina uraqi ukhamaraki uta aljaña alañanakansa sinti llakinakaxa janiwa utjkiti. Ukhampachasa, taqikunaxa yapakiskiwa.

Ukhampachasa *BCB* ukaxa, *orientación contracíclica* uka taypina *Órgano Ejecutivo* irpirinakampi chika *CPE* uñxatasaxa, markasaxa qullqituqita nayraqataru sarantaskañapataki, chani irxattaña jani utjañapataki *sistema financiero* juk'ampi jiltaskañapatakixa wakisirinaka phuqhasa, lurañanaka phuqhasaxa nayraqataru sarantaskakiniwa.

Juch'uy qutu rimana

Ch'ipu semestre nisqapi 2011 watamanta economía mundial nisqaqa mana sumaqtachu rirqa, imaraykuchus wak suyukunamanta (Zona Euro) crisis de deuda soberana de las economías nisqa rikhurirqa, kayqa tukuy llank'anaman yaykurqa. Kay qhipan trimestre nisqapi watamantaqa, juk chhika wiñana kay economías avanzadas de Europa qhawakurqa; mana ajinachu kay Estados Unidos suyupi imachus allillan rirqa, ichaqa kay suyupi problemas fiscales nisqa kikillantaq kakurichkan. Ajinapis wiñanaqa kay economías emergentes juk chhikan qhipakun, imaraykuchus deterioro de la demanda agregada global chanta estancamiento del sector industrial karqa. Ajina ñawpaqta parlarispa, 2011 watapi el crecimiento mundial nisqa pispuni karqa ichapis 4% ch'ullimanta karqa.

Tukuy jallp'akunapi incremento promedio general de precios 2011 watamanta 1,2 ch'iku pachak p'ichikuna (pp) karqa ichaqa astawan 2010 watamantaqa wicharirqa, ajina kay comportamiento en las economías avanzadas chanta kay economías emergentes nisqapi kikillantaqa karqa. Ñawpaq killakunapi chanikunaqa materias primas nisqamanta chanta mikhunaqa astawan wicharirqanku, ajina sumaq kananpaq uraykunan karqa. Jina kaqtinqa tasas de política monetaria nisqa chawpi qullqi wasimanta kikillantaq kachkarqa chantapis juch'uy variaciones nisqa kay economías emergentes nisqapi ñawpaqman rinanpaq rikhuchirqanku, ajinata mana utqaytachu economía global rinanpaq uyanta rikhuchinqanku.

Tukuy mercados financieros wak suyukunamanta riesgo nisqarayku juk jina kackarqanku imaraykuchus crisis de deuda griega ukhuman yaykuchkarqa ajinapis efecto de contagio nisqa kay zona Euro nisqamanta, ajina

nispa España, Italia suyukunapi. Ajina kay crisis nisqa wak suyukunaqa (Grecia, Portugal, Irlanda, Italia, España) sinchi medidas de austeridad fiscal nisqa jap'irqanku.

Ñapis wataqa tukukuptin, phisukunaqa economías avanzadas chanta economías emergentes nisqa juk chhikan dólar estadounidense nisqarayku uraykurqa, imaraykuchus riesgo nisqaman divisas qhatukunamantaqa sumaqta qhawakurqanku. Ajinamanta, wak divisas (activos de reserva) wicharirqanku, ajina kachkan kay yen japonés chanta franco suizo nisqa.

Ajina kay suyupi, kay kimsa killapi qallariptin 2011 watamanta variación interanual del índice de precios al Consumidor (IPC) wicharirqa, iskay ñiqi killapi pachallan kachkarqa ichaqa iskay qhipan killapi anchata uraykurqa, ajina pisimanta pisimanta wata tukukuptin 6,9% chayarqa. 2011 chawpi watapi juk etapa de desinflación rikhuchikurqa, Bolivia suyupi 2010 wata tukukuptin ajinapis 2011 qallariptin efectos de shocks chanikunaqa rikhurqa. Ajinataq kay indicadores de tendencia nisqata inflación pachallan kananpaq juk jina uraykurqa.

Chakra qunakuy killamanta qhapaq inti raymi killakama 2011 watamanta variación interanual chanikunamantaqa pisimanta pisi uraykurqa, kay kimsa factores nisqata kanku: juk) mitigación de presiones inflacionaris wak suyukunamanta; iskay) pachallanpi inflación mikhunakunamanta kananpaq imaraykuchus Bolivia qhatukunapi mana mikhuykuna pisiyananpaqchu políticas gubernamentales nisqaqa qukun; kimsa) expectativas inflacionarias uraykunanpaq

runakunarayku. Kay tukuy factores nisqata políticas económicas del Órgano Ejecutivo nisqaqa ajinapis Banco Central de Bolivia (BCB) nisqaqa sumaqta rikhuchirqa. Ajinata qhaqmuy killamantataq chakra qunakuy killataq 2011 watakunapi, inflación nisqaqa kay khuska watapi Informes de Política Monetaria (IPM) nisqarayku wak watakunamanta pachallanpi karqa.

Ajina actividad económica parlaspa, Producto Interno Bruto nisqaqa 2011 watapiqa kay kimsa ñiqi trimestre nisqapi juk tasa 5,1% nisqamanta wiñarqa, imaraykuchus sapa ruwanakuna qallarqataq, kaypi kachkarqa kay transporte, almacenamiento, comunicaciones nisqakuna; ajinapis kay servicios financieros chanta industria manufactureras kikillantaq kachkarqanku. Chaymantapis llank'anakuna extractivas mana watiqmantachu ruwanapaq sumaqtapuni PIB nisqapi yanaparqanku astawanpis sumaqta sector de hidrocarburos nisqaqa llank'arqanku, imaraykuchus achkhatapuni gas nisqata Argentina suyuta mañarqa chaymanta kikillantaq minería nisqaqa aysakurqa. Ajina qullqi llusqiptin, demanda interna astawan wiñachkarqa imaraykuchus consumo privado chanta inversión pública, privada chaninaptinku astawan qullqita sector productivo nisqapaq mañarqanku. Chaymantaqa, astawan 2011 watapi kay kimsa trimestre qallariptin, sector externo nisqaqa watiqmanta sumaq wiñana chani aysanapi 5,3% PIB nisqamanta yachachirqa, kay yachachisqata cuenta corriente nisqapi (exportaciones, remesas nisqa wichariptin) chanta cuenta capital financiera nisqapi kachkarqa. Kay wicharinaqa Remesas Internacionales Netas del BCB ruwakurqa chanta 2011 wata qhapaq inti raymi killaman 49% del PIB yachachirqa, kayta mundo nisqapi astawan jatun karqa.

Sistema financiero nisqaqa sumaq llank'aspa sumaqtapuni rirqun, imaraykuchus economía nisqamanta tukuy qullqikuna jallch'asqa inversión nisqaman yaykurqa. Kay contexto nisqaniqpi, económica ñawpaqkamaypi suyumanta juk nivel record de crédito jap'irqa, maychus cartera productiva nisqamanta sumaqta llank'arqa, ajinapis kayta sumaq rinanpaq reforma de encaje legal nisqarayku, imachus mecanismos de incentivo, ajinapis wak medidas gubernamentales de fomento a crédito apaykurqa. Kikillantaq depositos nisqata astawanpuni wicharirqa. Ajina nispaqa, sapa medida churasqa Moneda Nacional (MN) nisqa q'iminapaq sumaqtapuni karqa, kayrayku achkha ratios de bolivianización depósitos, créditos

nisqamanta. Indicadores financieros de cartera, solvencia, eficiencia ajinapis liquidez nisqa sumaq sistema financiero sólido chanta estable rikhuchispa kachkarqanku.

Ajina políticas del BNB 2011 watapiqa, kaykuna orientación contracíclica nisqa kikillantaq chaypi qhipakurqa. 2011 ñawpaq khuskan watapiqa política monetaria nisqata astawan oferta semanal de títulos públicos nisqa kikillantaq chanikunamanta wicharirqa. Ajina ariwaki killamanta inflación nisqarayku chanta acumulación de depósitos del Sector Público no financiero nisqarayku BCB nisqapi aina waq factores niqarayku, oferta de títulos nisqaqa chaypipuni kakuchkarqa. Wata tukukuptin chay oferta nisqa wicharirqa, tukukuywan 2012 watapi espacio de acción a la política monetaria wicharinanpaq.

Tasas monetarias de intermediación nisqata pisimanta pisi wicharirqa, kikin inflación nisqaman imaraykuchus kayta astawan uraykurqa. Ajina 2011 watapiqa, BNB nisqaqa inflación nisqa chaypi kakunanpaq actividad económica jallch'anapaq tukuy imata ruwarirqa,

Kay jinamanta Operaciones de Mercado Abierto (OMA) yanaparispas, waq políticas heterodoxas sumaqta liquidez pachallan kananpaq yanaparqa, ñawpaqman rinanpaq kay waq requerimientos de encaje legal nisqa (kay yanapana ichaqa mana política monetaria nisqapi amañanapaqchu, juk jina crédito yanapanapaq mawk'achakun, remonetización sumaq kallpayuq kananpaq chanta juk sumaq liquidez del sistema financiero nisqapaq) chaymantaqa achkha dinamismo de las colocaciones directas de títulos achkha qullqiyuq runakuna kanankunapaq.

Política cambiaria nisqaqa contexto externo nisqawan pachallan kakuchkarqa, qulqi boliviano nisqa pisimanta pisi astawan wata chinpaptin ñawpaqman apaykachachkarqanku, ichaqa astawan primer semestre qallariptinpi, inflación importada kuraq chanikuna *commodities* nisqa kutichinapaq ajinapis phisukuna jallp'a kitimanta ñawpaqman churanapaq. Segundo semestre nisqapi, qullqiyuq ninchiq chanta wak phisukunaqa juk chhikan uraykurqa imaraykuchus economía mundial nisqa mana utqayta rirqachu, tukuy chanikuna wak suyukunamanta mañana achkhatachu wicharirqa chanta inflación interna nisqaqa mañana astawan wicharirqachu aswanpis uraykurqa.

Imachus 2012 jamuq watapi rikhunchik, organismos internacionales nisqa juk wiñana producto mundial 3,3% nisqa qhawanku. Ajinapis juk pisi recesión económica Zona Euro nisqamanta kakunqa chanta ñawpaq watapi (2011) economías emergentes nisqaqa efecto de la desaceleración de la actividad económica mundial astawan musyanqanku. Chayrayku, 2012 watapi PIB externo Bolivia suyunchikpaq 2,8% kanqa, kay khipu pisi 2011 (3,9%) ñawpaq watamanta kanqa.

Ajinataq, wak suyukunamanta materias primas nisqamanta chanta mikhukunanmanta chanikunaqa mana wicharinqachu nitaq uraykunqachu chaypi kakunqa ninku, ichapis kaykuna patapi qhipakunqanku ichaqa presiones inflacionarias externas nisqaqa mana anchatachu uraykunqa. Kay jinamanta 2012 watapi inflación internacional nisqaqa Bolivia suyunchikpaq 0,5% chimpakunqa.

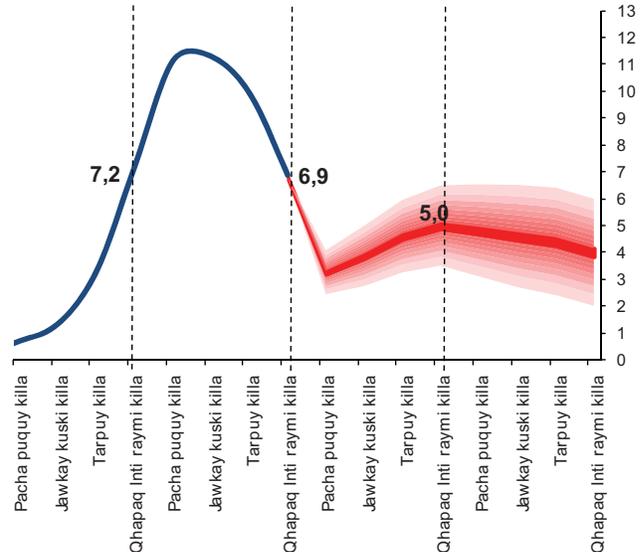
Waktaq, 2012 watapi crecimiento PBI nisqamanta 5% nisqamanta 6% nisakama wiñarinqa, kikin IPM nisqapi chakra qunakuy killapi 2011 watamanta ruwakurqa. Kunan watapi juk kuraq tasa de crecimiento de America Latina suyakun, kayta inversión pública wichariptinqa tanqasqa kanqa, imachus astawan \$us 3 junumanta, chaymantaqa qhipan watakunapi efecto de orientación contraciclica de la política económica kanqa. 2013 watapaq ajinataq nikun: astawan 5% nisqamanta 6% nisqakama kanqa imachus inversión pública nisqaqa, dinamismo del sector de hidrocarburos, minería ajinapis industria nisqakunaqa sichus sector estatal aumaqta puqunqa chayri ajina kanqa. Iskayninkupaq, demanda interna nisqaqa actividad económica nisqapaq ñawpaqpi kanan tiyan aswanpis demanda externa juch'uy kanan tiyan.

Ajinataq cuentas externas nisqaqa, kay Bolivia suyupi juk superávit cuenta corriente, balanza de pagos nisqamanta 2011 watapi 3,4 % de PBI karqa ajina rikhunku. Kay 2012 watapiqa déficit nisqaman chayarinman imaraykuchus astawan importaciones de capital nisqakunaqa chanta insumos de proyectos de inversión pública ajinataq privados wicharinqanku chamantataq pisillata valor exportado promedio nisqaqa juchuyanqa imaraykuchus 2011 watapi materias primas chanikunaqa juch'uyaptin ajinataq qhawakurqa.

Tukunapaq, imaynataq inflación nisqaqa jamuq bienio qhawakun, ajinataq ninku: 2012 wata tukukuptin 5%

nisqapi kachkanqa. Ajinapis, 2013 watapi inflación nisqa tukukuy mediano plazo (4%) chaynqa, imachus kay siq'ita ajinata rikhuchin (márgenes de incertidumbre implícitos en la proyección nisqa).

SIQ'I: INFLACION RIKHUSPA CHANTA PROYECTADA
(Variación tawa trimestres nisqapi, pachak p'itipi)



MAYMANTATAQ URQHUNKU: Banco Central de Bolivia
 PITAQ RUWAN: BCB - Asesoría de Política Económica
 WAQ QILLQAKUNA: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central (La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%)

Jamuq pachapiqa inflación wiñariptin mana chhikikunayuqchu kachkan. Sichus chhikikuna origen externo wichan, astawan phisukunaqa socios comerciales nisqamanta munanku (tinkuchispa astawanpis flujos de capital wichariptin kitikunaman, sinchi inyecciones de recursos nisqa economías avanzadas nisqapi chanta mana financieros qhatukunapiqachu yachaspaqa) ajinataq astawan chaniqa petróleo nisqamanta wicharisqa, tenciones geopolíticas nisqapi Oriente Medio nisqamanta. Chhiki ukhupiqa wichanaqa kuraq chaniqa wakin mikhuykunamanta imachus fenómeno natural warmi wawaraykupta ruwasqa karqa, achkhatapuni tukuy ima munarqanku, chanta sichus chanikunaqa ichapis wakin nakunata wicharintaq, uraykunataq.

Sichus riesgos externos parlanchik chayri, juk jatun desaceleración nisqa actividad económica wak suyukunamanta rikhukun, ajinapis wak suyukunamanta commodities chanikuna urmaptin chanta juk disminución nisqa astawan jatun indicadores de inflación nisqapi

tukuy socios comerciales nisqamanta suyachkarqanku; chaymanta sichus riesgos uraykunaman origen interno nisqamanta parlarisun kaypi juk moderación de la dinámica sector inmobiliario privado nisqamanta khuska pisi consumo privado nisqa astawan parlaspa kay remesas nisqarayku kachkan. Ajina tukuy riesgos nisqa mana wicharinchu, nitaq uraynkunchu pachallampi kachkan.

BCB nisqaqa, marco de orientación cíclica de políticas nisqanpi ajinapis coordinación Órgano Ejecutivo nisqawan qillqasqa CPE nisqarayku, astawan achkha medidas nisqa imapaqchus control inflación nisqamanta ajinapis crecimiento del sistema financiero kikillantaq churanqa, desarrollo económico nisqataq social suyunchikmantataq.

Ñemomiche oyapoukambavae

Mokoia ovayaisi 2011pe mbae oyeporukaviä opaete ivipe, kuae oasa mbia oyekua korepoti Europeramo, kuae ayecha oyeyapo añetetevaepe. Mboapia arasa iyapipe oyecha oñemoña jetaä korepoti Europape; Estados Unidoramia oepi korepoti kuae têtaguasupe jeta, guirektei Ñemboavai. Ìruye jaeko ñemoña korepoti emergentepegua agueyi, kuae arasa jeta oyeka mbaeramo jare öpoa mbaeyapooramo, aporte kuae osaramo ñemoña oyekua opaterupi 2011pe ogueyi 4%.

Opoete mbae jepi oyiupi 2011pevae jaeko 1.2%(pp) ivate oyekua 2010gui, kuae oasavi economía avanzadape jare economía emergentespe. Materia prima jare tembiureta jepi jekuaeño okuakuavae opaeterupi. kuae jekopegua plitica monetaria Banco Centralpe oikoramiño economía avanzadapegua jare michini oyavi economía emergentegui oguey iramo.

Mercado financieros internacionales aechauka ñambori oatavaeretepaguara oyecha mbia griegaperamo jare kuae jekopegua omboasa korepoti eurore, kuae têtaguasureta jaeko España Jare Italiap. Kuae mbae oatavae omoimpulse mburuvichaguasareta Grecia, Portugal, Irlanda, Italia jare Epañapegua, ërei kuae oipi ipiakavireve fiscal.

Arasa iyapietepe, korepoti economía avanzada emergentepegua omae dólar Estado Unidensepegua, jetaete oyeporu korepotiramo jare oñemoirü Demanda ïru reservare kuae jae yen Japones jare franco suizo.

Oapeterupi oyavai indice jepi consumidorpe(JPC) oñemoirü mboapia yasi 2012pe oyecha korepotireta jepi mokoiape oyiapi, jaema arasa iyapi övae 6,9%. mokoia ovayasi 20oyecha etapa 10 desinflacion, oñokua jeta efecto de los shocks mbae jaeremiñovi inflacionario oyekua oguey i ojo tenonde.

Mbae jepireta ogueyi juliopevae jare diciembre arasa 2011pe oñemoesaka öi mboapipe: i) Omokiri inflacionario ikatukotigua; ii) Omokiri inflacion tembiuregua; iii) Oñevaë inflacion tembiuregua.

Opaete kuereta ojo política económica del órgano ejecutivope jare Banco Central de Bolivia (BCB), oñemomboeui oñemokambio inflacion mokoï mbite arsapevae oyuvaketei oyeyapo ïrureta ñemombeurami política menetaruipe (IPM), enero jare, julio 2011 perami.

Mbaraviki economiaregua, PIB oyiupi 5,1%pe; mboapi 2011pe oñemotenonde mbovi mbaravikiretav kuae jaeko: transporte de almacenamiento jare comunicaciones; servicios financierareta jare industria manufacturera mbaravikino renovable ikaviyae PIB pe kuae jaeko hidrocarburos jare gasre oyapo demanda Argentina . Consumo privadore jare aporte de inversión pública, oñemoiru créditos productoresretapegua, ïruye mboepia yasi 2011pe, sector externo oechauka ikavi saldo 5.3%pe PIB, kuae oñemoesäka oi cuenta corrientepe(oñemoiru exportacionesramo jare remesa) cuenta capital jare financierami. Kuae guera oñemoiru reserva internacionalvae BCBpe, diciembre 2011pe oi jare 49%pe PIB gui, kuae ivate opoetevae gui.

Sistema financiero oyapokavi jare ojo tenonde economía ahorro inversión peguara kuae oipiti record cresitos economía ñaner ëtaguasupeguara kuae oeuecha cartera productivape, kuae kiei oyapo encaje legal omeë mbaeramo jare ïru gubernamentales omeë créditos oyuvakeramo ojo tenonde jaenagavi depositoreta oyecha ojo tenondevae. Kuae oyecha moneda kaupeguaramo (mn)jupikavi, oechauka historia bolivianizacion depositope jare creditope indicadores financiero jekuaeño ikavi.

Política BCB pregua 2011pe, kuae öi orienatda contraciclicape. Política moentaria meteiaarasape jekuneño yuapi kuaesiti ñavo título publicope mbaejepi ojo tenonderamo. yusí abrilguive aguey í inflación jekopegua jare oñemoiru deposito del sector público no financiero (SPNF) BCBpe, íruretarupi öiramiño mbota titulopegua. Arasa iyapípe mbota oñemoiru política monetaria 2012pegua.

Oiporu mbaeporu balnaceado ojo övaevaera ikavi mbaravikei económica.

Ömoiruvaera operaciones de Mercado Abierdo (OMA) política heterodoxas jaenungavi omborregula liquidez, kuae encaje oipoepivae guiraja político monetaria jare oiporu heterodoza rami créditos remonetización ikavi administración de la liquidez del sistema financiero jare yavaimbae omoiruvaera título publicope.

Política omocambiota contexto exterior oipotareve Bolivia ima arasapegua ërei meteí ovayasípe inflación jekopegua oyiupe jepi commodities jare oyekua moneda kuapeguaramo. Mokoi ovayasípe oyekua ogueyí economía mundialpe mbae jepivae jare öiramiño.

2012 peguara oyecha, organismos internacionales oyiupi productoreta 3.3%pe. Ërei economía de la zona Euro oikaramiñota economía emergente ambofactorta agueyí economía mundial yave 2011pe. Kune jekapegua ayiupi PIB externo Boliviapeguara 2012pe 2.8% taikue 2011gui (3.9%).

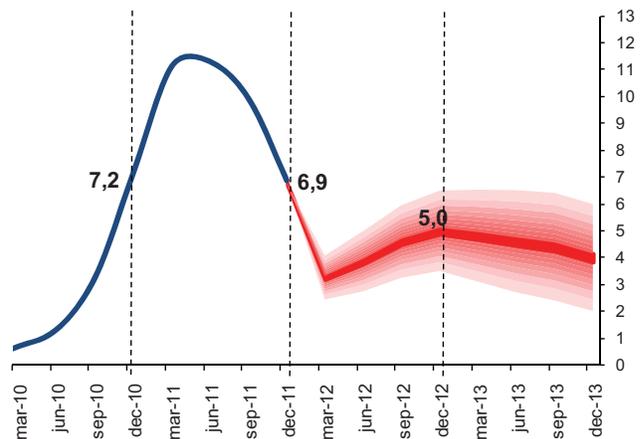
Oñiaratai yupi mbae japivae internacionalpe materia prima jare tembiureta ërei kuae ipuereko opita ivate. Kuae jekopegua inflación internacional Boliviapeguara öita 0.5% 2012pe.

Íruye, PIB oyiupivaere 2012 oñiokendata 5%-6% ndive, oyecha IPM julio 2011pe. Kuae arasape oyiupivaerä mbae jepi America Lanitape, guira tenonde inversión pública kuae ojota övae \$us 3 etata arasa iyapípe. 2013 peguara oyecha oyekuata okuakuavaerä 5%-6% pe öpoveereve inversión publicare, hidrocarburo oñemoire jekopegua minería jare industria capacidad productiva, kuae mokoirevere demanda interna oyapota ikavivae omoaivaerä actividad económica, kuaerupi agueyita demanda externa.

Mbia externaregua, Boliviaguinoi meteí superávit mbia corrientepe omboepivaerä 3.4% PIB 2011pe. Kuaepe oimeta déficit 2012pe, kuae oyiupi kuaepeño mbaereta oñemeerami jaeramo ogueyí mbaereta jepi oñemeevae 2011pe.

Iyapíetepe, inflación regua írur arasapeguara övaeta 5% 2013 iyapípe. Jaenungavi 2013pe inflación guinoita meta mediano plazo 4%, oechaukarami kuae mbaechaka.

Mbaechaka: Inflación oyecavae jare proyectada (oyoavi irundi ovayasípevae)



Fuente: BCB.
Oyapovae: BCB – Asesoría de Política Económica

Kuae inflación oyereraja tenondevae mbaetiko ikaviä. Kuae ikavimbao oñevaeta Moneda Socio Comerciales jekopegua (atirupi okuakua jare oíke economía avanzadape jaenungavi mercado financierope) jare oyiupi petróleo jepi, oyekua geopolítica medio orientepi. Kuae ikavimbae oyiupiramo tembiureta jepi oyiupi fenómeno natural jekopegua (La Niña) mbae jepi oñemoiru.

Ikavimbae externo ogueyiramo yeyapo amogue mongue ivate oyechavae economía mundialpe ogueyí mae jepi Internacional commoditiespe jare ogueyí oñearävae inflación socio comercialpe ërei riesgo interno ogueyí mbae michipeprivadoretapeguara, jaeramo riesgo öi oyuvake.

BCB, oñembori órgano jekativondive mborokuai jeirami (CPE), jekuaeñota oñemoi ru omaevaerä mbae jepire jarevo ojo tenonde sistema financiero ñianeratepe.

I. Contexto internacional

Desde la publicación del anterior IPM en julio de 2011 la desaceleración de la actividad económica mundial se profundizó, inducida principalmente por los efectos adversos de la crisis de deuda soberana de las economías periféricas de la Zona Euro. Asimismo, en el último trimestre del año se observó una ralentización de las economías centrales de Europa, en tanto que EE.UU. mostró leves signos de recuperación económica a pesar de la persistencia de sus desequilibrios fiscales. Por su parte, las economías emergentes y en desarrollo moderaron su ritmo de crecimiento, debido al debilitamiento de la demanda agregada global y el estancamiento de su sector industrial. De esta manera, el crecimiento económico mundial en 2011 fue de 3,8%.

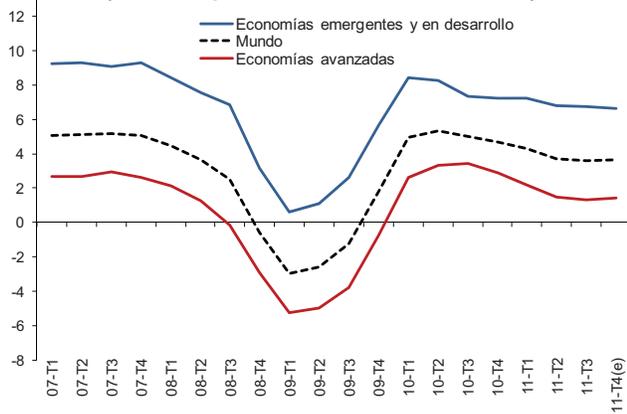
Respecto al nivel de precios global, éste se habría incrementado en promedio 4,9% (4,6% al cierre de año), tasa superior a 3,7% registrada en 2010 (4,2% interanual), debido a los elevados niveles de precios de las materias primas, aunque éstos presentaron correcciones a la baja en el segundo semestre. Este comportamiento se observó tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y en desarrollo.

En las economías avanzadas, las tasas de política monetaria de los bancos centrales se mantuvieron en niveles mínimos, mientras que en las economías emergentes y en desarrollo se observaron disminuciones graduales.

Los mercados financieros internacionales estuvieron sujetos a una mayor aversión al riesgo producto de la profundización de la crisis de deuda griega y el efecto de contagio hacia otras economías importantes de la Zona Euro como España e Italia.

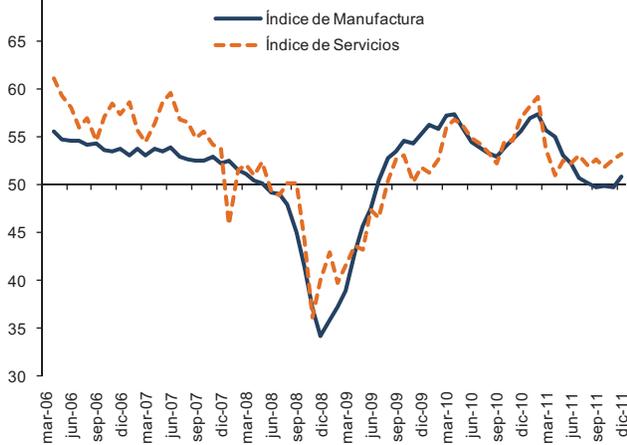
Las monedas de las economías avanzadas (excepto el dólar estadounidense) y emergentes experimentaron leves depreciaciones. Respecto al dólar estadounidense, éste registró apreciaciones

GRÁFICO I.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(Variación porcentual trimestral interanual)



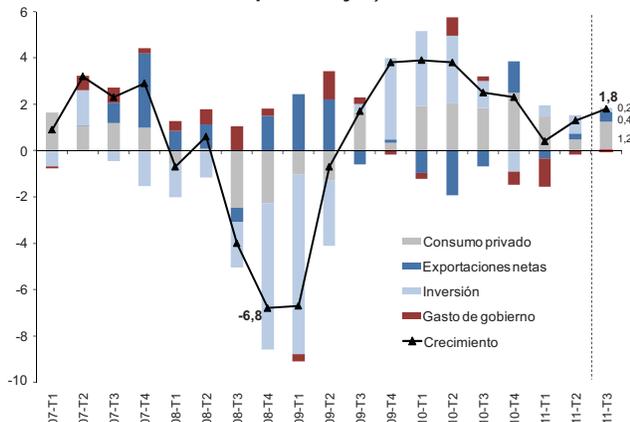
FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial, septiembre de 2011 y actualización enero de 2012
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (e) estimado

GRÁFICO I.2: ÍNDICE GLOBAL DE MANUFACTURA Y SERVICIOS
(Índice, valor neutral= 50 puntos)



FUENTE: Bloomberg, Índice PMI elaborado por JP Morgan
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.3: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE EE.UU.
(Tasa anualizada desestacionalizada e incidencias en porcentajes)



FUENTE: Bureau of Economic Analysis
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

intermitentes frente a las principales monedas del mundo a partir de la segunda mitad del año. Asimismo, hubo una creciente demanda de otras divisas consideradas activos de reserva, como el yen japonés y el franco suizo.

I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Durante la segunda mitad del año se observó una desaceleración económica mundial generada por el débil desempeño de las economías de la Zona Euro, por lo cual el crecimiento mundial estimado para 2011 (3,8%) fue menor al del año previo (5,2%). Asimismo, si bien las economías avanzadas y las emergentes y en desarrollo registraron una ralentización en su crecimiento (Gráfico I.1), esta fue diferenciada entre regiones. En el primer caso, se observó una tendencia a la baja más pronunciada en las economías de la Zona Euro, mientras que en EE.UU. se presentaron algunos signos de recuperación en el último trimestre. De esa manera el PIB real de las economías avanzadas habría crecido 1,6% en 2011 frente a 3,2% en 2010, en tanto que en las economías emergentes y en desarrollo se redujo a 6,2% de 7,3% en el mismo período.¹

Después de la moderación de la actividad económica mundial en el primer semestre por los efectos adversos del terremoto y *tsunami* en Japón y la inestabilidad política en el Norte de África y Medio Oriente (NAMO), el debilitamiento económico en Europa fue el hecho sobresaliente durante el segundo semestre. A nivel sectorial, se evidenció el deterioro de los indicadores de producción industrial; así en el último trimestre del año los índices globales de actividad manufacturera y de servicios se ubicaron cerca al umbral de 50 puntos, nivel que separa la expansión de la contracción (Gráfico I.2).

El PIB de EE.UU. habría tenido un crecimiento anualizado en el tercer trimestre de 1,8%.² Esta cifra, aunque baja, contribuyó a disipar los temores de un

¹ Los datos corresponden estimaciones anuales que se encuentran en la publicación *Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI con actualización a enero de 2012.

² Al cierre de la presente edición, la primera revisión sobre la actividad económica del Departamento de Comercio de EE.UU. señala que el crecimiento anual del PIB en 2011 fue 1,7% frente al 3% observado en 2010. De igual forma, indica que en el último trimestre el crecimiento trimestral anualizado fue 2,8%.

posible estancamiento económico en el país del norte, después que en el segundo trimestre alcanzó un crecimiento de 1,3%. El consumo privado habría sido el principal componente de la demanda agregada estadounidense que registró un crecimiento superior al resto (Gráfico I.3). Por su parte, la inversión privada bruta moderó su crecimiento debido a menores inventarios e inversión residencial por los bajos precios de inmuebles y condiciones financieras menos favorables del segmento hipotecario. En contraposición, el aporte del gasto del gobierno fue negativo, situación que se prevé continuará en el mediano plazo debido a la posibilidad de ajustes fiscales para mantener la sostenibilidad de la deuda.

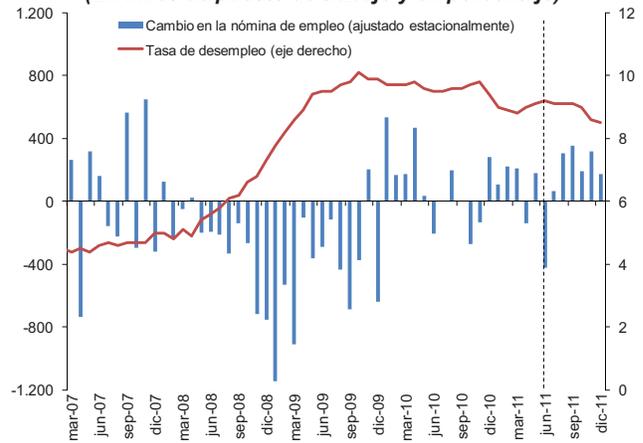
En los últimos meses de 2011, la tasa de desempleo disminuyó hasta ubicarse en diciembre en un nivel de 8,5%, el más bajo desde marzo de 2009 (Gráfico I.4). Asimismo, se observaron mejoras en las ventas minoristas y en la actividad del sector industrial, que se caracterizó por un débil desempeño hasta octubre de 2011. En este sentido, el Índice de Gerentes de Compra (PMI, por sus iniciales en inglés) de la industria manufacturera, que refleja las condiciones y la posible evolución del sector, presentó signos de recuperación al finalizar el año, después de haberse deteriorado durante la mayor parte del mismo (Gráfico I.5).

Por otra parte, el déficit fiscal habría estado en torno al 9,5% del PIB, financiado principalmente por deuda pública. En este sentido, la reducción de los niveles de deuda (que sobrepasa los \$us15 billones) siguió siendo una de las principales preocupaciones del gobierno estadounidense, ya que la relación deuda a PIB aumentó en los últimos cuatro años hasta superar levemente el 100% en 2011 (Gráfico I.6).

En este marco, un acuerdo final en el Congreso estadounidense para armonizar el crecimiento económico con la sostenibilidad fiscal fue obstaculizado por los siguientes hechos:

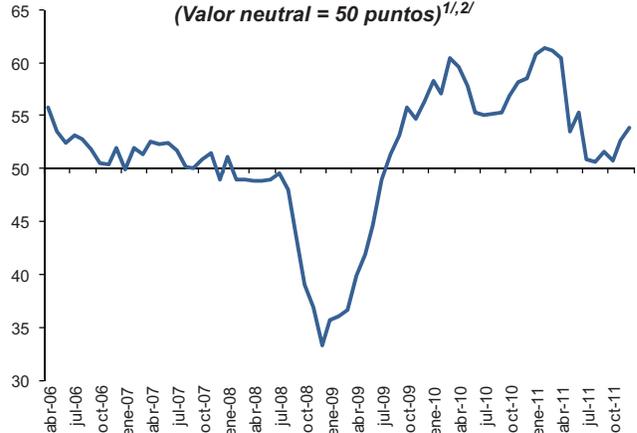
- i. En agosto de 2011 el Congreso acordó elevar el límite de deuda del Gobierno Federal y recortar los gastos por aproximadamente \$us2,4 billones en diez años. Pese a ello, *Standard & Poor's* disminuyó su calificación de riesgo de la deuda soberana de "AAA" a "AA+", argumentando que el plan pactado sería insuficiente para estabilizar la deuda en el mediano plazo.

GRÁFICO I.4: CAMBIO EN LA NÓMINA DE EMPLEO Y TASA DE DESEMPELO EN EE.UU.
(En miles de puesto de trabajo y en porcentaje)



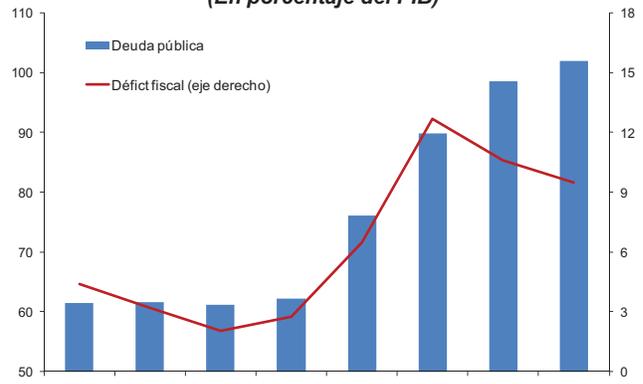
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.5: ÍNDICE DE GERENTES DE COMPRAS (PMI) DEL SECTOR MANUFACTURERO DE EE.UU.
(Valor neutral = 50 puntos)^{1/2/}



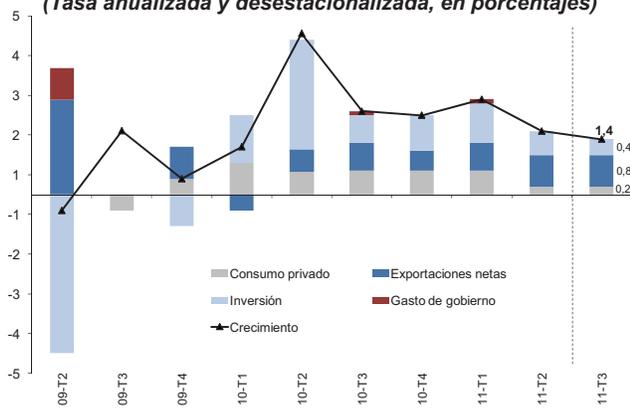
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Índice elaborado por el Instituto de Gerencia y Abastecimiento de Estados Unidos (ISM, por sus iniciales en inglés)
^{2/} El nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

GRÁFICO I.6: DEUDA PÚBLICA Y DÉFICIT FISCAL DE EE.UU.
(En porcentaje del PIB)



FUENTE: FMI, Monitor Fiscal, septiembre de 2011 y actualización enero de 2012
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.7: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE LA ZONA EURO
(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentajes)



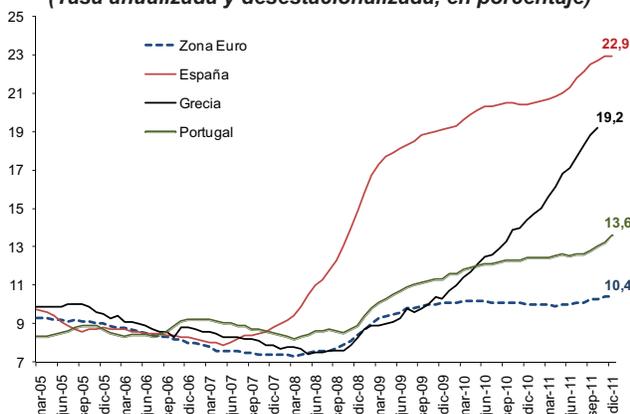
FUENTE: Eurostat y Banco Central Europeo
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.8: ÍNDICE DE GERENTES DE COMPRAS (PMI) DEL SECTOR MANUFACTURERO DE LA ZONA EURO
(Valor neutral = 50 puntos)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.9: TASA DE DESEMPLEO DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS
(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

ii. En septiembre el Presidente Barack Obama puso a consideración del Congreso un programa de estímulos fiscales (denominado *American Jobs Act*) por \$us447.000 millones, que comprende inversión en infraestructura, creación de empleo y reformas al sistema de salud. Pero, debido al bajo consenso político, esta propuesta fue aprobada parcialmente.

iii. En noviembre de 2011 la "Super-comisión" del Congreso, conformada por representantes demócratas y republicanos, anunció el fracaso del esfuerzo de tres meses para elaborar un plan de mediano plazo para la reducción del déficit en \$us1,2 billones. Inmediatamente después, la agencia calificadora de riesgo *Fitch Ratings* cambió su panorama a negativo para la calificación "AAA" de la deuda soberana de este país.

Por su parte, el crecimiento económico anualizado de la Zona Euro en el tercer trimestre habría sido de 1,4%,³ acentuando la tendencia a la baja observada a partir del segundo trimestre debido a condiciones financieras menos favorables, ajustes fiscales restrictivos y menores niveles de inversión privada en el bloque (Gráfico I.7). A nivel sectorial esto se reflejó en descensos del PMI del sector manufacturero por debajo de su umbral (Gráfico I.8).

Respecto al mercado laboral de la Zona Euro, la tasa de desempleo fue 10,4% a cierre de 2011, la cual representa un alza respecto a las observadas durante el primer semestre. Los países con mayores tasas de desempleo fueron España, Grecia y Portugal con 22,9%, 19,2% y 13,6%, respectivamente (Gráfico I.9).⁴

La agudización de la crisis de deuda soberana transmitió la tensión e incertidumbre de los problemas fiscales en Grecia hacia la sostenibilidad fiscal en países de mayor importancia sistémica como Italia y España. Además, los efectos de un probable contagio se propagaron a las economías centrales del bloque (Francia y Alemania), las que se vieron afectadas por el aumento del costo de financiamiento de sus deudas a largo plazo.

³ El crecimiento anual estimado para 2011 por Eurostat es 1,5%, cifra menor a la registrada en 2010 (1,9%).

⁴ Para el caso de Grecia se considera la última información disponible, que corresponde a octubre de 2011.

La situación de España e Italia se tornó más compleja, pues a las bajas tasas de crecimiento se sumaron importantes necesidades de financiamiento público; esto influyó en los cambios de gobierno en ambas economías en noviembre y diciembre, respectivamente. Posteriormente, los nuevos gobiernos anunciaron estrictas medidas de ajuste fiscal.⁵

De esta forma, la crisis de deuda soberana de las economías periféricas de la Zona, observada en la primera mitad del año, se agudizó en el segundo semestre y se propagó hacia economías más significativas del bloque (Gráfico I.10a) y pese a los ajustes fiscales de la gestión, se registraron déficits por encima del nivel de riesgo fiscal de 3% determinado por el Tratado de *Maastricht* (Gráfico I.10b).

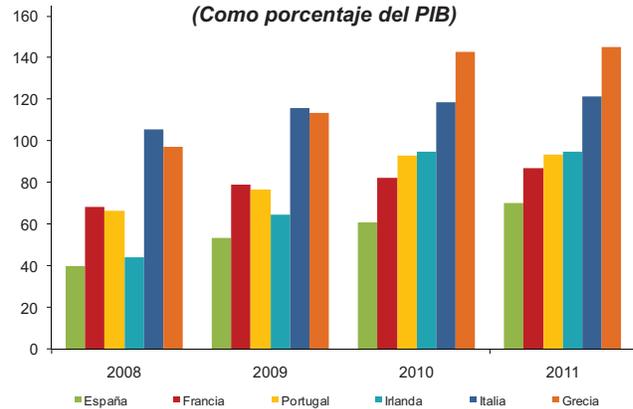
Por otra lado, en Japón al tercer trimestre, se registró una tasa de crecimiento anualizada de 5,6%, luego de haber presentado tasas negativas en los dos trimestres previos debido a los efectos de los desastres naturales (terremoto y *tsunami*) ocurridos en marzo (Gráfico I.11).⁶ Si bien el último dato trimestral muestra signos alentadores de recuperación, este resultado está influido por la base de comparación estadística. En cuanto al sector exportador, en el cuarto trimestre el mismo fue perjudicado por las inundaciones en Tailandia que afectaron las rutas de transporte de mercancías de la región asiática, además de la fortaleza de su moneda, este factor repercutió en el primer déficit comercial registrado en 31 años. Asimismo, la fuerte desaceleración de la demanda europea y las restricciones de energía limitaron una recuperación económica más rápida.

El complejo panorama de los países desarrollados tuvo efectos acotados en la actividad de las economías emergentes y en desarrollo. Éstas continuaron

⁵ En el caso de Italia, se inició la aplicación de un programa que incluye un recorte presupuestario superior a €30.000 millones, además del incremento del IVA, la creación de nuevos impuestos y la reducción de la edad de jubilación. En España, se anunció severos recortes en diferentes niveles de gobierno.

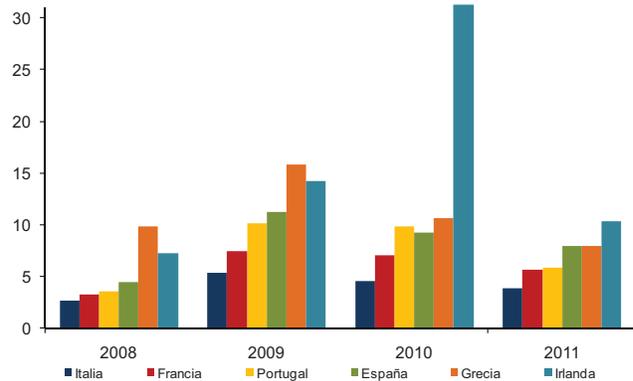
⁶ El FMI estima que en 2011 se habría producido una contracción económica de 0,9%, después de registrarse un crecimiento de 4,4% en 2010.

GRÁFICO I.10:
a) DEUDA PÚBLICA DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS DE LA ZONA EURO (Como porcentaje del PIB)



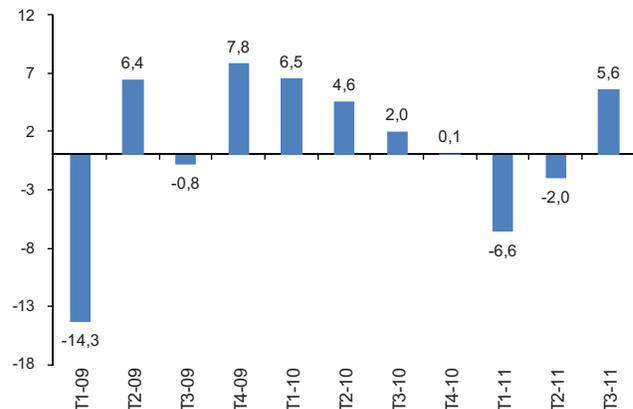
FUENTE: Bloomberg, FMI
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

b) DÉFICIT FISCAL DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS DE LA ZONA EURO^{1/} (Como porcentaje del PIB)



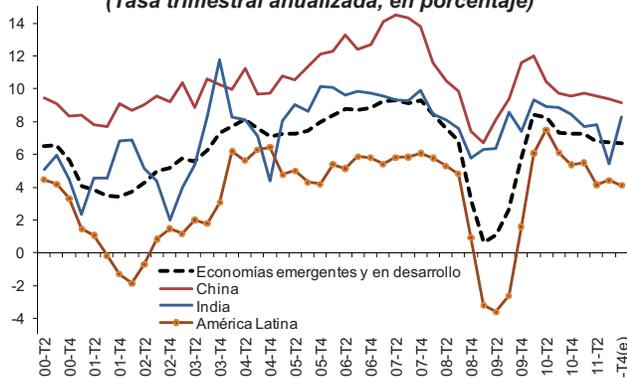
FUENTE: Bloomberg, FMI y Global Data Watch de JP Morgan
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} El déficit fiscal de Irlanda en 2010 (31,3%), está relacionado con la aplicación del paquete de rescate a bancos nacionales canalizado por el gobierno de ese país

GRÁFICO I.11: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE JAPÓN (Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentaje)



FUENTE: Instituto de Investigación Económica y Social del Japón
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.12: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO (Tasa trimestral anualizada, en porcentaje)



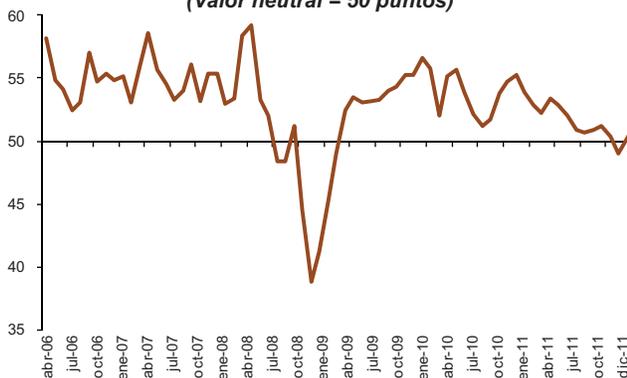
FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial, septiembre de 2011 y actualización enero de 2012
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

creciendo a tasas mayores que las desarrolladas, principalmente por el desempeño observado en las economías de China, India y Latinoamérica, aunque a un ritmo menor (Gráfico I.12).

Los países emergentes del este y el sur asiático, como Tailandia y Corea del Sur, también mostraron signos de desaceleración que se reflejaron en contracciones de sus exportaciones, resultado del bajo crecimiento de la demanda agregada estadounidense y el pobre desempeño económico de la Unión Europea (UE).

En el tercer trimestre de 2011 el ritmo de crecimiento interanual de la economía china (9,1%)⁷ fue inferior al de los dos trimestres previos y el menor desde el segundo trimestre de 2009, reflejando un enfriamiento de sectores claves como el manufacturero (Gráfico I.13). Este comportamiento también se debió a los efectos rezagados de las medidas restrictivas adoptadas por el gobierno chino en la primera mitad del año para controlar la inflación, limitar el aumento acelerado del crédito y la formación de burbujas de precios en el sector inmobiliario.

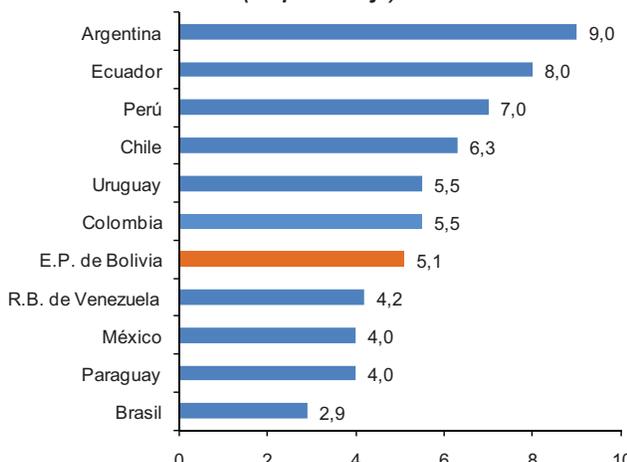
GRÁFICO I.13: ÍNDICE DE GERENTES DE COMPRAS (PMI) DEL SECTOR MANUFACTURERO DE CHINA (Valor neutral = 50 puntos)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Por su parte, América Latina habría crecido 4,3% en 2011, tasa menor a la de 2010 (5,9%), como resultado del debilitamiento de la economía mundial durante el segundo semestre del año y el enfriamiento de la demanda interna en Brasil. Cabe destacar el desempeño económico de Argentina que registró una tasa de crecimiento de 9%, en tanto que Brasil se desaceleró a una tasa de 2,9% (Gráfico I.14), muy por debajo de la observada en 2010 (7,5%)⁸

GRÁFICO I.14: CRECIMIENTO ECONÓMICO 2011 DE PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA (En porcentaje)



FUENTE: CEPAL, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y El Caribe (diciembre de 2011)
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Desde la segunda mitad del año se observó un descenso en el ritmo del crecimiento regional por la menor expansión de la demanda externa y la disminución de los precios de los principales bienes básicos de exportación, pese a lo cual todavía se encuentran en niveles elevados. En el último trimestre, la mayoría de los países de la región tuvieron tasas de crecimiento menores a las observadas en trimestres anteriores.

⁷ Al cierre de esta edición, el FMI estimó que en 2011 el crecimiento anual fue 9,2% frente a 10,4% de 2010.

⁸ El crecimiento regional que incluye al Caribe y los concernientes a los países mencionados corresponden a datos del Balance Preliminar de las Economías de América Latina y El Caribe publicado en diciembre de 2011 por la CEPAL.

I.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

En 2011 el índice de precios de productos básicos de exportación de Bolivia (IPPBX) se incrementó en 19,8% respecto al cierre de 2010, debido a la tendencia ascendente de los precios de hidrocarburos, los cuales se incrementaron 36,3% (Gráfico I.15). Cabe destacar que el crecimiento del IPPBX durante el primer semestre (14,7%) fue más pronunciado que en el segundo (4,5%).

Por su parte, los precios de los productos básicos agrícolas y minerales, luego de alcanzar sus registros máximos en el primer cuatrimestre del año, mostraron un cambio de tendencia hacia la baja. Al cierre de la gestión estos disminuyeron 8,4% y 6,0% respecto a diciembre de 2010, respectivamente; sin embargo, sus niveles todavía son elevados.

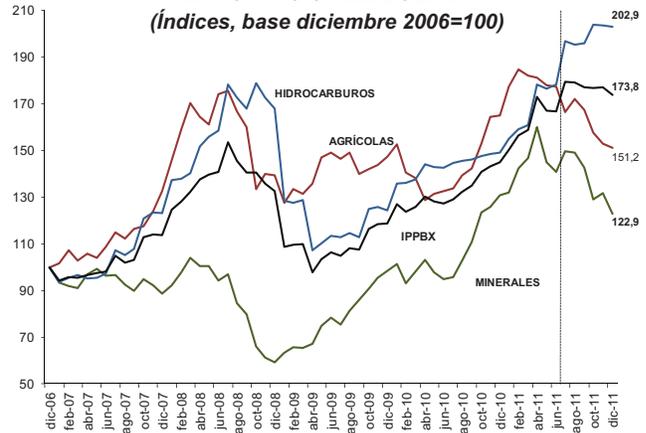
No obstante el descenso pronunciado de los precios de varios productos básicos durante el segundo semestre, los precios promedio de la gestión 2011 fueron mayores a los de la gestión anterior para todos los productos (Cuadro I.1). Por lo tanto, el crecimiento del IPPBX promedio anual (28,2%) fue mayor al crecimiento de fin de periodo (19,8%).

Con relación a los precios de los metales y minerales, el cambio de tendencia a la baja observado a partir de mayo, después de mostrar incrementos sostenidos en los últimos dos años, se debió principalmente al estancamiento de la demanda de metales industriales en las economías avanzadas y emergentes, además de la normalización de los impulsos monetarios adoptados por estas últimas. En el segundo semestre, los precios del cobre y el estaño disminuyeron levemente en respuesta al enfriamiento de la demanda industrial de China.

Por su parte, el índice de precios de alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus iniciales en inglés) tuvo una disminución interanual de 2,7% a diciembre de 2011, destacándose la reducción del precio del azúcar (15,5%). Cabe resaltar que después de haber registrado elevados niveles históricos durante el primer cuatrimestre de 2011, los precios de los alimentos iniciaron una tendencia descendente (Gráfico I.16).

En el segundo semestre el índice general disminuyó 9,6%, constatándose los descensos más importantes

GRÁFICO I.15: PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA
(Índices, base diciembre 2006=100)



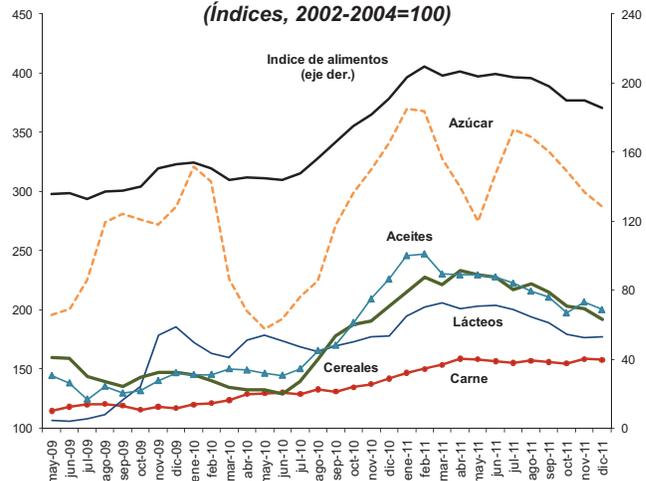
FUENTE: Bloomberg y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

CUADRO I.1: COTIZACIONES PROMEDIO DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA (2010 -2011)

	2010	2011	Variación porcentual
Zinc (\$us/LF)	0,99	1,00	1,2
Oro (\$us/OTF)	1.225,99	1.570,45	28,1
Estaño (\$us/LF)	9,26	11,83	27,9
Plata (\$us/OTF)	20,18	35,27	74,8
Soya (\$us/TM)	372,53	479,83	28,8
Harina de Soya (\$us/TM)	306,94	374,83	22,1
Aceite de Soya (\$us/TM)	963,57	1.233,96	28,1
Maderas (\$us/M3)	476,27	520,84	9,4
Algodón (\$us/TM)	2.302,39	3.410,47	48,1
Café (\$us/LB)	1,95	2,73	40,1
Azúcar (\$us/TM)	676,21	709,09	4,9
Gas (\$us/MPC)	6,62	8,35	26,1
Petróleo (Brent) (\$us/BBL)	79,63	111,04	39,4
Índice de Precios de Principales Productos Exportables			
IP Minería	106,49	140,91	32,3
IP Agricultura	143,46	170,63	18,9
IP Comp Soya	155,08	185,82	19,8
IPPBX	132,26	169,59	28,2
IPPBX s/c	115,63	148,26	28,2

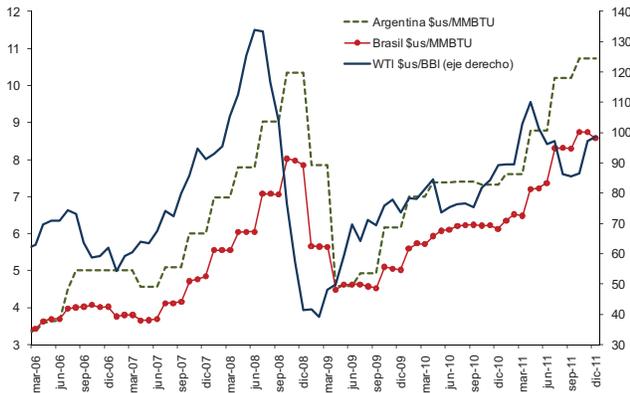
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación
IPPBX s/c: Sin hidrocarburos exportados por Bolivia
Los Índices de Precios (IP) corresponden a promedios anuales

GRÁFICO I.16: ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO
(Índices, 2002-2004=100)



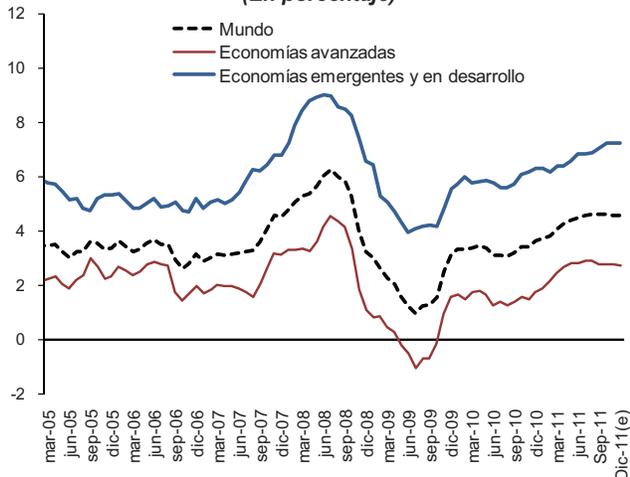
FUENTE: FAO
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.17: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIÓN DEL GAS NATURAL DE BOLIVIA (En dólares estadounidenses)



FUENTE: YPF y Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: WTI: West Texas Intermediate

GRÁFICO I.18: CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR SEGÚN ECONOMÍAS REGIONALES (En porcentaje)



FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial, septiembre de 2011 y actualización enero de 2011
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (e) estimado

en los precios de cereales y lácteos, 15,2% y 12,9%, respectivamente. Los precios promedio de los cereales se redujeron principalmente por el incremento de la oferta mundial de trigo, resaltando el aumento de la producción de la Federación Rusa. En tanto, que los precios de los productos lácteos se redujeron paulatinamente por la recuperación de la oferta en Oceanía y América del Sur.

Por otro lado, si bien los precios internacionales de los combustibles e hidrocarburos registraron alzas debido a las crisis políticas en los países del NAMO durante el primer semestre del año, a partir del segundo los mismos se moderaron.

En lo concerniente al precio externo del gas natural, principal producto de exportación de Bolivia, cabe destacar que al mes de octubre el precio del gas exportado a la Argentina llegó hasta \$us10,73/MMBTU, mientras que el precio promedio ponderado de venta al Brasil alcanzó a \$us8,74/MMBTU. Ambos registros constituyen niveles históricos, los cuales se mantuvieron sin grandes variaciones hasta el cierre de 2011 (Gráfico I.17). Es conveniente recordar que estos precios se determinan por los niveles de los precios internacionales de una canasta de *fuelles* asociada a las cotizaciones del precio internacional del petróleo (WTI).

I.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y POLÍTICA MONETARIA

Pese al escenario adverso de desaceleración económica global, en 2011 el incremento general de precios a nivel mundial fue 4,9% en promedio (en torno a 4,6% interanual) mayor que el 3,7% de 2010 (alrededor de 4,2% al cierre de año).⁹ Este comportamiento se observó tanto en las economías avanzadas (2,7% frente a 1,6% del año previo, ambos en promedio) como en las economías emergentes y en desarrollo (7,2% frente 6,1% del año anterior, también en promedio; Gráfico I.18).

En EE.UU., el incremento interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó 3,0% en diciembre de 2011, cifra mayor a la observada en similar mes

⁹ Las cifras promedio provienen de la actualización de Perspectivas Económicas Mundiales del FMI a enero de 2012 y las interanuales corresponden a las proyecciones de dicha publicación en septiembre de 2011.

del año previo (1,5%). Después de exponer una tasa máxima interanual de 3,5% en octubre y luego de varios meses en los que el IPC mostró niveles superiores a lo esperado, el crecimiento de este indicador general de precios habría comenzado a declinar debido a la moderación de los precios de las materias primas.

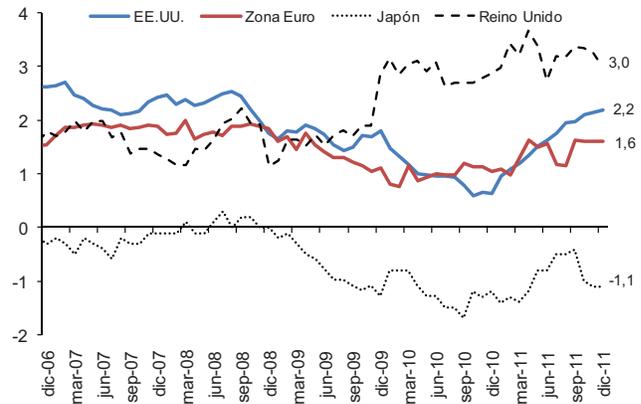
En el caso de la Zona Euro, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) tuvo un crecimiento interanual al cierre de 2011 de 2,7%, incremento mayor al observado en la gestión anterior (2,2%) y por encima de la meta de mediano plazo del Banco Central Europeo (BCE, 2%). Este comportamiento estaría impulsado principalmente por los niveles elevados de los precios de la energía y otras materias primas durante el primer semestre.

Respecto a los indicadores de inflación subyacente, en 2011 estos registraron importantes incrementos interanuales de 2,2% en EE.UU. y de 3,0% en el Reino Unido. En el último caso, la estabilización de los niveles alcanzados al finalizar la gestión respondió al debilitamiento de las presiones de demanda durante el último trimestre del año. Asimismo, este hecho fue más evidente en la Zona Euro, que mostró una variación interanual menor a diciembre en su indicador de tendencia de precios (1,6%) y en el caso de Japón se observó una variación negativa de 1,1% (Gráfico I.19).

En este sentido, a lo largo del segundo semestre, los bancos centrales de las economías desarrolladas mantuvieron sus tasas de política en niveles bajos y sin variaciones (Gráfico I.20), con excepción de la Zona Euro, Australia, Israel y Nueva Zelanda que realizaron reducciones graduales.

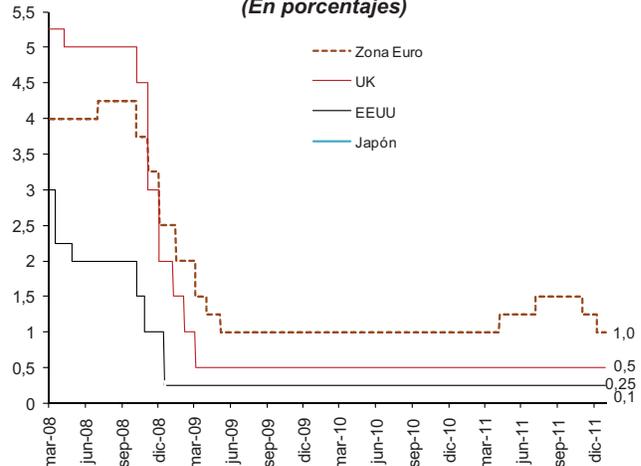
La FED mantuvo el rango para su tasa de política monetaria en su nivel mínimo de 0% a 0,25%, mostrando esta postura de política por segundo año consecutivo. En agosto el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus iniciales en inglés), decidió mantener este rango objetivo para los veinte meses siguientes. En septiembre, el ente emisor de EE.UU. lanzó una operación denominada "twist", a través de la cual se canjean bonos a corto plazo (menores a 3 años) por bonos a largo plazo (entre 6 y 30 años). Mediante esta operación se reducirían las tasas de largo plazo, haciendo las condiciones financieras más favorables.

GRÁFICO I.19: INFLACIÓN SUBYACENTE DE ECONOMÍAS AVANZADAS SELECCIONADAS
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.20: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE ECONOMÍAS AVANZADAS
(En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Por su parte, el BCE que en abril y julio había incrementado su tasa de política monetaria en 25pb hasta alcanzar a 1,5%, realizó dos reducciones sucesivas en noviembre y diciembre hasta retornar nuevamente a 1% en respuesta a la agudización de la crisis de deuda y el consiguiente deterioro de la actividad económica en la Zona Euro, además de la estabilización de los precios minoristas.¹⁰

En Asia, el Índice de Precios al Consumo de Japón registró una variación interanual negativa de 0,2% al cierre de 2011, mostrando una deflación por tercer año consecutivo. El comportamiento del último periodo se explica por la contracción de la actividad económica, como resultado de los efectos adversos de los desastres naturales ocurridos en marzo y el enfriamiento de su demanda externa en el último trimestre del año. En este sentido, la tasa de referencia del Banco de Japón mantuvo su rango objetivo en un nivel mínimo de 0% a 0,1% y sin cambios por segundo año consecutivo.

En China, los precios al consumidor registraron un incremento interanual de 4,1% a diciembre de 2011, cifra cercana a la meta fijada por el Banco Popular de China de 4%, debido a las medidas de política monetaria adoptadas, caracterizadas por incrementos de la tasa de referencia (a partir de octubre de 2010) hasta julio, estabilizándola posteriormente en 6,56%. Asimismo, en noviembre el ente emisor disminuyó la tasa de requerimiento de encaje de los depósitos de los bancos grandes en 50pb, hasta alcanzar 21%, luego de haberse incrementado en 300pb a lo largo del año. Esta última disminución estuvo orientada a incrementar el crédito y contrarrestar los efectos de la desaceleración en el sector industrial.

Cabe resaltar que pese a que la tasa de variación del IPC al cierre de la gestión fue menor a la registrada en 2010 (4,7%), en julio se observó una inflación interanual de 6,5%, el nivel máximo en dos años. Este comportamiento se debió a la fuerte expansión del crédito y el ascenso sostenido en los precios del sector inmobiliario durante el primer semestre.

¹⁰ Asimismo, se disminuyeron paralelamente (también en 25pb en cada ocasión) las tasas de la facilidad marginal de crédito y depósitos a un día para las instituciones bancarias, hasta llegar a 1,75% y 0,25%, respectivamente.

En el último trimestre, en respuesta al contexto económico mundial, la mayoría de economías emergentes de Asia realizaron una pausa en los retiros de los excedentes de liquidez de sus mercados financieros y monetarios, pese a que las presiones inflacionarias se mantuvieron.

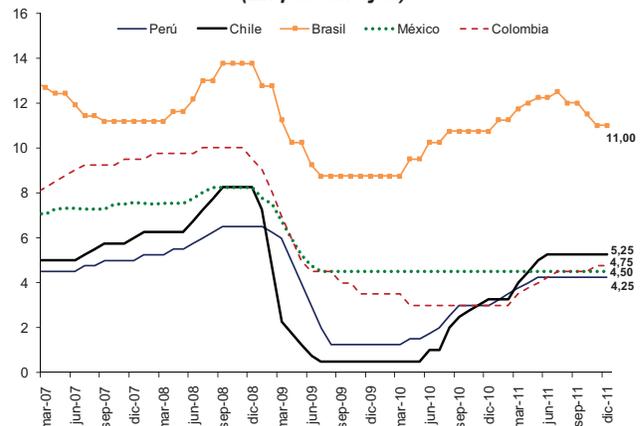
En contrapartida, la India mantuvo una política monetaria restrictiva para reducir su elevada tasa de inflación interanual que registró valores superiores a 9%, incrementando las tasas de operaciones repo y repo reverso en 225pb, hasta alcanzar niveles de 8,5% y 7,5%, respectivamente.

En América Latina, el crecimiento interanual del nivel general de precios al cierre de 2011 (6,9%) fue levemente superior al de la gestión 2010 (6,5%),¹¹ debido a que los precios de las materias primas todavía se mantienen elevados a pesar de la tendencia decreciente observada durante la segunda mitad del año.

En este sentido, las presiones de la demanda interna de varios países de la región jugaron un papel importante, tal es el caso de Argentina que tuvo una inflación importante (9,5%) de la misma forma que el año anterior (10,9%), motivando a continuar con los retiros graduales de liquidez mediante operaciones de mercado abierto. Por otra parte, pese a la desaceleración de la demanda agregada del Brasil su tasa de inflación fue superior (6,5%) a la observada en el año previo (5,9%). Por tanto, el ente emisor de este país redujo gradualmente su tasa de política (*Selic*) a lo largo de todo el semestre hasta llegar a 11%, en respuesta al debilitamiento de su demanda interna y al estancamiento de su sector industrial. En Colombia, donde las presiones inflacionarias resurgieron debido a una mayor demanda interna, se incrementó la tasa de política monetaria al finalizar noviembre, para situarla en 4,75%. Por otra parte, los demás países latinoamericanos mantuvieron estables sus tasas de política durante la segunda mitad de año (Gráfico I.21).

Con relación a la economía boliviana, en 2011 se observaron importantes presiones inflacionarias de origen externo. Ello ocurrió principalmente en el primer

GRÁFICO I.21: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE PAÍSES SELECCIONADOS DE LA REGIÓN
(En porcentajes)



FUENTE: Bancos Centrales
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

¹¹ Los datos de inflación regional que también incluyen a El Caribe provienen del *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y El Caribe* publicado en diciembre de 2011 por la CEPAL.

CUADRO I.2: INFLACIÓN ANUAL DE LOS PAÍSES SOCIOS COMERCIALES DE BOLIVIA (En porcentajes)

	2010	2011
Argentina	10,92	9,51
Bolivia	7,18	6,90
Brasil	5,91	6,50
Canadá	2,35	2,30
Chile	2,97	4,44
Colombia	3,18	3,72
Estados Unidos	1,50	2,96
Japón	-0,40	-0,20
México	4,40	3,82
Perú	2,07	4,75
R.B. de Venezuela	27,36	28,99
Uruguay	6,93	8,60
Zona del Euro	2,21	2,75

FUENTE: Institutos de estadística de países seleccionados y *Bloomberg*
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

trimestre del año, período en el que se mantuvo la tendencia creciente de los precios internacionales de alimentos iniciada el segundo semestre de 2010. A partir del segundo trimestre los precios tendieron a disminuir paulatinamente, aunque se mantuvieron en niveles relativamente altos. Una fuente adicional de presiones externas la constituyeron los elevados niveles de inflación en algunos de nuestros principales socios comerciales (Cuadro I.2).

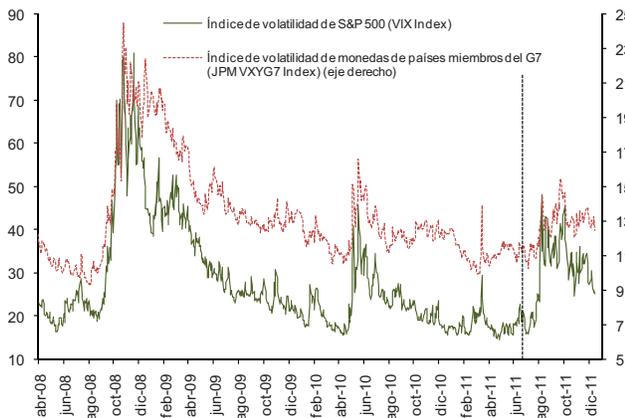
No obstante, en términos globales, el segundo semestre de 2011 fue un período de disminución de las presiones inflacionarias de origen externo. Un análisis más pormenorizado al respecto, destacando las implicaciones del entorno internacional sobre la inflación doméstica en Bolivia, se encuentra en el Capítulo 2 del presente IPM.

I.4 MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

Durante la segunda mitad de 2011, los mercados financieros se vieron afectados por una mayor aversión al riesgo debido a tres factores importantes: (i) las amenazas de una desaceleración económica global y una nueva recesión en las economías avanzadas; (ii) la falta de consenso político en EE.UU. para solucionar los problemas de sostenibilidad de deuda y déficit fiscal; y (iii) la agudización de la crisis de deuda de Grecia y el efecto de contagio a otras economías importantes de la Zona Euro como Italia y España.

Respecto a la crisis de deuda, en julio de 2011 la UE acordó un segundo paquete de ayuda financiera a Grecia por un valor de €109.000 millones a través del EFSF (*European Financial Stability Facility*) y el FMI, que incluía entre otros la participación voluntaria del sector privado en el canje de la deuda griega. Sin embargo, las agencias calificadoras de riesgo asumieron esto como un incumplimiento selectivo y continuaron sus revisiones a la baja para sus calificaciones de riesgo.

GRÁFICO I.22: INDICADORES DE VOLATILIDAD DEL ÍNDICE S&P Y DE DIVISAS DEL G7 (En puntos porcentuales)



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

De esta manera, la volatilidad de los mercados financieros comenzó a incrementarse, alimentada tanto por la incertidumbre respecto a la adopción de medidas concretas de mediano plazo para evitar la propagación de la crisis de deuda en Europa, como por las bajas perspectivas sobre el crecimiento de las economías avanzadas (Gráfico I.22).

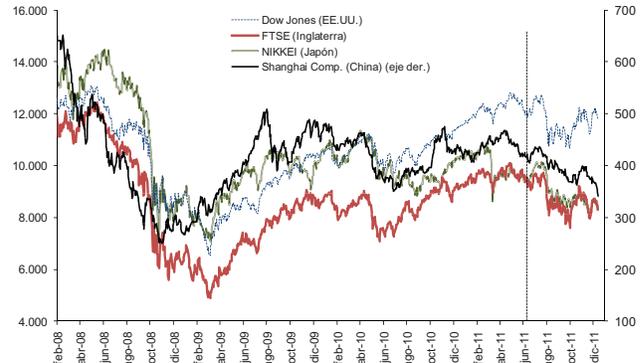
Por su parte, el BCE reactivó en agosto su programa de compra de títulos *Securities Market Programme* (SMP) y amplió el mismo hacia títulos de plazos más cortos. Los montos transados llegaron a niveles record desde el inicio del programa en 2010.

A pesar de estas medidas, los temores de contagio afectaron a países centrales de la Zona como Francia y Alemania, dada la elevada exposición de sus instituciones bancarias a la deuda de los países con problemas financieros. Este comportamiento junto al deterioro de los indicadores de la economía estadounidense indujeron fuertes caídas y un aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles (Gráfico I.23). Asimismo, esto se reflejó en el incremento de las tasas de rendimiento de los bonos a largo plazo de Italia y España, los cuales sobrepasaron el nivel de 6%, considerado crítico ya que Grecia, Irlanda y Portugal solicitaron ayuda financiera cuando lo alcanzaron.

Las tensiones se transmitieron a los mercados interbancarios, por lo cual algunos bancos comenzaron a enfrentar dificultades para obtener financiamiento en los mercados monetarios. El deterioro de los indicadores de deuda de las economías periféricas de la Zona, empezó a socavar la confianza en los bancos europeos. Este proceso de retroalimentación entre la preocupación de la deuda soberana y la tensión en el sistema bancario aumentó el riesgo de un desapalancamiento de los balances de estas instituciones, influyendo en menores volúmenes de crédito.

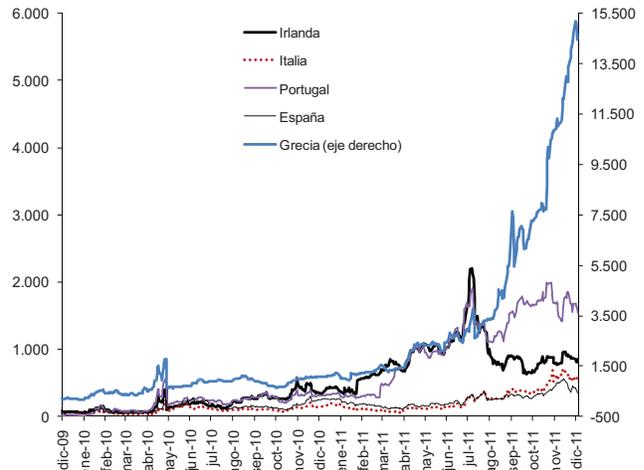
Durante el último trimestre de 2011, conforme aumentaban las tensiones económicas y políticas, la atención de los mercados financieros volvieron a enfocarse en la propagación de la crisis a otros países de la Zona. Esto se reflejó en crecientes diferenciales de los swaps de riesgo de incumplimiento de crédito (*Credit Default Swaps - CDS*)¹² y el incremento del spread de la deuda soberana de algunos países con respecto a activos considerados libres de riesgo (Gráfico I.24).

GRÁFICO I.23: ÍNDICES BURSÁTILES



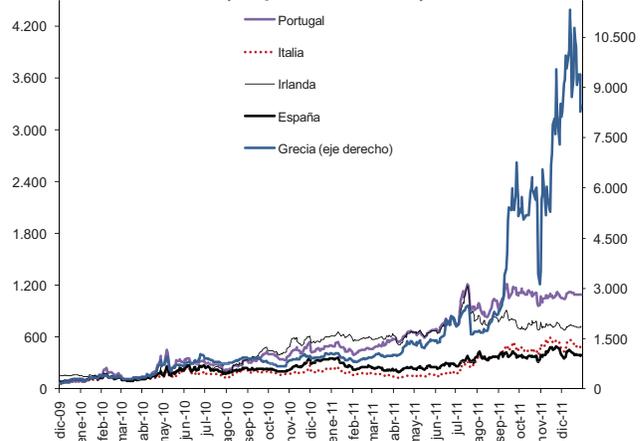
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.24: PERCEPCIÓN DEL RIESGO
a) SPREAD DE BONOS SOBERANOS A 2 AÑOS
(Relativo a bonos del gobierno alemán, en puntos básicos)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

b) CDS PAÍSES EU-5^{1/}
(En puntos básicos)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Credit Default Swap a 5 años del grupo de países conformado por: Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

¹² Las cláusulas contractuales de los CDS incluyen incumplimientos de los pagos programados y reestructuraciones involuntarias de la deuda.

Dado el contexto señalado en la segunda mitad de año, los flujos de capital hacia las economías emergentes y en desarrollo se moderaron en relación al periodo previo (Gráfico I.25).

Por su parte, ante la ralentización de la demanda global y la disminución los flujos de capital, durante el segundo semestre de la gestión las monedas de algunos países de América Latina se depreciaron con respecto al dólar estadounidense (Gráfico I.26). También es conveniente señalar que en términos anuales, los tipos de cambio promedio de 2011, se apreciaron en la mayoría de los países de la región (aunque con menor intensidad que en 2010) debido a los niveles de apreciación registrados durante la primera mitad de año.

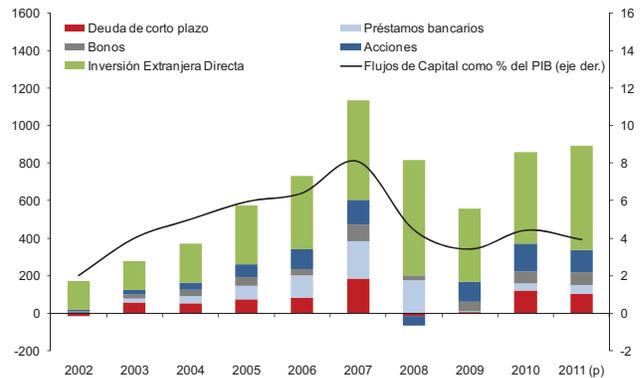
Asimismo, dada la característica de activo refugio del oro, se evidenció un fuerte incremento de su demanda, alcanzando un precio máximo histórico en septiembre de 2011.

Por otro lado, la mayor aversión al riesgo de los mercados financieros aceleró el fenómeno de huida a la calidad (*flight to quality*), incrementándose la demanda de los bonos del gobierno estadounidense, lo que coadyuvó a una importante apreciación del dólar frente a las principales monedas del mundo, aunque de manera intermitente (Gráfico I.27).

También se incrementó la demanda de otras monedas duras como el yen japonés y el franco suizo. Cabe destacar que en el último bimestre del año, la apreciación del dólar estadounidense se acentuó debido a la falta de claridad en las medidas de política para enfrentar la crisis de deuda en la Zona Euro.

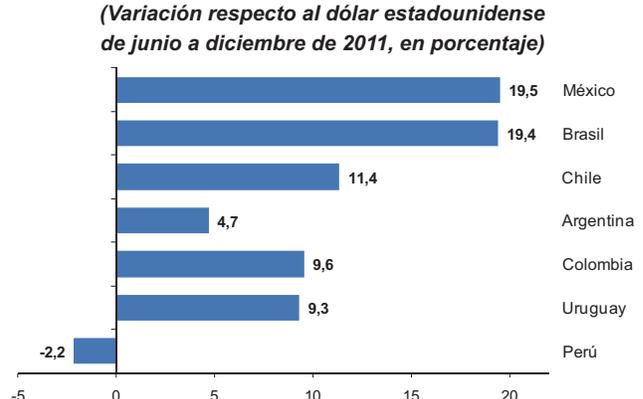
Finalmente, en la Cumbre de la UE del 8 y 9 de diciembre se acordó un régimen de disciplina presupuestaria caracterizado por el límite de 0,5% del PIB para los déficits estructurales anuales de cada país miembro, además del anuncio de creación del Fondo de Rescate Permanente (ESM, por sus iniciales en inglés) para julio de 2012. Este último se sumaría al vigente EFSF, totalizando un monto de €500.000 millones. Sin embargo, estas medidas no fueron aprobadas por consenso pleno debido al disenso del Reino Unido. Por tanto, esta continua incertidumbre incrementó la volatilidad en los mercados cambiarios y financieros internacionales.

GRÁFICO I.25: FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO NETO HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES
(En miles de millones de dólares estadounidenses y % del PIB)



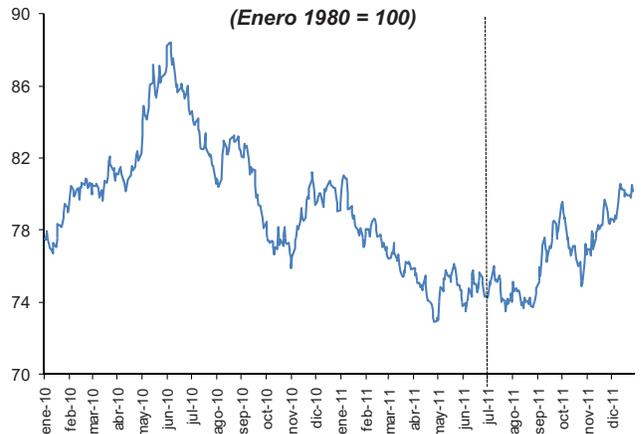
FUENTE: Banco Mundial
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (p) preliminar

GRÁFICO I.26: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación respecto al dólar estadounidense de junio a diciembre de 2011, en porcentaje)



FUENTE: Bancos centrales y Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Una variación positiva significa depreciación de la moneda con respecto al dólar estadounidense y una variación negativa significa apreciación

GRÁFICO I.27: ÍNDICE DEL VALOR DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE FRENTE A UNA CANASTA DE LAS PRINCIPALES MONEDAS
(Enero 1980 = 100)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

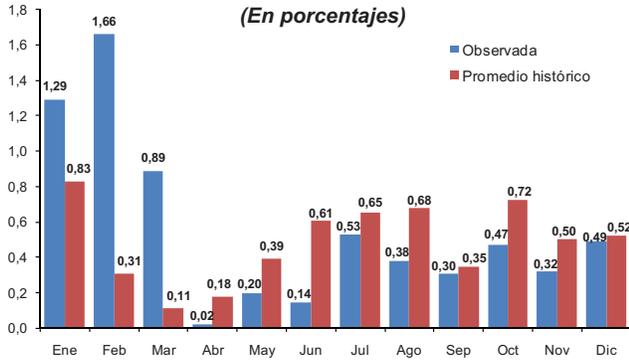
II. Comportamiento reciente de la inflación

La variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), luego de acelerarse en el primer trimestre de 2011 y estabilizarse entre abril y junio, cayó sostenidamente en el segundo semestre del año convergiendo gradualmente a una tasa de 6,9% al cierre de gestión. En efecto, la segunda mitad de 2011 se caracterizó por ser una etapa de desinflación, superándose la mayor parte de los efectos de los shocks de precios experimentados por la economía boliviana a fines de 2010 y principios de 2011. Los indicadores de tendencia inflacionaria, cuya velocidad de expansión se atenuó y siguió una senda consistente con sus promedios históricos en los últimos meses, denotaron una trayectoria decreciente reflejando el proceso de ajuste a la baja en la inflación. El gradual descenso de la variación interanual de precios entre julio y diciembre de 2011 estuvo explicada por tres factores: i) la mitigación de presiones inflacionarias externas; ii) la moderación de la inflación de alimentos como resultado de las políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno; y iii) expectativas inflacionarias a la baja de la población. La mayoría de estos factores fueron direccionados por las políticas económicas del Órgano Ejecutivo y del Banco Central de Bolivia. Cabe señalar que la evolución de la inflación en todo el año fue plenamente consistente con las proyecciones realizadas en los anteriores IPM de enero y julio de 2011.

II.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

Cerca del 60% de la inflación de 2011 se acumuló en el primer trimestre (3,9 de 6,9pp), existiendo una clara diferenciación en la dinámica de precios respecto al resto del año, caracterizándose el primer período (enero-marzo) por una aceleración inflacionaria y, el

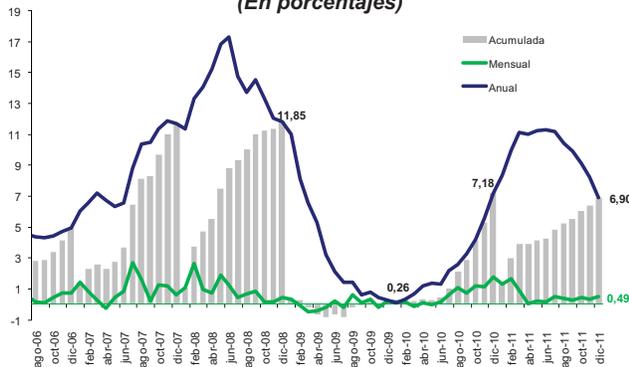
GRÁFICO II.1: INFLACIÓN MENSUAL Y PROMEDIOS HISTÓRICOS (En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Los promedios históricos corresponden al periodo 1990-2010
 Los promedios fueron ajustados para excluir la influencia de outliers

segundo (abril-diciembre), por una fase de desinflación. En efecto, examinando el comportamiento de las tasas de inflación mensuales entre enero y marzo, éstas alcanzaron valores atípicos superando holgadamente a los promedios históricos de referencia, hecho que incidió notablemente en el comportamiento anual de los precios. Por el contrario, en los últimos nueve meses del año, las tasas se situaron de modo sistemático en niveles por debajo de los promedios históricos, contribuyendo a profundizar la tendencia decreciente de la variación de precios (Gráfico II.1).

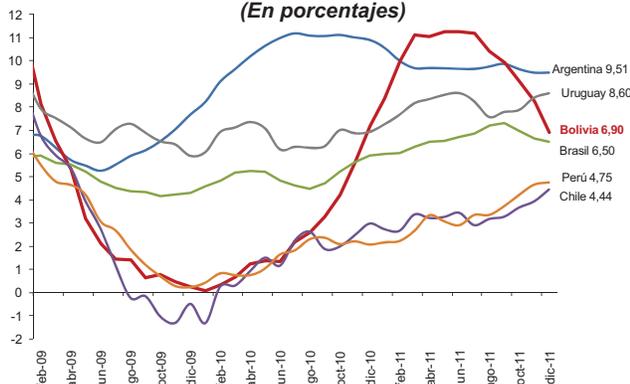
GRÁFICO II.2: INFLACIÓN ANUAL, ACUMULADA Y MENSUAL (En porcentajes)



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

Los últimos nueve meses del año se caracterizaron por bajas tasas de inflación, debido a que se superaron en gran medida los efectos de los *shocks* experimentados a fines de 2010 e inicios de 2011 (nivelación temporal de precios de la gasolina, alza de precios de alimentos como efecto de factores climatológicos adversos, incremento de cotizaciones internacionales de *commodities*, acompañados de prácticas especulativas y contrabando en mercados de consumo al detalle, entre otros).

GRÁFICO II.3: INFLACIÓN A DOCE MESES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS (En porcentajes)



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

El comportamiento de la inflación mensual definió la trayectoria de la inflación interanual. Entre enero y marzo de 2011, la variación de precios a doce meses siguió una senda ascendente, profundizando la tendencia iniciada en la segunda mitad de 2010. Posteriormente, en el segundo trimestre del año, esta tasa moderó su ritmo de crecimiento e inició su estabilización oscilando alrededor del 11%. Finalmente, a partir de julio la inflación interanual cayó continuamente, mes a mes, convergiendo gradualmente a una tasa de 6,9% (Gráfico II.2). Este comportamiento refleja también el efecto estadístico del bajo registro inflacionario en el primer semestre de 2010 (0,4%) y la elevada tasa acumulada en la segunda mitad de ese año (6,7%). La orientación descendente de la inflación en los últimos meses fue plenamente consistente con las proyecciones efectuadas en los IPM de enero y julio de 2011.

Un aspecto adicional a destacar sobre el descenso de la inflación interanual en el segundo semestre, es que este comportamiento fue opuesto al de varias economías de la región donde las tasas de inflación más bien tendieron a incrementarse en los meses recientes (Gráfico II.3). El caso boliviano es ilustrativo

en este sentido, ya que denota una adecuada capacidad de respuesta de política económica ante los *shocks* experimentados, que permitió el control de la inflación en un corto plazo.

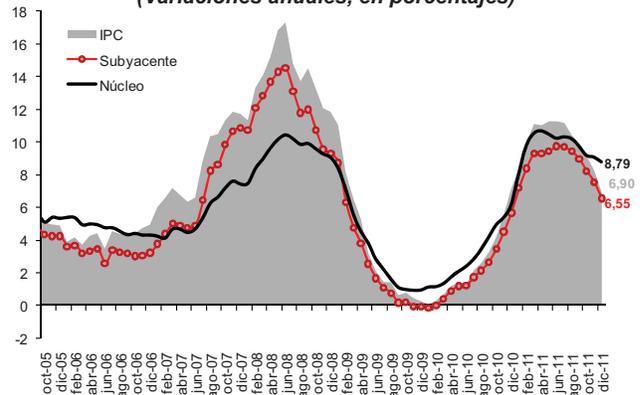
Como se desarrolla en el Capítulo, la moderación y gradual descenso de la inflación entre abril y diciembre de 2011 respondió principalmente a los siguientes factores internos y externos a la economía nacional: i) la mitigación de presiones inflacionarias externas; ii) la moderación de la inflación de alimentos como resultado de las políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno; y iii) expectativas inflacionarias a la baja por parte del público. Estos factores fueron propiciados en gran medida por las políticas económicas del Órgano Ejecutivo y del Banco Central de Bolivia.

II.2 INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA

A partir de la trayectoria de los indicadores de tendencia inflacionaria, el IPC subyacente (IPC-S) y el IPC núcleo (IPC-N), es posible extraer señales adicionales acerca de la estabilización y reducción de la inflación.¹³ La dirección decreciente de estos indicadores, iniciada en mayo en la inflación subyacente, y profundizada en ambos casos en el segundo semestre del año, sugiere la continuidad del proceso de moderación de la inflación a corto plazo. Al mes de diciembre, las tasas interanuales del núcleo inflacionario y la inflación subyacente alcanzaron a 8,79% y 6,55%, respectivamente (Gráfico II.4).

Cabe destacar que el núcleo inflacionario se situó por encima de la inflación total a partir del mes de octubre, luego de que estos indicadores siguieran una evolución bastante cercana a lo largo del año. En ambos semestres de 2011 la inflación acumulada en el núcleo superó a la variación de precios fuera de él

GRÁFICO II.4: INFLACIÓN TOTAL, SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO
(Variaciones anuales, en porcentajes)



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

¹³ La inflación subyacente es una medida de variación de precios construida excluyendo del IPC los cinco productos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional. Por su parte, el núcleo inflacionario es un indicador en el que se dejan al margen del IPC los alimentos perecederos, carnes, comidas y granos, junto a productos con precios administrados (p.e. transporte público y pan).

(Cuadro II.1). La menor inflación fuera del núcleo incidió en el comportamiento del IPC total llevando a que éste tenga una tasa de variación más reducida que la del núcleo inflacionario.

La evolución de la inflación núcleo tuvo factores causales diferentes en cada semestre de 2011. Por una parte, en la primera mitad del año, el núcleo fue influenciado por la dinámica de los precios de los alimentos en su interior, que respondieron en mayor medida a los *shocks* de 2010/2011 en comparación con los alimentos al exterior del mismo. La naturaleza específica de los productos que sufrieron los *shocks* (como el azúcar y sus derivados, entre otros componentes del núcleo) explica parte de esta conducta.

En el segundo semestre, fueron los componentes no alimenticios los que tuvieron especial importancia en la dinámica del núcleo inflacionario. En efecto, estos componentes registraron la mayor inflación acumulada dentro del núcleo, superando también a los incrementos de los no alimentos situados al exterior de éste (transporte, bienes regulados y combustibles).

En suma, los sucesos de ambos semestres llevaron a que la inflación núcleo y no núcleo tengan un comportamiento relativamente disímil, registrando la primera cifras más elevadas a finales de 2011. La trayectoria decreciente de la inflación núcleo denota, por una parte, la moderación gradual de las presiones inflacionarias; no obstante, su posicionamiento por encima de la inflación total, refleja también la relativa persistencia de dichas presiones, que podrían eventualmente moderar el ritmo de desaceleración de la inflación y contribuir a estabilizar su nivel a mediano plazo, en línea con lo señalado en la sección de perspectivas del Capítulo V del presente IPM.

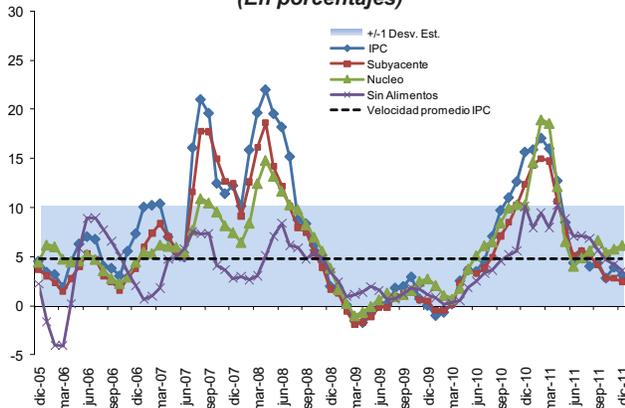
Finalmente y corroborando el descenso de la inflación, destacó la pendiente negativa en la trayectoria de los indicadores de velocidad de expansión inflacionaria. En términos generales, entre marzo y junio los indicadores IPC, IPC-N e IPC-S y la inflación sin alimentos, ingresaron en una fase de desaceleración. Posteriormente, a lo largo del segundo semestre, la velocidad de expansión de las medidas de tendencia propendió a reducirse o a fluctuar levemente, aunque sin distanciarse de la velocidad promedio histórica del IPC (Gráfico II.5).

CUADRO II.1: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO
(Variación acumulada, en porcentajes)

	2010			2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Núcleo	1,67	4,39	6,13	5,60	3,02	8,79
Alimentos	3,39	8,62	12,30	9,62	2,56	12,43
No alimentos	1,18	3,15	4,36	4,36	3,17	7,66
Bienes	0,96	3,65	4,65	4,20	3,16	7,48
Servicios	1,58	2,20	3,81	4,67	3,19	8,01
Fuera del Núcleo	-0,69	8,88	8,13	3,09	2,08	5,23
Alimentos	-0,92	12,86	11,82	4,14	2,93	7,19
Perecederos	-0,79	13,72	12,83	4,34	3,32	7,81
No Perecederos	-2,21	4,46	2,15	2,03	-1,37	0,63
Transporte	-1,47	13,08	11,42	1,22	1,88	3,12
Regulados	0,16	-0,40	-0,24	2,42	0,54	2,96
Combustibles	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IPC	0,43	6,72	7,18	4,27	2,53	6,90

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

GRÁFICO II.5: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DE LOS INDICADORES DE INFLACIÓN^{1/}
(En porcentajes)



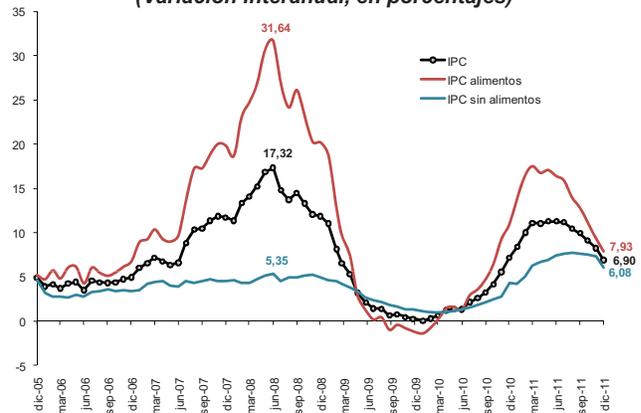
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Se calcula como la variación anualizada del trimestre móvil de la serie desestacionalizada

La inflación sin alimentos¹⁴ se incrementó en la primera parte del año, orientación preservada incluso a inicios del segundo semestre, para luego descender continuamente desde el mes de septiembre (Gráfico II.6). Este comportamiento sugeriría también la mitigación de las presiones inflacionarias, corroborando las señales de los otros indicadores de tendencia. El descenso de la inflación sin alimentos a un ritmo más acompasado que el de la inflación total, expresa su menor grado de influencia en la evolución del IPC en comparación con los productos alimenticios, cuya inflación descendió a una tasa más acelerada, aunque con leves fluctuaciones, desde abril.

La evolución reciente de la inflación sin alimentos sugiere un hecho no observado en el episodio anterior de alza de precios (2007/2008). En esta oportunidad, la inflación sin alimentos alcanzó una tasa (7,7%, en agosto de 2011) mayor a la tasa máxima del otro episodio (5,4%, en julio de 2008). Ello implicaría que si bien la inflación de alimentos tuvo una gran importancia en el episodio actual de incremento de precios, a diferencia del periodo anterior, un número mayor de bienes no alimenticios fueron afectados por los *shocks*.

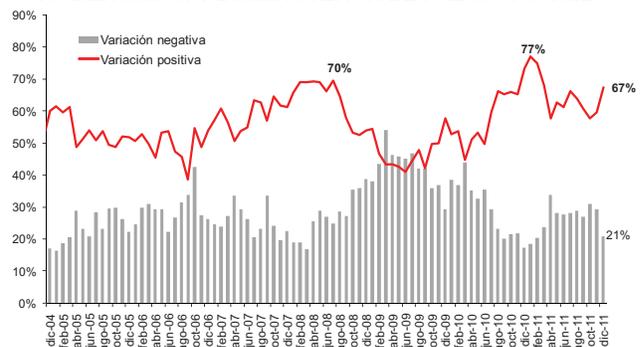
Un indicador que ilustra claramente este comportamiento es el porcentaje de artículos de la canasta del IPC con incrementos de precios respecto al mes anterior. En 2007/2008, un máximo de 70% de los artículos del IPC tuvieron una variación positiva de precios (en julio de 2008). Por su parte, en enero de 2011 un porcentaje aún mayor de los artículos del IPC (77%) registraron una variación positiva (Gráfico II.7). La reducción de dicho porcentaje a partir de entonces, aunque con ligeras oscilaciones, fue una tendencia perceptible en los dos semestres del año, reflejando el ajuste a la baja de la variación de precios en la economía nacional. El leve repunte del porcentaje observado en diciembre podría ser atribuido a factores estacionales inherentes a dicho período.

GRÁFICO II.6: EVOLUCIÓN DEL IPC TOTAL, IPC CON Y SIN ALIMENTOS
(Variación interanual, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.7: PORCENTAJE DE PRODUCTOS QUE AUMENTARON Y DISMINUYERON DE PRECIO POR MES



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: La suma de ambos porcentajes no es igual a 100% debido a que no se incluyeron los artículos que mantuvieron constante su precio. Los datos consideran ajustes por el cambio de año base del IPC en 2007

¹⁴ Parte de los alimentos suelen tener precios con una evolución volátil, proclive a ser influenciados por factores estacionales. Al excluirlos del IPC para el cálculo de la inflación, puede obtenerse una aproximación de la tendencia de la variación de precios.

II.3 INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC

En el segundo semestre de 2011 diez de las doce divisiones del IPC exhibieron una tasa de inflación acumulada menor a la del primero (Cuadro II.2). Las mayores variaciones de precios en el semestre se observaron en los rubros de Bebidas Alcohólicas y Tabaco (9,1%) y Muebles, Artículos y Servicios Domésticos (4,8%).

En el primero de los rubros mencionados, que también tuvo la mayor inflación en el año, el incremento acumulado de precios se concentró principalmente en la cerveza (11%) y en los cigarrillos (5%). Dicho aumento puede atribuirse a modificaciones en el marco regulatorio existente que afectaron los precios de estos productos.¹⁵

Por otra parte, la inflación en la división de Muebles, Artículos y Servicios Domésticos fue consecuencia del incremento de precios de muebles para el hogar, ocasionado a su vez por los mayores costos de la madera, su principal materia prima. La puesta en vigencia de los Certificados Forestales de Origen Digitales por parte de la Autoridad de Bosques y Tierras (ABT), con la intención de mantener mayor vigilancia sobre las actividades productivas y comerciales madereras, generó distorsiones transitorias en la oferta de este producto, sesgando al alza su precio.

En sentido contrario, la división de Comunicaciones fue la que tuvo una menor inflación, observándose en los hechos una reducción de sus precios equivalente a 0,7% durante el segundo semestre. Asimismo, debido a su elevada ponderación en el IPC, es importante notar el descenso de la inflación acumulada en las divisiones de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas y en la de Restaurantes y Hoteles, aspecto que determinó una significativa influencia en la disminución de la inflación total.

CUADRO II.2: INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC
(Variación acumulada por período, en porcentajes)

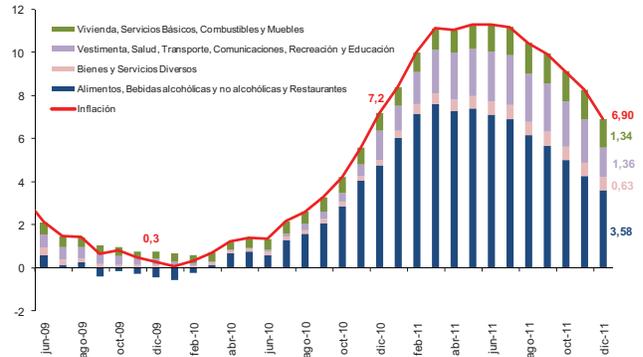
Divisiones del IPC	2010			2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	-0,6	12,3	11,6	4,2	2,6	6,9
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	4,8	2,0	6,8	11,3	9,1	21,5
Prendas de Vestir y Calzados	0,3	3,4	3,7	3,9	2,7	6,8
Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	1,2	2,5	3,7	3,0	3,2	6,3
Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	1,9	4,0	6,0	5,1	4,8	10,1
Salud	1,3	1,5	2,8	6,2	3,6	10,0
Transporte	-1,0	9,7	8,6	1,4	1,8	3,2
Comunicaciones	-0,4	-2,8	-3,2	0,5	-0,7	-0,2
Recreación y Cultura	0,5	3,5	3,9	1,6	1,1	2,7
Educación	0,5	0,2	0,8	4,9	0,9	5,9
Restaurantes y Hoteles	1,8	7,6	9,5	7,1	2,1	9,4
Bienes y Servicios Diversos	1,2	2,4	3,6	6,4	2,7	9,3
IPC Total	0,4	6,7	7,2	4,3	2,5	6,9

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

¹⁵ Las modificaciones incluyeron el incremento del Impuesto al Consumo Específico (ICE) para estos bienes y la creación de una retención a la comercialización e importación de bebidas alcohólicas. Si bien los mayores costos fueron internalizados por los consumidores, un aspecto positivo de los cambios propuestos por el Órgano Ejecutivo es que las recaudaciones adicionales del ICE y los fondos obtenidos por las retenciones se emplearían en el fomento de prácticas deportivas y en la creación de un Fondo (Fondo PROLECHE) que incentive el consumo de lácteos en la población nacional, respectivamente.

Lo anterior se observa con mayor precisión al analizar las incidencias de cada división sobre la inflación. Si bien el rubro de Alimentos y Bebidas Alcohólicas, no Alcohólicas y Restaurantes tuvo la mayor incidencia en el año, su participación en el total tendió a reducirse. En efecto, su incidencia pasó de representar cerca del 72% de la inflación total en enero, a tan sólo 52% en diciembre. En contrapartida, el grupo de productos que incrementó en mayor medida su participación correspondió a Vivienda, Servicios Básicos, Combustibles y Muebles (Gráfico II.8).

GRÁFICO II.8: INCIDENCIAS DEL IPC POR DIVISIONES
(Incidencias sobre la variación anual, en puntos porcentuales)



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

Un análisis pormenorizado de los cinco artículos con mayor incidencia en la inflación mensual entre julio y diciembre de 2011, muestra un predominio de los alimentos. Entre éstos, el tomate y la papa tuvieron una mayor persistencia como bienes con mayor incidencia inflacionaria, registrando dicha condición en cuatro y tres de los seis meses del período, respectivamente (Cuadro II.3). Factores estacionales, además de los efectos de la sequía en zonas productoras (en el caso del tomate) y de escasez de semilla (en lo que concierne a la papa) habrían afectado transitoriamente la oferta de estos productos.

CUADRO II.3: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA DEL IPC CON MAYOR INCIDENCIA POSITIVA EN LA INFLACIÓN

	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Tomate	0,11	0,04	0,17			0,06
Papa	0,08		0,03	0,15		
Alquiler de la vivienda	0,06	0,03	0,02		0,04	0,04
Empleada doméstica	0,04	0,07				
Queso criollo	0,04					
Pollo entero		0,06				
Azúcar granulado		0,02				
Mandarina			0,01			
Corte de cabello y peinado			0,01			
Zanahoria				0,10		
Arveja				0,03		
Manzana				0,03		
Naranja				0,02		
Cebolla entera					0,07	
Cerveza					0,06	
Almuerzo					0,03	0,03
Cerveza consumida fuera del hogar					0,03	
Servicio de transporte en Taxi por contrato						0,04
Servicio de transporte interprovincial						0,03
Incidencia de los 5 productos más inflacionarios	0,33	0,21	0,24	0,33	0,23	0,20
Inflación mensual	0,53	0,38	0,30	0,47	0,32	0,49
Participación de los 5 productos más inflacionarios en la inflación mensual	62,4%	55,7%	79,6%	69,1%	70,1%	41,7%

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

En el caso de los productos alimenticios, se debe subrayar la importancia de los factores estacionales pues, como se advertirá en el Cuadro II.4, algunos de los productos que tuvieron una alta incidencia positiva, se encontraron posteriormente (o bien anteriormente, dependiendo del caso) entre los que anotaron mayor incidencia negativa al verificarse un proceso de ajuste y corrección de precios.

CUADRO II.4: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA DEL IPC CON MAYOR INCIDENCIA NEGATIVA EN LA INFLACIÓN

	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Cebolla entera	-0,09	-0,10	-0,02	-0,01		
Lechuga	-0,03	-0,01				
Azúcar granulado	-0,02			-0,02	-0,01	
Arroz	-0,02			-0,01		
Servicio de telefonía local y nacional	-0,01					
Arveja		-0,02				-0,01
Servicio de transporte interdepartamental		-0,01				
Locoto		-0,01			-0,01	
Pollo entero			-0,08	-0,05	-0,02	-0,07
Queso criollo			-0,03			-0,02
Presas de pollo			-0,01		-0,01	
Haba			-0,01			
Tomate				-0,03	-0,07	
Papa						-0,04
Zanahoria						-0,04
Incidencia de los 5 productos menos inflacionarios	-0,16	-0,14	-0,15	-0,11	-0,11	-0,18
Inflación mensual	0,53	0,38	0,30	0,47	0,32	0,49

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

El alquiler de vivienda fue el ítem del IPC que se situó entre los artículos más inflacionarios con mayor recurrencia, lo hizo en cinco meses del período. Una mayor demanda por espacios habitacionales, muchos de ellos en alquiler, podría explicar el incremento de alquileres observado en el semestre.

Por otra parte, al interior del conjunto de ítems con mayor incidencia negativa en la inflación, se advierte también una presencia mayoritaria de bienes alimenticios. Ocho de ellos (tomate, pollo entero, azúcar granulado, arveja, cebolla entera, papa, queso criollo y zanahoria) en determinados meses fueron parte de los productos con mayor incidencia positiva, reflejando

el patrón estacional al que se hacía referencia anteriormente (Cuadro II.4).¹⁶

La cebolla entera, el azúcar granulado y el pollo entero tuvieron una alta incidencia negativa en un mayor número de meses del semestre. La corrección de los desequilibrios entre oferta y demanda, normalizaron el aprovisionamiento de estos bienes en los centros de abasto, lo que permitió que sus precios se ajusten, contribuyendo a mitigar la inflación. Como se analizará más adelante cuando se examine la inflación de alimentos, en el caso del azúcar los desajustes fueron sumamente significativos, transmitiéndose a otros productos del IPC.

II.4 INFLACIÓN POR CIUDADES

La configuración regional de la variación de precios reflejó también menores niveles de inflación en todas las ciudades en el segundo semestre en comparación al primero. Entre julio y diciembre, las capitales con mayor inflación acumulada fueron Tarija (2,94%), Cochabamba (2,90%) y La Paz (2,79%) respectivamente, siendo éstas las ciudades que, junto a Sucre y Oruro, superaron la media nacional.

Por otra parte, Cobija (1,63%) y Trinidad (1,52%) tuvieron las menores tasas de inflación acumulada. Al parecer, el proceso de ajuste de precios fue más pronunciado en el caso de Cobija ya que pasó de ser la ciudad con mayor inflación en el primer semestre a una de las que tuvo menor variación de precios en la segunda mitad de la gestión. No obstante, el ajuste no pudo compensar los resultados de la primera parte del año que llevaron a esta capital a registrar la mayor inflación regional en 2011 (Cuadro II.5).

En Tarija, la capital con mayores presiones inflacionarias en el segundo semestre, sus resultados respondieron particularmente al fuerte incremento de precios en el mes de septiembre (1,37%). Alimentos como el tomate, la papa y el almuerzo consumido fuera del hogar, tuvieron la mayor incidencia positiva sobre la inflación de la región en este mes.

CUADRO II.5: INFLACIÓN POR CIUDADES
(Variaciones acumuladas por período, en porcentajes)

	2010			2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Bolivia	0,4	6,7	7,2	4,3	2,5	6,9
Sucre	-0,1	7,9	7,8	3,5	2,7	6,4
La Paz	0,2	6,8	7,0	4,7	2,8	7,7
Cochabamba	-0,2	7,5	7,4	3,3	2,9	6,3
Oruro	-0,4	8,1	7,7	4,8	2,6	7,6
Potosí	-0,4	7,8	7,3	5,5	2,2	7,8
Tarija	-0,6	7,7	7,1	6,2	2,9	9,4
Santa Cruz	1,2	6,2	7,5	4,1	2,2	6,4
Trinidad	0,4	3,3	3,7	3,7	1,5	5,3
Cobija	0,8	5,1	6,0	7,7	1,6	9,5

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

¹⁶ Por ejemplo, el tomate entre julio y septiembre, además de diciembre, fue uno de los productos con mayor incidencia positiva sobre la inflación, en tanto que en octubre y noviembre fue uno de los que tuvo mayor incidencia negativa.

Por su parte, en Trinidad las menores tasas de inflación mensual, iguales a 0,08% y 0,07%, se observaron en septiembre y noviembre respectivamente. Las reducciones de precios de alimentos fueron relevantes para la moderación de la inflación regional en esos meses; más específicamente, fueron la arveja, la cebolla, la leche natural y el queso criollo los productos que tuvieron mayor incidencia negativa sobre la inflación de la localidad.

En el contexto nacional, la incidencia sobre la inflación por parte de la ciudad con mayor variación de precios fue acotada, reflejando su baja ponderación en la estructura de gasto nacional inherente a la construcción del IPC. La mayor incidencia positiva correspondió a las capitales del eje troncal (Santa Cruz, La Paz y Cochabamba) que tuvieron, en promedio, una participación en la inflación nacional cercana al 84% durante el segundo semestre de 2011, en virtud a su alta ponderación al interior de la cesta del IPC (Gráfico II.9).

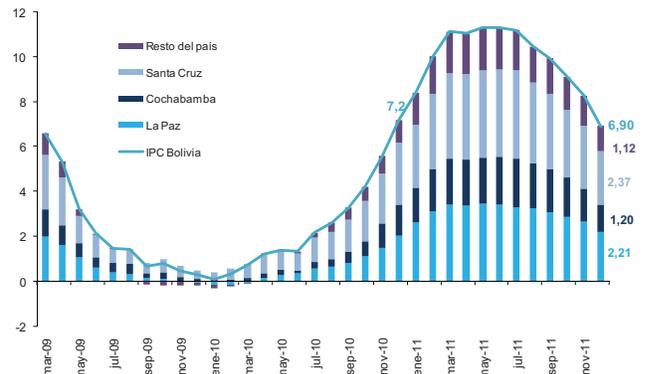
II.5 INDICADORES COMPLEMENTARIOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS

El BCB realiza un seguimiento a otros indicadores que proporcionan señales adicionales sobre el comportamiento de los precios en sectores específicos de la economía nacional; además, en función a las diferentes interacciones existentes, su evolución tiende a reflejarse eventualmente en la trayectoria del IPC y de la inflación. Entre estos indicadores se encuentran el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM), el Índice de Costos de la Construcción (ICC) y el Índice de Actividades Remuneradas (IPC-REM).

II.5.1 Precios al productor industrial manufacturero

El IPPIM cuantifica la evolución de los costos de insumos empleados en actividades productivas y de comercialización de la industria manufacturera. La cotización de los insumos incide en los costos industriales, lo que a su vez influye en los precios finales de un subconjunto de artículos del IPC. Esta influencia tiene lugar con cierto rezago, cuya extensión

GRÁFICO II.9: INCIDENCIA DE LA INFLACIÓN POR CIUDADES (Incidencia sobre la variación anual, en puntos porcentuales)

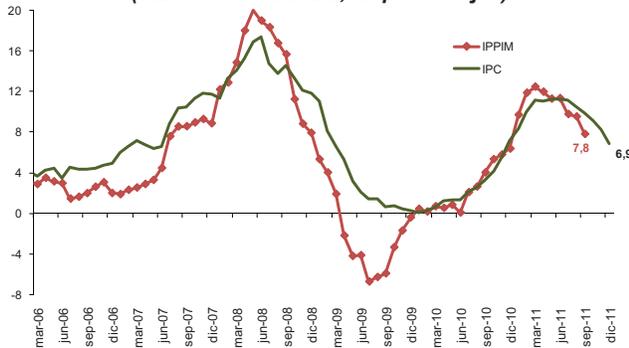


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

varía dependiendo de la naturaleza específica de la industria y sus productos.¹⁷

Luego de obtener un crecimiento interanual de 12,5% en marzo de 2011, el ritmo de variación del IPPIM registró un descenso sistemático el resto del año, alcanzando a septiembre una tasa de 7,8% (Gráfico II.10). Las disminuciones fueron más pronunciadas en los casos de los productores de alimentos, especialmente en el envasado y conservación de frutas y legumbres, la fabricación de productos de panadería y molinería y la fabricación y refinación del azúcar. Es oportuno señalar que el descenso en la variación del IPPIM observado desde marzo precedió a la reducción de la inflación total, denotando la contribución de la moderación de los costos industriales a la reducción de los precios al consumidor.

GRÁFICO II.10: ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO E IPC^{1/}
(Variación interanual, en porcentajes)

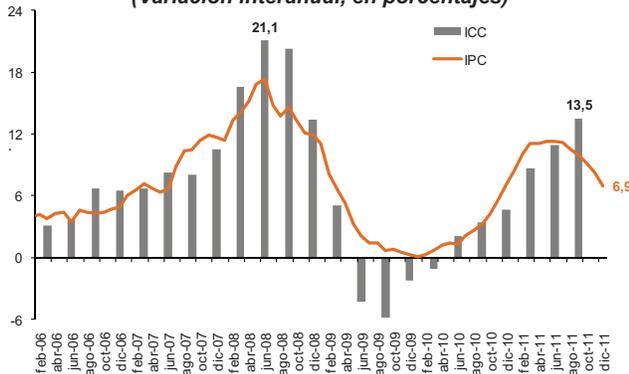


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} La última información disponible del IPPIM corresponde a septiembre de 2011

II.5.2 Índice de costos de la construcción

El ICC es un indicador que captura el comportamiento de los precios de los insumos más importantes para la actividad de construcción, abarcando tanto los costos de mano de obra como el de los materiales empleados. El Índice engloba los costos incurridos en la edificación de residencias urbanas, edificios no residenciales y otras obras de infraestructura. Al igual que en el caso del IPPIM, los productos incluidos en el ICC guardan relación con un subconjunto de bienes y servicios del IPC, cuya presencia es común a ambos Índices (específicamente el cemento, ladrillos, pintura y servicios de albañilería).¹⁸

GRÁFICO II.11: IPC E ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN
(Variación interanual, en porcentajes)



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

Al tercer trimestre de 2011 el ICC continuó reflejando una tendencia creciente, iniciada en la segunda mitad de 2010, alcanzando una tasa de variación interanual de 13,5% (Gráfico II.11). Este comportamiento se contrapuso al descenso de la inflación total. No obstante, cabe acotar que el incremento de costos de construcción denotado en el Índice fue menor al que se experimentó a mediados de 2008.

¹⁷ Entre las actividades industriales que influyen en los precios finales de los artículos de consumo del IPC se tienen: la matanza de ganado y preparación de carne, la fabricación de productos lácteos, la producción de aceites comestibles y la molienda, entre otros.

¹⁸ Es importante anotar que el ICC tiene una periodicidad trimestral y su cobertura geográfica abarca a las ciudades de La Paz, El Alto, Santa Cruz y Cochabamba. La última información disponible para la elaboración del presente IPM corresponde a septiembre de 2011.

Al diferenciar los tipos de edificación, se observa que fue en la construcción de edificios residenciales urbanos donde se tuvo un mayor crecimiento del Índice, equivalente a 14,1%. En la construcción de edificios no residenciales y de otras obras de infraestructura se registró una variación anual de costos igual a 13,4% y 13,1%, respectivamente. El mayor incremento se dio en las ciudades de La Paz (14,8%) y El Alto (14,6%).

Ambos hechos, mayores costos en residencias urbanas y localizados especialmente en La Paz, respondieron a la dinámica de la construcción, especialmente de edificios de departamentos, que se incrementó significativamente en esta ciudad en 2011. Este desempeño generó una creciente demanda por insumos de construcción, sesgando al alza sus precios. Una muestra general de la dinámica del mercado de la construcción puede obtenerse al advertir el crecimiento de esta actividad en Bolivia, que alcanzó tasas de 8,2% y 6,3% en el primer y segundo trimestre de 2011.

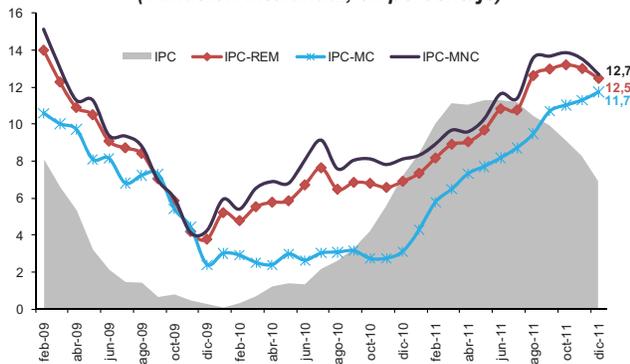
Finalmente, en términos de los tipos de insumos cabe puntualizar que en las ciudades del eje troncal los mayores incrementos se registraron en los materiales y no así en las remuneraciones a los trabajadores. En el caso de los materiales, la variación más significativa de precios correspondió a los productos de madera (puertas y madera de construcción), en virtud a la introducción de una normativa que generó distorsiones transitorias en la oferta de este producto, tema mencionado en un apartado anterior.

II.5.3 Índice de precios de actividades remuneradas

El BCB, sobre la base de componentes de servicios personales del IPC, elabora tres indicadores de precios de actividades remuneradas: i) el Índice de precios de mano de obra calificada (IPC-MC), que incluye actividades como las consultas médicas; ii) el Índice de precios de mano de obra no calificada (IPC-MNC), que contempla remuneraciones a servicios como el de las empleadas domésticas; y iii) el IPC-REM que agrupa a los dos anteriores y refleja la evolución general de los precios de las actividades remuneradas.

La variación interanual del IPC-REM, que había tendido a incrementarse en el año, inició su

GRÁFICO II.12: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS
(Variación interanual, en porcentaje)



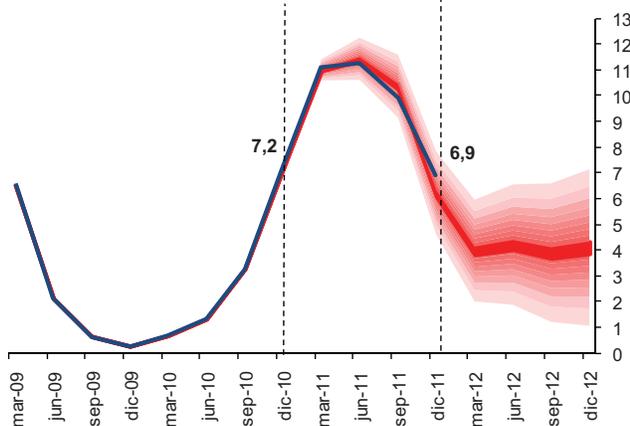
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

estabilización a partir de septiembre hasta alcanzar en diciembre (luego de descender dos meses consecutivos) una tasa de 12,5% (Gráfico II.12). La evolución del IPC-REM en el segundo semestre de 2011 fue un resultado del comportamiento diferenciado de sus componentes.

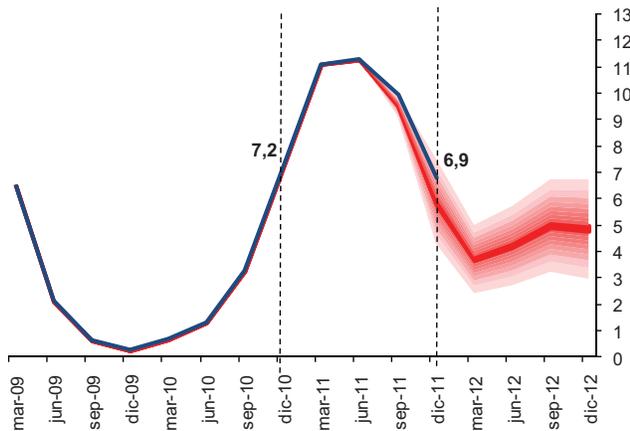
Por una parte, la variación del IPC-MC siguió registrando incrementos, aunque a un ritmo más moderado que el del primer semestre del año, anotando un crecimiento de 11,7% al cierre de gestión. El incremento de costos de servicios médicos fue uno de los más significativos dentro este segmento de mano de obra calificada. Al respecto, una creciente demanda en el mercado de servicios de salud habría sido uno de los factores asociados al alza de precios observada.

Por su parte, el IPC-MNC que denotó una mayor aceleración en su crecimiento en la primera parte del año, tendió a mantenerse estable entre agosto y noviembre (oscilando alrededor de una tasa de 13,5%) para luego descender a 12,7% en diciembre. Al interior del segmento de mano de obra no calificada, fue importante el descenso de la inflación en las actividades de lavanderas, servicios de lustrado de calzados y lavado de vehículos, entre otros.

GRÁFICO II.13: EVOLUCIÓN DEL IPC OBSERVADO Y PROYECTADO
(Variación anual, en porcentaje)
a) IPM de enero de 2011



b) IPM de julio de 2011



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: La línea azul denota la trayectoria observada de la inflación. El área de color rojo refleja la proyección efectuada en los IPM de enero y de julio de 2011

II.6 FACTORES QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En el segundo semestre de 2011, la tasa de variación del IPC siguió una trayectoria estrechamente acorde con lo previsto en los IPM de enero y de julio de 2011 (Gráfico II.13). La evolución de la inflación estuvo relacionada con tres factores mencionados en la primera parte del capítulo que, a continuación, se analizan en profundidad.

II.6.1 Mitigación de presiones inflacionarias externas

Las presiones inflacionarias de origen externo fueron uno de los principales determinantes de la inflación en Bolivia, especialmente entre junio de 2010 y marzo de 2011. En la medida que estas presiones menguaron, la inflación doméstica pudo comenzar su estabilización y consolidar su reducción en el segundo semestre del año.

Los indicadores de inflación transable y no transable reflejan la eventual reducción de las presiones externas sobre los precios domésticos.¹⁹ En efecto, la inflación interanual de bienes transables registró un descenso sostenido a partir de mayo y desde el mes de agosto se situó consistentemente por debajo de la inflación no transable y de la inflación total. Al cierre de 2011 la variación de precios de bienes transables alcanzó una tasa de 6,7% (Gráfico II.14).

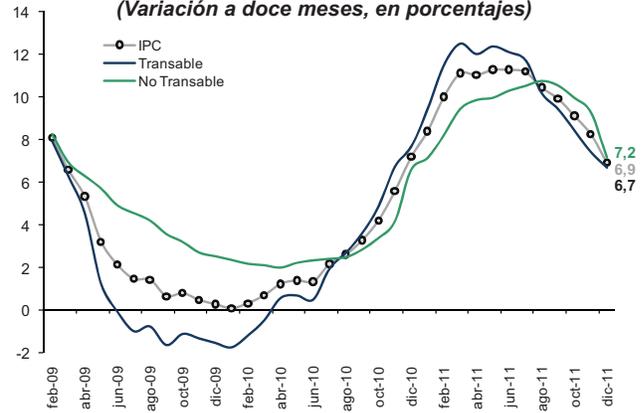
Las presiones inflacionarias externas tuvieron origen, en esencia, en los *shocks* de precios internacionales de energía y alimentos. La moderación de sus cotizaciones en los mercados internacionales en el segundo semestre de 2011, mitigó estas presiones foráneas sobre la inflación en Bolivia.

En primer lugar, la variación de precios internacionales de la energía se redujo significativamente a partir de agosto, a contramano de la tendencia creciente observada hasta entonces. En diciembre la variación interanual de precios fue de 17,4%, cerca de 26pp menor al máximo alcanzado el mes de julio (43,8%; Gráfico II.15). Debe tenerse presente el carácter estratégico de la energía, cuyas fluctuaciones de precios afectan de modo indirecto aunque significativo a los precios de otros bienes, dada su condición de importante insumo productivo. Las variaciones de precios de estos bienes finales son las que, a su turno, se transmiten a la economía boliviana.

Por otra parte y luego de pequeñas oscilaciones transitorias, los precios internacionales de alimentos ingresaron en una fase descendente en el segundo semestre de 2011, caída que se moderó ligeramente hacia finales del año. Es importante enfatizar que si bien los precios de los alimentos tendieron a reducirse, aún persistieron en niveles elevados superiores a los de los años previos (Gráfico II.16).

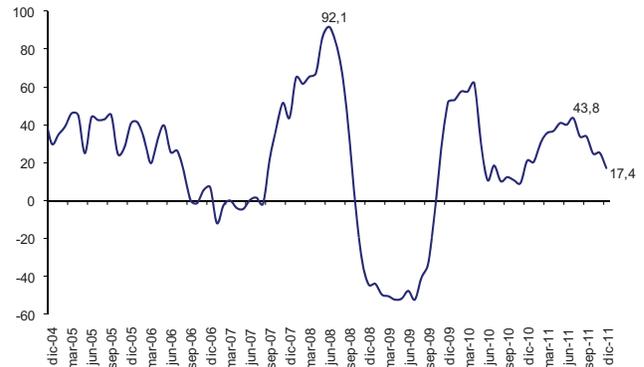
El ascenso y posterior retroceso de los precios internacionales tuvo una magnitud mayor en el caso del azúcar. La normalización de sus precios en los últimos meses fue ocasionada por perspectivas

GRÁFICO II.14: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD
(Variación a doce meses, en porcentajes)



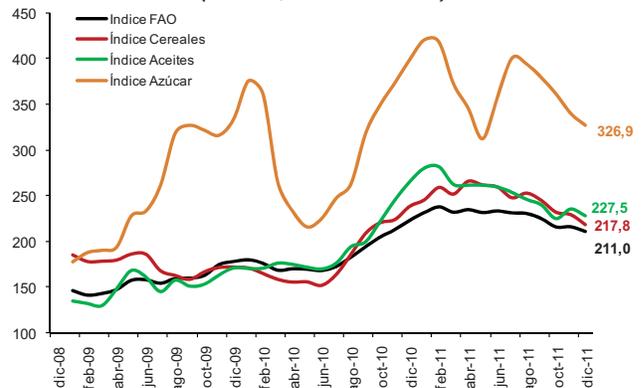
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.15: ÍNDICE DE COTIZACIONES INTERNACIONALES DE ENERGÍA
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

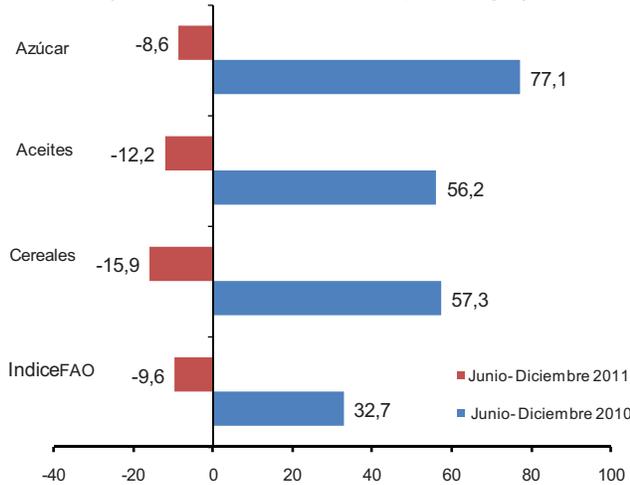
GRÁFICO II.16: ÍNDICE DE PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS DE LA FAO SEGÚN SU TIPO
(Índices, 2002-2004=100)



FUENTE: Food and Agriculture Organization
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: El Índice FAO corresponde al índice de precios de alimentos total elaborado por la FAO. El resto de índices del gráfico, corresponde a subíndices del primero según su tipo

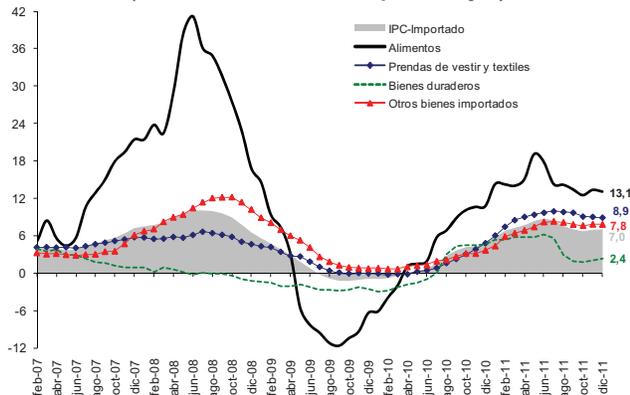
¹⁹ Un bien transable es aquel susceptible de ser comercializado internacionalmente, aunque no implica necesariamente que dicha transacción sea efectivamente concretada. En contraste, los bienes no transables no se comercializan fuera de la economía donde se producen. Ejemplos de bienes no transables son algunos tipos de servicios (luz, agua, recojo de basura, corte de cabello, etc.).

GRÁFICO II.17: VARIACIONES DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS SEGÚN SU TIPO
(Variaciones semestrales, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.18: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS^{1/}
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Los ítems que se muestran en el gráfico corresponden sólo a productos importados del IPC

favorables sobre las cosechas en países europeos, Tailandia, India y Rusia. En estas dos últimas regiones, el anuncio de intenciones de exportación generó presiones adicionales a la baja en los precios globales del endulzante.

En los cereales se verificó igualmente una reducción de su costo, de forma continua desde septiembre. Para el efecto, la caída de las cotizaciones de maíz, trigo y arroz fue de trascendencia. En el caso de los aceites y grasas, la tendencia de sus precios fue decreciente, con la excepción de un leve repunte en noviembre. La expectativa de una mayor producción de aceite vegetal y del incremento de *stocks* de aceite de girasol y palma, junto a una moderada demanda internacional de oleaginosas, explican el ajuste a la baja en los precios de este grupo de alimentos.²⁰

La caracterización de la segunda mitad de 2011 como un período de mitigación de las presiones externas en los mercados de alimentos es claramente ilustrada cuando se la compara con similar período del año anterior. En el segundo semestre de 2010, los incrementos acumulados de precios fueron generalizados y superiores al 50% en el caso del azúcar, aceite y cereales. En contraste, entre julio y diciembre de 2011 tuvieron lugar más bien reducciones de los costos de los productos mencionados, aunque en una escala más moderada que implicó sólo una corrección parcial de los precios globales (Gráfico II.17).

El alza de precios internacionales de alimentos tuvo efectos importantes en la economía boliviana, aspecto que se dilucida al examinar la inflación importada según sus componentes. Los alimentos fueron los bienes importados que tuvieron mayor alza en su inflación hasta mediados de 2011. Ésta descendió gradualmente desde junio, en línea con la tendencia a la baja de los mercados globales, y luego de moderadas fluctuaciones alcanzó en diciembre una tasa de 13,1%, 6pp menor al máximo verificado en mayo de 2011 (Gráfico II.18).

El acotado repunte de la inflación importada en noviembre y diciembre respondió, por una parte, a los paros cívicos en Oruro y Potosí que redujeron el transporte de mercancías y los flujos comerciales en

²⁰ FAO (2011). *Global Food Price Monitor*. Diciembre de 2011.

estas importantes localidades fronterizas (afectando la importación de bienes) y, por otra, a la presencia con mayor fuerza de factores estacionales inherentes al período de referencia (p.e. un mayor consumo de bienes de origen importado por las fiestas de fin de año).

Los bienes duraderos fueron otro segmento de productos importados que tuvieron un rápido descenso en su inflación, estabilizándose para luego incrementarse muy levemente en los últimos meses del año. En este caso, al igual que en lo que concierne a los alimentos importados, fueron destacables los efectos de la política cambiaria que permitieron, en su conjunto, la mitigación de la inflación importada. Las variaciones de precios de las importaciones de prendas de vestir y textiles y la de otros bienes importados se moderaron de un modo menos pronunciado.

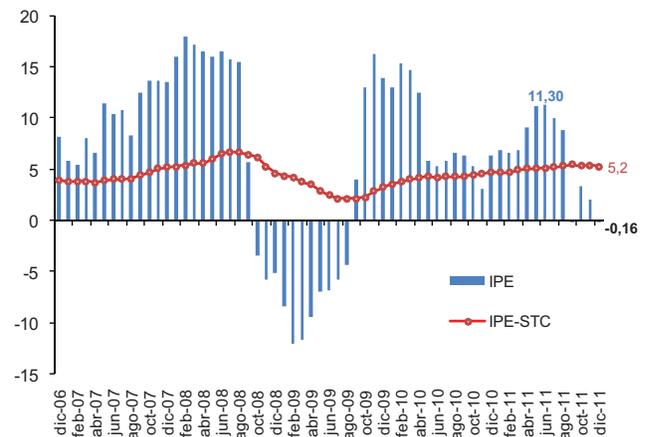
Finalmente, para determinar con mayor precisión la atenuación de los *shocks* internacionales, es oportuno emplear el Índice de Precios Externos relevante para la economía boliviana (IPE). Éste es un promedio ponderado de la inflación de los principales socios comerciales de Bolivia, que combina tanto las variaciones de precios de estos países, como el efecto de las variaciones cambiarias de sus monedas en los precios de las importaciones nacionales. Los datos del IPE corroboran el descenso de las presiones inflacionarias externas en el segundo semestre del año. Las variaciones a doce meses del Índice pasaron de un máximo de 11,3% en junio a cifras negativas de 0,16% en diciembre de 2011 (Gráfico II.19).

Es importante anotar que el descenso del Índice de Precios Externos una vez que se dejan de lado los efectos de las variaciones cambiarias (IPE-STC), fue más moderado que el del IPE total durante el segundo semestre de 2011. Lo anterior refleja los efectos relevantes de la depreciación de las monedas de los socios comerciales (especialmente de Brasil) en la moderación de las presiones inflacionarias externas sobre la economía boliviana.

II.6.2 Políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno de alimentos

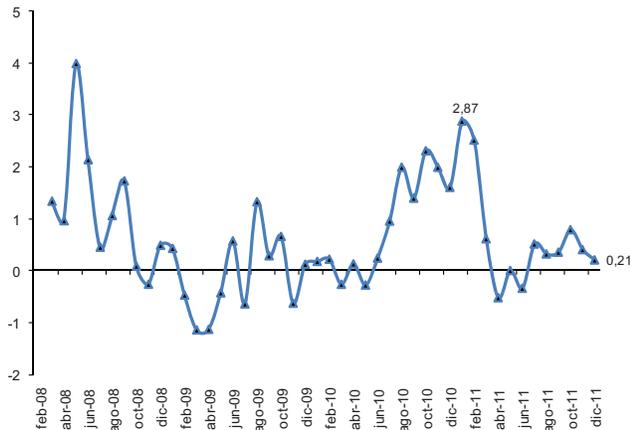
Como fuera mencionado en ediciones anteriores del IPM, la inflación de alimentos tuvo causales internas y externas a la economía boliviana. A los *shocks* internacionales se añadieron reducciones en la oferta

GRÁFICO II.19: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación a doce meses, en porcentajes)



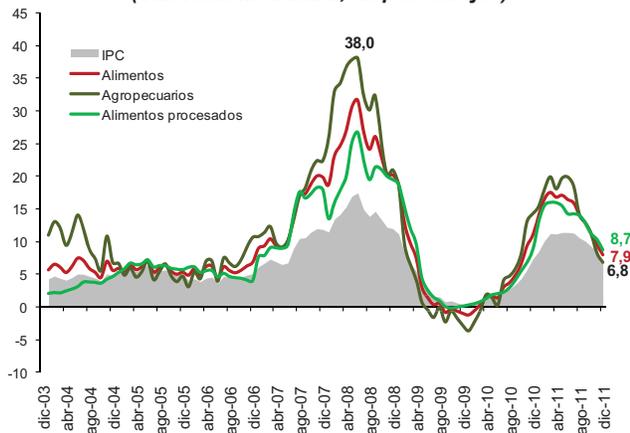
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia - Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPE es el Índice de Precios Externos relevantes para Bolivia
IPE-STC es el Índice de Precios Externos relevantes para Bolivia que no considera los movimientos cambiarios

GRÁFICO II.20: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS
(Variación mensual, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.21: IPC AGROPECUARIO Y DE ALIMENTOS PROCESADOS
(Variación interanual, en porcentajes)



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

doméstica agropecuaria por factores climáticos adversos y distorsiones en el proceso de comercialización (especulación, contrabando, etc.).

En virtud a la mitigación y eventual reversión de los efectos de dichos *shocks*, la inflación alimentaria registró un cambio en su tendencia en abril y descendió consecutivamente desde junio. Al respecto, fue primordial el buen desempeño de la producción nacional en el año agrícola 2010/2011, que incrementó la oferta doméstica de alimentos y respondió, en gran medida, a las políticas de estímulo implementadas por el Gobierno Nacional. La mayor oferta sectorial agropecuaria, junto a otras medidas gubernamentales, permitieron normalizar el abastecimiento de alimentos en el mercado interno y moderar las presiones inflacionarias originadas en este rubro.

La atenuación de la inflación alimentaria puede observarse en el comportamiento de su tasa mensual. Luego de alcanzar un máximo de 2,9% en enero, las variaciones tendieron a reducirse, alcanzando incluso cifras negativas entre abril y junio. En el segundo semestre, la inflación mensual de alimentos se mantuvo en niveles bajos con relación a los de similar período de 2010. En efecto, la inflación mensual promedio en el segundo semestre de 2011 fue de sólo 0,4%, en contraposición al promedio de 1,7% correspondiente a 2010 (Gráfico II.20).

Los precios de los alimentos agropecuarios redujeron su ritmo de variación más pronunciadamente. En efecto, sólo en el segundo semestre de 2011 la inflación agropecuaria disminuyó en cerca de 13pp, registrando una tasa interanual de 6,8% al cierre de gestión. Debe recordarse la mayor volatilidad de los precios de este tipo de bienes, dada la condición perecedera de muchos de ellos. Por su parte, los precios de los alimentos procesados, que habían mitigado su ritmo de crecimiento desde abril, profundizaron dicha tendencia en el segundo semestre hasta alcanzar una tasa de 8,7% en diciembre, ligeramente superior a la inflación agropecuaria y la inflación total (Gráfico II.21).

Al clasificarse los alimentos sobre la base de subíndices del IPC, pudo identificarse con mayor precisión los productos que tuvieron mayor variación de precios.²¹

²¹ La construcción de los subíndices se realizó sobre la base de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidades (CCIF) de la División de Estadística de las Naciones Unidas.

El azúcar junto a otros productos endulzantes tuvieron el mayor incremento y el descenso más pronunciado de precios en 2011. Su inflación a doce meses alcanzó a 87,3% en marzo, a 47,4% en agosto y, finalmente, a 12,5% en diciembre de 2011 (Gráfico II.22).

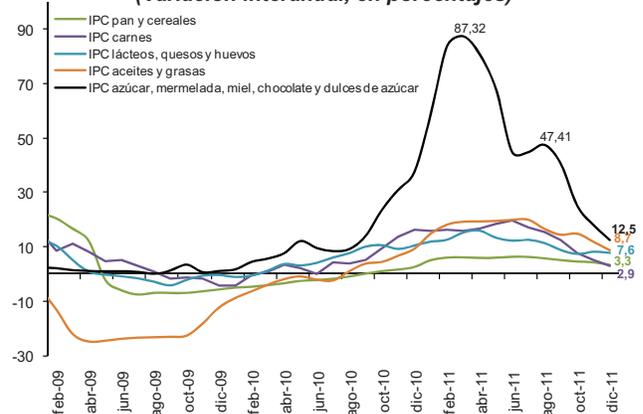
La buena producción de caña de azúcar y su posterior industrialización por parte de los ingenios, permitió obtener una producción cercana a 10 millones de quintales (qq) en la zafra 2011. Esta cifra, al superar la demanda nacional (alrededor de 7,5 millones de qq), permitió que el abastecimiento del producto se regularice en el mercado local, especialmente en el segundo semestre del año, y que sus precios tiendan a normalizarse distanciándose del escenario de escasez y especulación imperante a finales de 2010 e inicios de 2011. Es más y como fuera indicado, en los meses de julio, octubre y noviembre, el azúcar fue uno de los productos con mayor incidencia negativa sobre la inflación.

Las acciones de financiamiento (otorgación de créditos sectoriales) y coordinación con los productores por parte del Órgano Ejecutivo, aportaron significativamente al logro de los resultados obtenidos. Fueron igualmente relevantes el diferimiento hasta el 31 de agosto de 2011 para la aplicación del Gravamen Arancelario (GA) de 0% para la importación de azúcar, así como la suspensión excepcional y temporal de la exportación de azúcar y caña de azúcar, medidas que incrementaron el abastecimiento interno de este alimento.

Ante la mejora de los volúmenes de producción en 2011 se generaron excedentes susceptibles de exportación. Una vez que las autoridades aseguraron el abastecimiento del endulzante en el mercado interno, se autorizó en diciembre la exportación de 650.000 quintales del producto a los industriales azucareros. Esta medida contribuyó a complementar los márgenes de ingresos de los productores (evitando generar desincentivos a la producción futura de azúcar) y refleja el diálogo existente entre las Autoridades y los agentes productivos del sector.

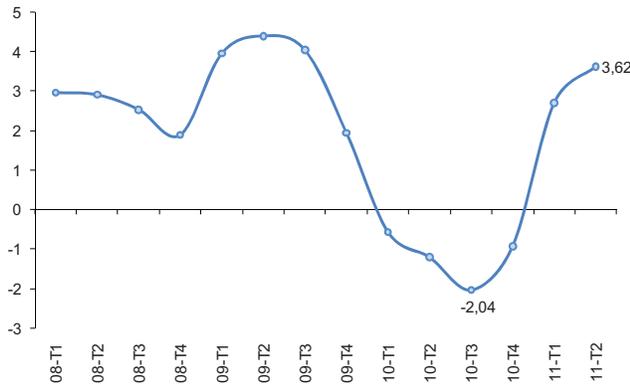
Por su parte, la inflación del subgrupo pan y cereales no sufrió un incremento significativo (a diferencia del período 2007/2008, cuando alcanzó una variación interanual de 47,6% en junio de 2008), reduciéndose suavemente desde agosto. Al interior de este conjunto,

GRÁFICO II.22: IPC DE ALIMENTOS SEGÚN SU TIPO
(Variación interanual, en porcentajes)



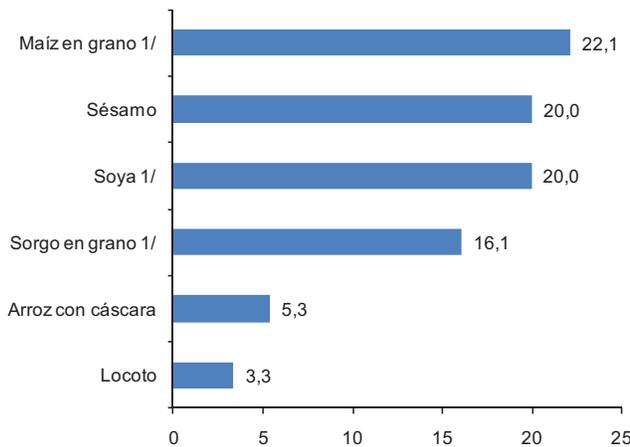
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.23: CRECIMIENTO DEL PIB AGROPECUARIO
(Variación a cuatro trimestres. en porcentajes)



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

GRÁFICO II.24: VARIACIÓN DEL VOLUMEN DE PRODUCCIÓN
RESPECTO AL AÑO ANTERIOR - AÑO AGRÍCOLA 2010-2011
(En porcentajes)



FUENTE: Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: 1/ Incluye Campaña de Invierno anterior

los productos que registraron la mayor reducción acumulada de precios en el segundo semestre de 2011 fueron el arroz (2,4%) y la harina de maíz (2,4%). El crecimiento de la producción nacional de maíz y arroz en la campaña agrícola 2010/2011, del orden de 22,1% y 5,3%, respectivamente; fue importante para la reversión de los precios de los ítems señalados.

A su turno, la inflación del grupo alimentario de carnes tuvo una reducción acelerada al pasar de 19,5% a 2,9% entre junio y diciembre de 2011. El pollo entero y las presas de pollo tuvieron la mayor disminución acumulada de precios en dicho periodo, igual a 7,7% y 2,7%, respectivamente. La mayor disponibilidad de maíz aludida con anterioridad, en tanto redujo los costos operativos de los avicultores, permitió un descenso del precio de esta carne aviar. Una excesiva oferta del producto también influyó en el comportamiento decreciente de sus precios.

Como fue indicado, el desempeño productivo agropecuario (junto a la mitigación de presiones externas) tuvo un importante rol en el descenso de la inflación de alimentos. La producción sectorial se recuperó favorablemente en 2011 registrando tasas positivas de crecimiento del PIB, a diferencia de 2010 donde sólo se anotaron tasas negativas de variación del producto. Al segundo trimestre de 2011, la tasa de crecimiento del PIB agropecuario fue de 3,6%, la mayor desde el tercer trimestre de 2009 (Gráfico II.23). La menor recurrencia de eventos climáticos adversos y las acciones de apoyo a la producción sectorial, entre otros factores, explican los niveles de crecimiento obtenidos.

Una muestra más específica de la recuperación sectorial corresponde al incremento de la superficie cultivada en el año agrícola 2010/2011, que habría alcanzado a 2,9 millones de hectáreas (Has), cerca de 20.000 Has adicionales respecto al año precedente.²² Con relación a los volúmenes, los rubros que registraron mayor incremento fueron el maíz, el sésamo, la soya, el sorgo, el arroz con cáscara y el locoto (Gráfico II.24).

Al margen de eventos estacionales, la recuperación del sector productor agrícola y pecuario en Bolivia permitiría que la inflación de alimentos mantenga su tendencia reciente, preservando su contribución a la

²² Datos preliminares del Instituto Nacional de Estadística.

reducción de los indicadores de inflación total en el corto plazo.

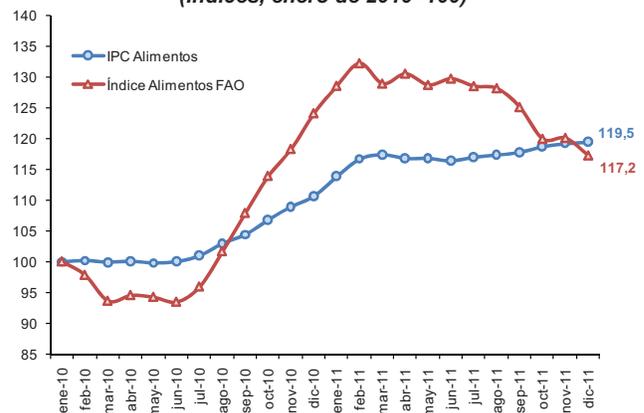
Una vez observados los resultados anteriores, es oportuno realizar mayores precisiones con relación a las diversas medidas desarrolladas por el Órgano Ejecutivo que coadyuvaron al control de la inflación, especialmente en el mercado de alimentos. Las políticas se implementaron tanto desde un enfoque de corto plazo (al aprovisionarse directamente a los consumidores) como desde una perspectiva de mediano y largo plazo (con acciones destinadas a la reducción de costos, incremento de la producción y mejora de los índices de productividad de los agricultores).

Complementariamente a las medidas señaladas, otra de las disposiciones implementadas fue la promulgación del Decreto Supremo N° 943, consistente en la liberación de aranceles para la importación de maquinaria e insumos para la agricultura. Además, se estableció un diferimiento del GA por un plazo de 5 años para varios otros insumos agrícolas (semillas, frutos, sal, etc.).

También fueron destacables las políticas de abastecimiento a familias y productores implementadas a través de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), entre las que se incluyeron el respaldo a la producción de soya, maíz, trigo y arroz y la dotación de harina a los panificadores a precios diferenciados. En el mismo sentido, corresponde remarcar la promulgación de la Ley de Revolución Productiva Comunitaria Agropecuaria, que establece diversas políticas y mecanismos de apoyo sectorial con el propósito de obtener la seguridad y soberanía alimentaria del país. Por su parte, se priorizaron créditos del Banco de Desarrollo Productivo (BDP) para la producción de alimentos. Este conjunto de medidas y otras detalladas en el capítulo IV del presente IPM, fueron relevantes para la mitigación de las presiones inflacionarias en 2011.

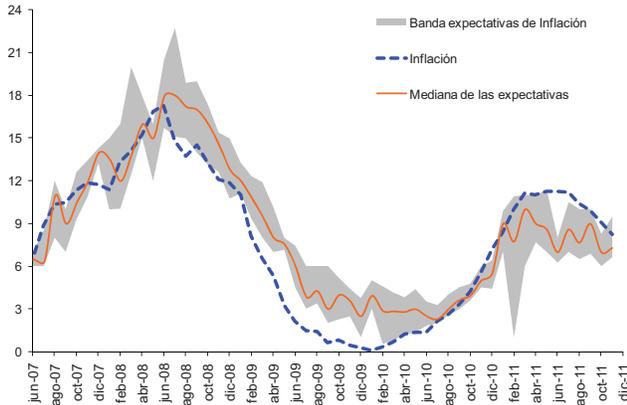
Como último punto del apartado, es importante ilustrar los efectos de los *shocks* internacionales sobre los índices de precios de alimentos domésticos. El Gráfico II.25 describe la relación entre el Índice de precios internacionales de alimentos de la FAO y el IPC local de alimentos. Puede observarse que la tendencia creciente de los precios internacionales precede al

GRÁFICO II.25: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS NACIONALES E INTERNACIONALES DE ALIMENTOS (Índices, enero de 2010=100)



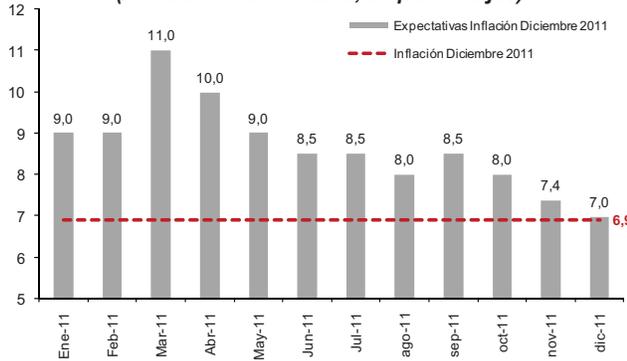
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Food and Agriculture Organization
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.26: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO^{1/}
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Corresponde a la pregunta de la EEE: ¿Cuál será la tasa de inflación dentro de un año?
 La banda muestra el rango entre el 25% y 75% de las respuestas ordenadas de menor a mayor

GRÁFICO II.27: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2011^{1/}
(Inflación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Se refiere a la pregunta de la EEE: ¿Cuál será la tasa de inflación a diciembre de 2011?
 La serie corresponde a la mediana de las expectativas de inflación para diciembre de 2011

alza doméstica, aportando indicios del modo en que se materializaron las presiones inflacionarias externas en los segmentos alimenticios del IPC nacional. No obstante, es oportuno puntualizar que se advierte una trayectoria más mesurada del Índice local de alimentos a comparación del Índice de la FAO. Dado el carácter general de ambos índices, la política cambiaria de apreciación de la moneda nacional explicaría parcialmente dicha diferencia.

II.6.3 Expectativas inflacionarias a la baja

En el primer trimestre de 2011 los *shocks* adversos a la economía nacional tuvieron fuertes repercusiones en las expectativas de los agentes, traduciéndose en una expansión inusitada de la demanda de determinados artículos, en particular alimentos, que fue aprovechada por prácticas especulativas.

En la medida que las presiones inflacionarias fueron mitigadas, debido al favorable contexto interno y externo y las medidas de política económica, las expectativas del público evolucionaron positivamente en línea con el entorno existente. Los agentes habrían internalizado los resultados exitosos de las medidas de control de la inflación del Órgano Ejecutivo y del BCB en su mecanismo de formación de expectativas.

Esto se verifica al observar los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas.²³ En efecto, la mediana de las expectativas de inflación anual, aunque con fluctuaciones, tendió a reducirse en el segundo semestre de 2011, situándose de modo consistente en márgenes inferiores a los de las tasas observadas de inflación y apartándose del valor máximo de 10% obtenido en marzo de 2011 (Gráfico II.26). En el mismo sentido, las expectativas mensuales sobre la inflación para el cierre de 2011 descendieron gradualmente y de modo continuo en el último trimestre del año (Gráfico II.27). La estabilización de las expectativas contribuyó a que se preserven los equilibrios entre la demanda y oferta en los mercados, al no generarse incrementos poco fundamentados en el patrón de consumo de la población. Esto fue de importancia para que la inflación no sea afectada por distorsiones a lo largo de su senda descendente en la segunda mitad de 2011.

²³ Encuesta llevada a cabo de forma mensual por el Banco Central de Bolivia. Ésta considera a una muestra de ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

III. Desempeño económico

La actividad económica nacional mostró un importante repunte, liderado por el buen desempeño de actividades no extractivas como el transporte, almacenamiento y comunicaciones, servicios financieros y la industria manufacturera, entre los más importantes. Entre las actividades extractivas, destacó la dinámica del sector de hidrocarburos por las mayores exportaciones de gas y la recuperación de la minería. Por el lado del gasto, el crecimiento continuó apuntalado por la demanda interna, impulsada por la dinámica del consumo privado, la inversión pública y el repunte de la inversión privada. El contexto externo favorable se tradujo en resultados positivos en la cuenta corriente y en la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos, y derivó en un nuevo récord de reservas internacionales de \$us12.019 millones a fines de diciembre.

El sistema financiero tuvo un desempeño positivo y continuó con su profundización, favoreciendo al crecimiento de la economía a través de la canalización del ahorro hacia la inversión. En este contexto, se alcanzó un nivel de crédito récord en la historia económica del país donde destacó el dinamismo de la cartera productiva, alentada por la reforma de encaje legal que introdujo mecanismos de incentivo para su colocación y varias medidas gubernamentales como la creación del Fondo de Garantía PROPYME UNIÓN y los recursos asignados al Banco de Desarrollo Productivo (BDP). Igualmente, los depósitos registraron incrementos importantes. Cabe destacar que las medidas adoptadas para incentivar el uso de la moneda nacional (MN) fueron efectivas, generando máximos históricos en los ratios de bolivianización de depósitos y créditos. Los indicadores de calidad de cartera, solvencia, eficiencia y liquidez continuaron mostrando un sistema financiero sólido y estable.

III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

Al tercer trimestre de 2011 el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento de 5,07%, 1,5pp superior al observado en igual período de 2010. Por actividad económica, destacó el buen comportamiento del sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones, establecimientos financieros y la industria manufacturera. Además, entre las actividades extractivas no renovables, el sector de hidrocarburos continuó creciendo y se evidenció un repunte de la minería. Por el lado del gasto, destacó la dinámica del consumo de bienes y servicios del público, el continuo aporte de la inversión pública con la perspectiva de incrementar aún más su impulso a finales del año, y el repunte de la inversión privada en la industria y la construcción residencial, resultado consistente con la mayor profundización del sistema financiero. El consumo público tuvo un aporte moderado en línea con la prudencia de la política fiscal.

III.1.1 Actividad económica

La actividad económica fue impulsada por varias actividades no extractivas, donde destacan los crecientes envíos de carga y el traslado de pasajeros a nivel interdepartamental, sobre todo por vía aérea, sumado al incremento del transporte de hidrocarburos por ductos, lo que dio como resultado un aumento de 6,02% del rubro transporte y comunicaciones con una incidencia de 0,67pp. También fue importante la dinámica de los servicios financieros, a las empresas y propiedad de la vivienda con un crecimiento de 5,53% y un aporte de 0,66pp al crecimiento global, avance que se debió principalmente al buen desempeño de las instituciones de ahorro y crédito. Al respecto, cabe destacar el avance en la producción secundaria, en especial del sistema bancario, y la mayor intermediación de fondos prestables (producción imputada)²⁴ del sector, reflejando la notable profundización del sistema financiero que se tradujo en incrementos importantes

²⁴ Según las cuentas nacionales, el valor de producción de los servicios financieros se contabiliza a partir de las siguientes actividades: Banca, Mutuales de Ahorro y Préstamo, Fondos Financieros Privados, otras instituciones financieras, y Compañías de Seguros. Estas se clasifican en: producción principal (que contabiliza los ingresos por comisiones y ganancias por operaciones de cambio), producción secundaria (ingresos por oficina jurídica, alquileres, asesoramiento y otros ingresos operativos), y producción imputada (intereses recibidos menos intereses pagados).

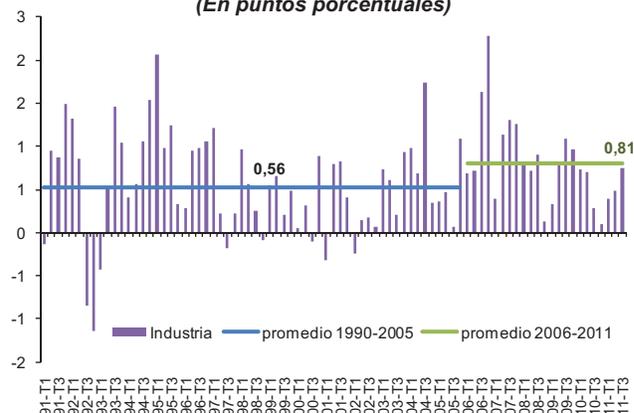
de depósitos y en un crecimiento de cartera no observado históricamente. Adicionalmente, la producción secundaria de las Compañías de Seguros también registró un avance significativo.

La industria manufacturera tuvo un aporte importante de 0,55pp al crecimiento acumulado, con un avance de 3,23%. Analizando los componentes de la actividad industrial se debe destacar en orden de importancia, la producción de alimentos, bebidas y tabaco, minerales no metálicos y refinados de petróleo. En el primer caso resaltan los productos cárnicos, los productos de panadería y la actividad cervecera, en el segundo la producción de cemento y otras piedras calizas para la construcción y en el último la gasolina. Cabe destacar que la industria manufacturera es un sector muy importante y el primero en magnitud al interior de la producción agregada nacional con una participación en el PIB del período 1988-2010 de 14,3%. En este sentido, la contribución del sector al crecimiento global de la actividad fue históricamente trascendente, especialmente en los últimos seis años. En efecto, entre 1991 y 2005 este sector contribuyó en promedio al crecimiento interanual del PIB con 0,56pp, cifra que aumentó en el período comprendido entre 2006 y el tercer trimestre de 2011, en el cual la industria aportó 0,81pp (Gráfico III.1).

Por su parte, los Servicios de la Administración Pública crecieron en 5,03% con una incidencia de 0,45pp, por operaciones destinadas principalmente a mejorar la calidad de vida y el bienestar de la población.

Asimismo, fue notoria la recuperación del sector agropecuario que mostró un incremento de 3,02%, con un aporte de 0,41pp al crecimiento global, luego de haber estado expuesto a efectos adversos de fenómenos climáticos en 2010. Las políticas del Órgano Ejecutivo de apoyo al acopio, riego y producción de productos agrícolas tuvieron un efecto importante en el mencionado repunte. En este marco, se evidenciaron aumentos destacables de productos industriales como la soya (y derivados), azúcar, arroz y otros; así como de productos agrícolas no industriales, entre ellos varios artículos alimenticios como cereales y sobre todo, verdura y fruta. Los productos pecuarios también tuvieron un desempeño positivo, destacando la crianza de pollos y vacunos para la provisión de carne. El resto de las actividades no extractivas mostraron incidencias similares a los años previos (Cuadro III.1).

GRÁFICO III.1: INCIDENCIA DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA EN EL CRECIMIENTO DEL PIB (En puntos porcentuales)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Cifras preliminares desde 2006

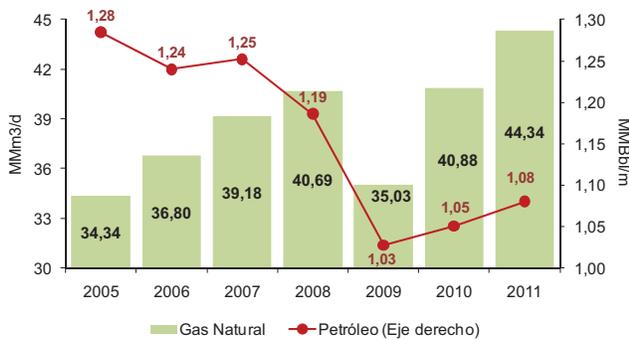
CUADRO III.1 CRECIMIENTO E INCIDENCIAS ACUMULADAS POR ACTIVIDAD ECONÓMICA (En porcentajes y puntos porcentuales)

	Crecimiento		Incidencias	
	T3-10 ^P	T3-11 ^P	T3-10 ^P	T3-11 ^P
PIB a precios de mercado	3,59	5,07	3,59	5,07
Impuestos Indirectos	4,84	14,04	0,42	1,24
PIB a precios básicos	3,47	4,21	3,17	3,83
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	-1,25	3,02	-0,18	0,41
Petróleo crudo y gas natural	9,94	7,91	0,56	0,47
Minerales metálicos y no metálicos	-3,31	4,18	-0,23	0,27
Industria manufacturera	3,34	3,23	0,57	0,55
Electricidad, gas y agua	6,51	7,64	0,12	0,15
Construcción	8,55	7,21	0,24	0,21
Comercio	4,12	3,41	0,35	0,29
Transporte y comunicaciones	6,99	6,02	0,76	0,67
Servicios financieros, a las empresas y propiedad de la vivienda	5,15	5,53	0,60	0,66
Servicios de la administración pública	4,03	5,03	0,36	0,45
Otros servicios	3,34	2,89	0,23	0,20
Servicios bancarios imputados	5,72	12,76	-0,21	-0,48
PIB pb actividades extractivas	2,66	5,98	0,33	0,74
PIB pb actividades no extractivas	3,59	3,93	2,83	3,10

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: (p) Cifras preliminares
 (pb) Precios básicos

Respecto a las actividades extractivas no renovables, el sector de hidrocarburos mostró un crecimiento de 7,91% con una contribución al PIB de 0,47pp. Se registraron mayores niveles de producción tanto de petróleo como de gas natural principalmente por la suscripción de la Adenda al contrato ENARSA con Argentina. En efecto, la producción de gas natural en 2011 alcanzó a 44,34 millones de metros cúbicos por día (MMm3/d), mayor en 3,46MMm3/d (8,46%) a la de similar periodo de 2010. Acorde con esta dinámica la producción de petróleo crudo y condensado se incrementó en 29,62Bbl/m, consistente con los continuos incrementos en la producción de líquidos registrados desde diciembre de 2010 (Gráfico III.2).

GRÁFICO III.2: PRODUCCIÓN PROMEDIO DE GAS NATURAL Y PETRÓLEO^{1/} AL MES DE DICIEMBRE DE CADA GESTIÓN (En MMm3/d) y MMBbl/m)



FUENTE: YPFB
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} La producción de petróleo no incluye la producción de gasolina natural

El destino principal del gas natural es el mercado externo, que determina finalmente la dinámica de la producción. Cabe destacar que a partir de mayo de 2010 las nominaciones realizadas por la Argentina cobraron mayor relevancia, hecho reforzado por la puesta en marcha del Gasoducto Internacional Juana Azurduy (GIJA) en junio de la presente gestión, lo que permitió exportar niveles superiores a los 10MMm3/d en varios períodos.

Por otra parte, destacó la mayor importancia del mercado interno. En efecto, en la gestión 2005 la relación entre la demanda interna de gas natural y la producción total oscilaba alrededor de 10%, este mismo ratio para la gestión 2011 se situó por encima del 16%. La dinámica del sector termoeléctrico y el desempeño del sector industrial, junto a los programas de intensificación de uso de gas natural en el mercado interno por parte del Órgano Ejecutivo - las conexiones de gas a domicilio y la conversión de vehículos a Gas Natural Vehicular (GNV) - fundamentan esta expansión.

Las cifras de comercio exterior en 2011,²⁵ dan cuenta de un incremento en el volumen exportado de gas

²⁵ Las exportaciones bolivianas de gas natural al Brasil y a la Argentina se cuantifican según el poder calorífico que tiene el hidrocarburo. Se exporta energía y ésta se mide en Unidades Térmicas Británicas (BTU), por sus iniciales en inglés. Las exportaciones a la Argentina se expresan a 60°F (Grados Fahrenheit) mientras que al Brasil a 68°F, estas diferencias imposibilitan la agregación de las exportaciones medidas en energía; por lo tanto, se realizan ajustes técnicos para la agregación de los volúmenes exportados.

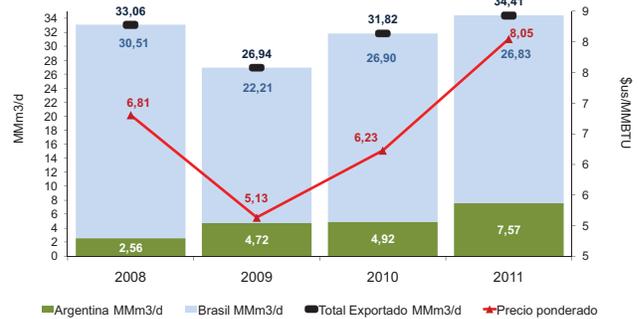
natural que alcanzó a 34,41MMm3/d, cuando en similar periodo de 2010 se exportó 31,82MMm3/d, es decir un incremento de 2,59MMm3/d (8,1%).²⁶ Este aumento se debe a la mayor demanda de gas natural por parte de la Argentina de 2,66MMm3/d superior respecto a 2010 (54% de incremento), tanto por la Adenda firmada como por el GIJA, como se mencionó. En contraste a esta dinámica, las nominaciones realizadas por el Brasil bajo el contrato GSA se contrajeron en 0,07MMm3/d (0,26%), comportamiento que refleja el bajo desempeño del sector industrial de la economía brasileña.²⁷

A pesar del desempeño del sector industrial brasileño, tanto la demanda interna de gas natural, las nominaciones realizadas por la Argentina, y los mejores precios de exportación, se tradujeron en mayores ingresos para la economía nacional. Al respecto, como se explicó en el capítulo I del presente IPM en 2011 el precio ponderado de exportación de gas natural promedió \$us8,05/MMBTU, nivel superior al observado en la gestión 2008 (Gráfico III.3).

Por su parte, el repunte de la minería (4,18%) se explica principalmente por el incremento en la producción de plomo, cobre y zinc, que contrarrestaron los retrocesos en antimonio, wólfram y plata (Gráfico III.4).

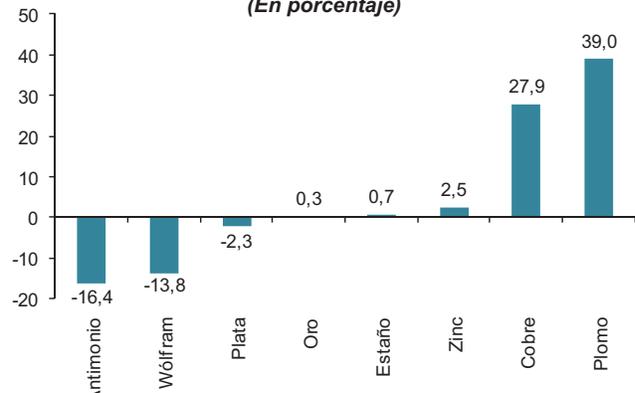
En suma, las actividades no extractivas aportaron al crecimiento económico con una incidencia de 3,10pp, mientras que el aporte de las actividades extractivas no renovables fue de 0,74pp que junto con la incidencia de impuestos indirectos (1,24pp) dieron como resultado el crecimiento global de 5,07% (Gráfico III.5).

GRÁFICO III.3: VOLUMEN Y PRECIO PONDERADO^{1/} DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL AL MES DE DICIEMBRE DE CADA GESTIÓN (En MMm3/d y \$us/MMBTU)



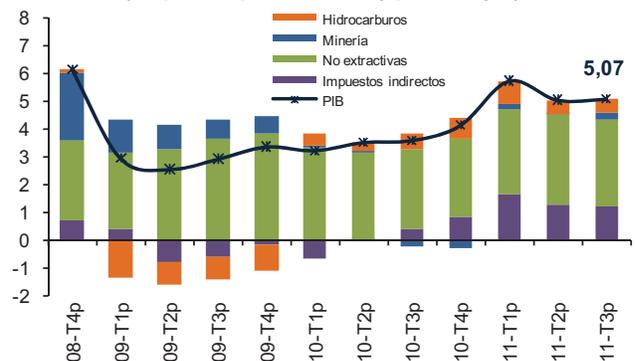
FUENTE: YPFB y Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} El precio es referencial, ya que no considera ningún ajuste que permita homogeneizar las diferencias en las nominaciones: en el contrato con el Brasil se expresan a 68°F base saturada y con la Argentina a 60°F base seca

GRÁFICO III.4: VARIACIÓN ANUAL DE LA PRODUCCIÓN FÍSICA DE MINERALES A SEPTIEMBRE DE 2011 (En porcentaje)



FUENTE: INE
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.5 INCIDENCIAS DE LAS ACTIVIDADES EXTRACTIVAS NO RENOVABLES Y NO EXTRACTIVAS EN LA VARIACIÓN ACUMULADA DEL PIB (En puntos porcentuales y porcentajes)

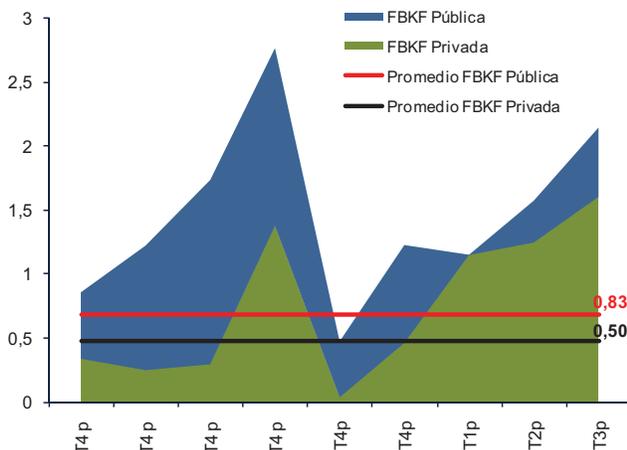


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (p) Cifras preliminares

²⁶ Estas cifras no consideran los volúmenes exportados bajo la denominación MTGAS (Gas Mato Grosso), que es un contrato interrumpible firmado con el Brasil e iniciado en el año 2001. Los volúmenes exportados bajo este amparo, entregados en San Matías, alcanzan el 0,03% del total comercializado según el contrato GSA, cuyo punto de entrega es el Mutún.

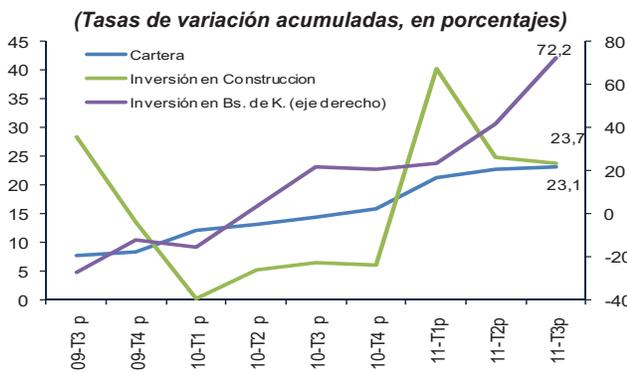
²⁷ Al mes de noviembre de 2011 el crecimiento anualizado del Índice de Producción Industrial creció en 0,4%.

GRÁFICO III.6: FBKF PÚBLICA Y PRIVADA
(Incidencias en la variación acumulada del PIB, en pp)



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

GRÁFICO III.7 INVERSIÓN PRIVADA Y CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO
(Tasas de variación acumuladas, en porcentajes)



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

CUADRO III.2: CRECIMIENTO E INCIDENCIAS ACUMULADAS POR TIPO DE GASTO
(En porcentajes y puntos porcentuales)

	Crecimiento		Incidencia	
	T3-10p	T3-11p	T3-10p	T3-11p
PIB	3,59	5,07	3,59	5,07
Consumo	3,55	4,83	2,84	3,85
Público	3,23	5,32	0,35	0,57
Privado	3,61	4,75	2,49	3,28
Inversión	2,83	22,74	0,51	4,05
Variación de existencias	-	-	-0,56	1,90
FBKF	7,63	14,76	1,07	2,15
Pública	9,45	6,80	0,71	0,54
Privada	5,51	24,41	0,36	1,61
Exportaciones netas	10,68	-117,04	0,24	-2,83
Exportaciones	10,86	1,96	3,27	0,63
Importaciones	10,88	11,64	3,02	3,46
Demanda interna	3,42	8,10	3,34	7,90

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

III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

Por tipo de gasto, el consumo privado mostró una dinámica destacable (4,75% de crecimiento), con un aporte al PIB de 3,28pp, que denota la mejora en los ingresos de los consumidores y la confianza en que éstos no son transitorios. Por su parte, la inversión pública continuó aportando de manera importante al crecimiento, tal como lo hizo en los años previos. En efecto, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) pública tuvo una incidencia promedio de 0,83pp desde 2005, superior a la privada que aportó con 0,50pp en promedio del mismo período (Gráfico III.6). Al respecto cabe señalar que el Presupuesto General del Estado (PGE) de 2011 establece un monto de inversión pública superior a \$us2,4 miles de millones, destinados a proyectos de infraestructura, sociales, en sectores productivos y otros. La misma es casi un tercio superior a la inversión pública de 2010 y se ejecutará con mayor impulso en la parte final del año, generando un mayor dinamismo de la actividad agregada.

También cabe notar el incremento de la inversión privada que registró una variación de 24,41% y una contribución al crecimiento de 1,61pp, producto de mayores erogaciones principalmente en la adquisición de bienes de capital industriales (maquinaria y equipo) y material de transporte para la agricultura. Por otro lado, también fue importante la inversión en construcción residencial aunque ésta mostró una moderación en el segundo trimestre de 2011. Es importante destacar que la relación entre el crédito del sistema financiero al sector privado y la inversión de este sector se vio fortalecida por las políticas económicas aplicadas por el MEFP, BCB y la ASFI, orientadas a dinamizar la intermediación financiera, en particular el financiamiento al sector productivo.²⁸ Asimismo, la solidez del sistema financiero y la mayor confianza de la población en el desempeño económico son factores que contribuyen también al dinamismo del sector productivo privado (Gráfico III.7).

Finalmente, el consumo público incrementó su incidencia y crecimiento en virtud a mayores compras de insumos para la provisión de servicios de salud, educación y seguridad que aumentaron en la presente gestión para beneficiar a la población mejorando el bienestar colectivo.

²⁸ Se debe resaltar el importante aumento de la cartera al sector productivo por parte del sistema financiero debido, entre otros factores, a las medidas implementadas para este propósito, las mismas que son analizadas en la sección III.3 del presente capítulo.

En síntesis, la demanda interna continuó apuntalando la actividad económica mostrando un avance de 8,10% y un aporte al crecimiento del PIB de 7,90pp, por el buen desempeño del consumo de los hogares, la inversión pública y el repunte de la inversión privada.²⁹ Contrasta la incidencia negativa de las exportaciones netas en términos reales, debido a la mayor importación, principalmente de bienes de capital (Gráfico III.8).

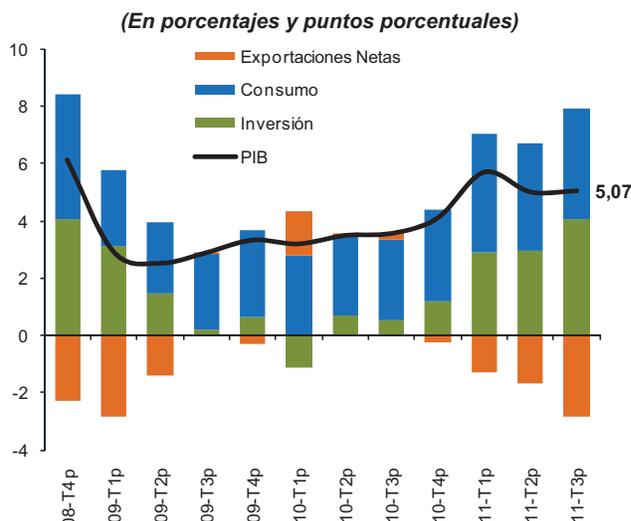
III.2 BALANZA DE PAGOS

En el periodo comprendido entre enero y septiembre de 2011, la balanza de pagos registró un superávit global equivalente al 5,3% del PIB anual estimado (\$us1.293 millones), resultado del superávit en la cuenta corriente de 3,4% del PIB y en la cuenta capital y financiera de 3,6% del PIB, parcialmente compensado por la partida Errores y Omisiones (Cuadro III.3).³⁰ El saldo anual de la balanza de pagos alcanzó a 8,8% del PIB (\$us2.160 millones).

El superávit en la cuenta corriente fue resultado principalmente de una balanza comercial positiva y por las remesas de trabajadores bolivianos residentes en el exterior. Por su parte, en el resultado de la cuenta capital y financiera destacó el superávit del sector privado de \$us615 millones, explicado por los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), inversión de cartera y deuda privada de mediano y largo plazo. La IED bruta fue destinada en su mayoría al sector de hidrocarburos (41,6% del total de la IED) y destacó el crecimiento de la IED destinada a Transporte, Almacenamiento y Telecomunicaciones (109,1%).

Cabe destacar que en el tercer trimestre de 2011, el superávit en la cuenta corriente en porcentaje del PIB (1,3%) fue menor al registrado en el segundo trimestre (1,5%) debido al mayor nivel de importaciones, incremento en la renta por inversiones extranjeras y por la disminución en las donaciones oficiales recibidas. Junto con el superávit de la cuenta capital y financiera (1,4% del PIB), determinaron un incremento en las Reservas Internacionales del BCB de \$us528 millones, superior al registrado en el segundo trimestre (\$us130 millones).

GRÁFICO III.8: CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS ACUMULADAS



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

CUADRO III.3: RESUMEN DE LA BALANZA DE PAGOS
(Flujos en millones de dólares estadounidenses)

	Enero - Septiembre		
	2009 ^P	2010 ^P	2011 ^P
I. CUENTA CORRIENTE	684,8	786,3	844,5
1. Balanza Comercial	390,7	806,4	696,2
Exportaciones FOB	3.604,1	4.649,6	6.112,0
Importaciones CIF	3.213,5	3.843,2	5.415,8
2. Servicios	-135,6	-138,6	-168,7
3. Renta (neta)	-475,7	-646,9	-595,4
4. Transferencias	905,4	765,5	912,5
II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-152,8	612,1	875,2
1. Sector Público	108,2	196,9	260,4
2. Sector Privado	-261,0	415,3	614,8
d/c Inversión extranjera directa (neta)	278,8	478,7	500,8
III. ERRORES Y OMISIONES	-221,7	-1.032,0	-426,6
IV. BALANCE GLOBAL (I+II+III)	310,3	366,4	1.293,2
V. TOTAL FINANCIAMIENTO	-310,3	-366,4	-1.293,2
RIN BCB (aumento= negativo) ^{1/}	-310,3	-366,4	-1.293,2
Ítems pro memoria:			
Cuenta corriente (% del PIB anual)	3,9	4,0	3,4
Cuenta capital y financiera (% del PIB anual)	-0,9	3,1	3,6
RIB en meses de importaciones ^{2/}	18,9	18,5	16,9

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica
NOTAS:
^{1/} RIN =Reservas Internacionales Netas. Considera tipos de cambio fijos para el DEG, Euro, Dólar Estadounidense y precio fijo del oro. Para 2011 se considera también el tipo de cambio fijo para el Dólar Canadiense y el Dólar Australiano.
^{2/} RIB = Reservas Internacionales Brutas del BCB. Las importaciones incluyen bienes y servicios del periodo.
(p) Cifras preliminares

²⁹ Ver Recuadro III.2 sobre la Importancia de la Demanda Interna.

³⁰ De acuerdo al manual de Balanza de Pagos, es la partida equilibradora o discrepancia estadística, para compensar toda sobrestimación o subestimación de los componentes registrados.

CUADRO III.4: BALANZA COMERCIAL
(En millones de dólares estadounidenses)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2009	2010 ^p	2011 ^p	2009/2010	2010/2011
BALANZA COMERCIAL	372,6	906,8	671,8	143	-26
Exportaciones FOB	4.917,5	6.290,5	8.275,9	28	32
Importaciones CIF ajustado	4.544,9	5.383,7	7.604,1	18	41

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

En 2011 la balanza comercial presentó un resultado positivo de \$us672 millones, menor al superávit alcanzado en 2010 aunque casi el doble del registrado en 2009 (Cuadro III.4).

Las exportaciones FOB totalizaron \$us8.276 millones, 32% más altas respecto a las de 2010. Este crecimiento fue resultado de mayores volúmenes y precios. Los principales incrementos en valor correspondieron al sector de minerales e hidrocarburos. El valor de las exportaciones de productos no tradicionales se mantuvo relativamente estable con relación a 2010 y reflejó un incremento respecto a 2009 (Cuadro III.5).

CUADRO III.5: EXPORTACIONES DE BIENES
(En millones de dólares estadounidenses)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2009	2010 ^p	2011 ^p	2009/2010	2010/2011
Minerales	1.847,2	2.388,8	3.414,3	29,3	42,9
Hidrocarburos	2.089,2	2.944,8	4.062,3	41,0	37,9
Gas natural	1.967,6	2.797,8	3.832,7	42,2	37,0
No tradicionales	1.199,8	1.351,8	1.375,1	12,7	1,7
Otros bienes	316,4	271,2	257,5	-14,3	-5,1
Total Exportaciones CIF	5.452,6	6.956,6	9.109,3	27,6	30,9
Total Exportaciones FOB	4.917,5	6.290,5	8.275,9	27,9	31,6

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

Las importaciones CIF ajustadas en 2011 alcanzaron a \$us7.604 millones, registrando un aumento de 41,2% respecto a las de similar periodo de la gestión anterior, explicado principalmente por incrementos en bienes intermedios y de capital que representan el 77% del valor importado (Cuadro III.6).

CUADRO III.6: IMPORTACIONES DE BIENES
(En millones de dólares estadounidenses)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2009	2010 ^p	2011 ^p	2009/2010	2010/2011
Bienes de consumo	928,0	1.132,6	1.695,0	22,1	49,6
Bienes intermedios	2.305,0	2.709,5	3.726,8	17,5	37,5
Bienes de capital	1.273,9	1.495,5	2.162,0	17,4	44,6
Diversos	70,5	55,7	28,8	-20,9	-48,2
Total Importaciones CIF	4.577,4	5.393,3	7.612,6	17,8	41,1
Total Importaciones CIF ajustado ^{1/}	4.544,9	5.383,7	7.604,1	18,5	41,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: (p) Cifras preliminares
^{1/} CIF ajustado por alquiler de aeronaves

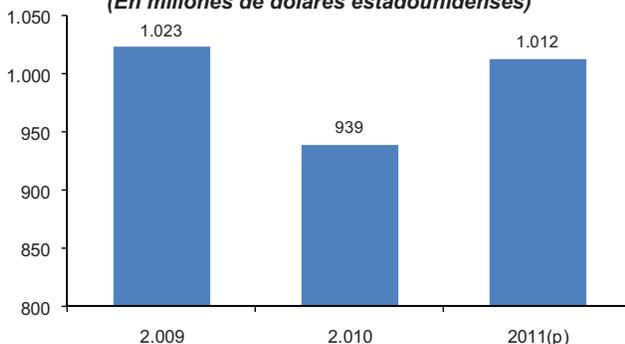
Por su parte, las remesas de trabajadores en el exterior en 2011 alcanzaron a \$us1.012 millones, mayor en 7,8% con relación a la de 2010 (Gráfico III.9).

De esta manera, el resultado de las cuentas externas se reflejó en un importante incremento de las RIN cuyo saldo a diciembre de 2011 alcanzó a \$us12.019 millones, constituyéndose en un nuevo récord en la historia económica del país. El nivel de las RIN permite cubrir 17 meses de importaciones de bienes y servicios y, en porcentaje del PIB, representa uno de los más altos del mundo (49%).

III.3 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Durante 2011 ha continuado la profundización financiera a un ritmo destacable. Los depósitos se incrementaron de forma sostenida, alcanzando un crecimiento de 18,7% que representa un aumento nominal de Bs11,6 miles de millones. Por su parte, el crédito se incrementó en 23,0% que implica un aumento de Bs11,2 miles de millones, el más alto de la historia económica del país. Además, un porcentaje cada vez mayor de los depósitos y créditos se encuentra en MN y los indicadores de calidad de cartera, solvencia, eficiencia y liquidez continuaron reflejando un sistema financiero sólido y estable.

GRÁFICO III.9: REMESAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR
(En millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (p) Cifras preliminares

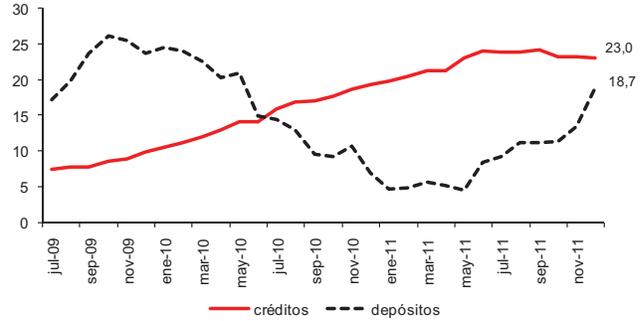
La disponibilidad de recursos para financiar al sector privado y su bajo costo, características centrales para el apoyo del sector financiero al dinamismo de la actividad económica, fueron resultado de la orientación de la política monetaria que, sin descuidar su objetivo de mantener una inflación baja y estable, mantuvo una liquidez adecuada en la economía y, como se analiza en la sección IV.1, evitó alzas pronunciadas en las tasas activas manteniendo bajas las tasas de los títulos de regulación monetaria, al mismo tiempo que incidió en alzas de las tasas pasivas con los títulos de colocación directa que implicaron una competencia con las entidades financieras por el ahorro privado. Esta orientación reforzó los resultados alcanzados con el acuerdo realizado en noviembre de 2010 entre el MEFP y ASOBAN para incrementar las tasas pasivas y reducir las tasas activas. El BCB y la ASFI participaron en el apoyo técnico correspondiente.

Asimismo, la profundización de la bolivianización de depósitos y de créditos fue resultado de las medidas implementadas. En la gestión destacan las modificaciones al encaje legal en enero y junio de 2011 (sección IV.1.3), la apreciación de la moneda nacional (sección IV.2) y mayores tasas pasivas en MN con respecto a las correspondientes en ME (sección IV.1.2).

Las cifras de cierre de depósitos y créditos alcanzaron a montos no observados anteriormente: Bs73,5 y Bs60,2 miles de millones, respectivamente. Durante la mayor parte del año la brecha depósitos-cartera se fue reduciendo; sin embargo, en los últimos meses se evidenció un mayor dinamismo de los depósitos que se reflejó en una ampliación de la brecha, cerrando la gestión en un nivel parecido al de fines de 2010 (Gráfico III.11). Un factor que explica este resultado es la mejora del ingreso nacional que se tradujo en mayor ahorro financiero debido al incremento de tasas pasivas, asociado a las políticas para mejorar las condiciones de ahorro entre las que destacan las colocaciones directas de títulos del BCB al sector privado.

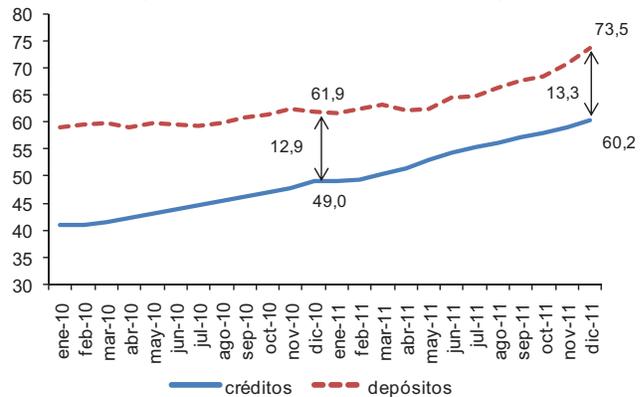
El crecimiento anual de 23,0% de la cartera de créditos, estuvo sustentado en los créditos concedidos en MN que registraron un aumento de 53,2% frente a una contracción en ME de 12,5%. Esta recomposición mejoró el calce de monedas en las hojas de balance de las entidades de intermediación financiera y de los prestatarios (Cuadro III.7).

GRAFICO III.10: CRÉDITOS Y DEPÓSITOS
(Tasas de variación interanual)



FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

GRAFICO III.11: CRÉDITOS Y DEPÓSITOS
(En miles de millones de bolivianos)



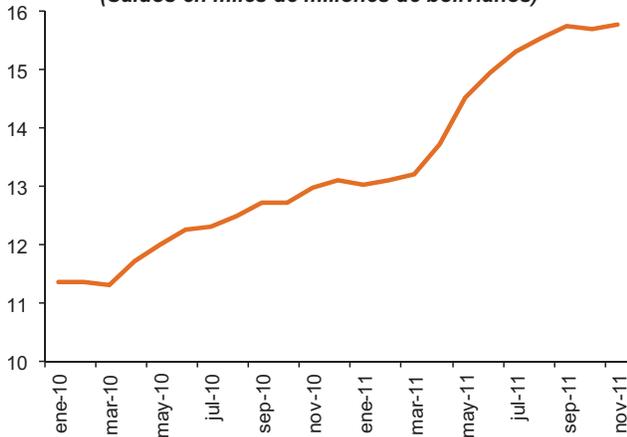
FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO III.7: CRÉDITOS POR MONEDA
(Flujos en millones de bolivianos)

	2010					2011				
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total
Total	401	2.316	2.310	2.904	7.931	1.271	4.002	2.922	3.050	11.245
MN	1.800	2.679	3.368	3.722	11.569	2.456	3.864	3.868	3.875	14.063
ME	-1.399	-363	-1.058	-818	-3.638	-1.185	138	-946	-825	-2.818

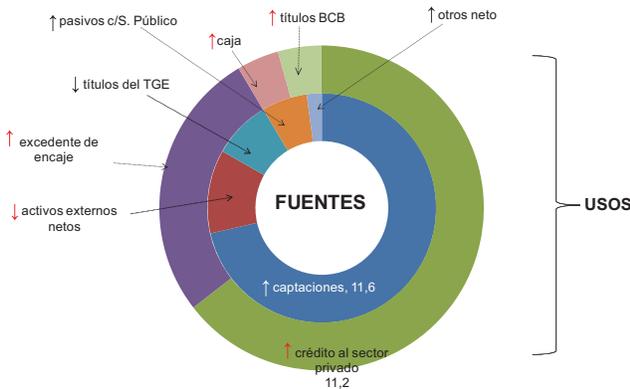
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.12: CRÉDITO PRODUCTIVO
(Saldos en miles de millones de bolivianos)



FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRAFICO III.13: 2011 FUENTES Y USOS DE RECURSOS
(Flujos en miles de millones de bolivianos)



FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB- Asesoría de Política Económica

CUADRO III.8: DEPÓSITOS POR TIPO Y MONEDA
(Flujos en millones de bolivianos)

TRIMESTRES	2010				Acum	2011				Acum
	I	II	III	IV		I	II	III	IV	
A LA VISTA	441	-222	52	1.272	1.544	531	-423	249	1.890	2.248
MN	109	-42	104	1.691	1.862	517	-793	295	1.920	1.939
ME	427	-89	61	-421	-23	74	375	-45	-29	375
UFV	-94	-91	-112	1	-295	-59	-5	-1	0	-65
CAJA DE AHORROS	1.390	-538	401	-741	512	982	1.172	1.163	1.780	5.097
MN	1.016	-187	367	1.882	3.077	774	1.042	1.469	1.548	4.833
ME	643	-216	207	-2.357	-1.724	440	290	-176	249	802
UFV	-268	-134	-173	-266	-842	-232	-159	-130	-17	-538
DEPÓSITOS A PLAZO	-2	399	962	176	1.534	-134	488	1.769	1.766	3.888
MN	526	649	1.404	1.119	3.697	830	963	2.325	2.031	6.149
ME	-439	-117	-276	-893	-1.725	-828	-457	-559	-168	-2.012
UFV	-89	-133	-166	-50	-438	-136	-19	3	-97	-249
OTROS	-15	39	-54	432	403	-204	50	-2	527	371
MN	4	15	6	151	177	-77	77	-29	463	434
ME	-19	24	-60	281	226	-127	-27	27	64	-63
UFV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL	1.654	435	1.881	4.843	8.813	2.043	1.289	4.060	5.963	13.355
MN	611	-399	-68	-3.390	-3.246	-441	181	-753	115	-899
ME	-89	-133	-166	-50	-438	-136	-19	3	-97	-249
UFV	-451	-358	-451	-315	-1.575	-427	-184	-127	-115	-853
TOTAL	1.815	-322	1.362	1.138	3.993	1.175	1.286	3.179	5.963	11.604
Bolivianización	48,0%	48,5%	49,7%	56,1%		57,5%	58,2%	61,2%	64,0%	

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

Con el objetivo de dinamizar la cartera productiva en MN de bancos y fondos financieros privados, las autoridades introdujeron incentivos de diversa índole como el impulso de los recursos con tasas de interés bajas, otorgados por el Banco de Desarrollo Productivo (BDP), el fondo de garantía PROPYME UNION FIC del Banco Unión (BUN), deducciones al encaje requerido por crecimiento de cartera productiva en esta denominación (reforma de encaje legal que entró en vigencia el 11 de julio de 2011), la inclusión en la normativa de la creación de unidades de negocio especializadas en este segmento, adecuaciones de las provisiones cíclicas a la periodicidad de cada sector, entre las más importantes. Con respecto al fondo de garantía del BUN, cabe mencionar que el mismo otorga una garantía del 50% del saldo a capital a créditos otorgados por el sistema financiero a las PYMES. En este contexto, la cartera al cierre de 2011 fue de Bs104,5 millones registrando un crecimiento anual de 260% y su composición por tipo de crédito fue 62% productiva, 22% servicios y 19% comercio. El fondo inició actividades el 10 de marzo del 2010. Todas estas medidas resultaron en el importante aumento del crédito productivo (Gráfico III.12).

La principal fuente de fondeo fue el incremento de las captaciones (72% del total), seguida de disminuciones de activos en el exterior (12%) y redenciones de títulos del TGE (8%). Estos recursos fueron destinados principalmente a la concesión de créditos al sector privado (68%), en menor medida a la acumulación de excedente de encaje legal (22%), tenencias de títulos de regulación monetaria (5%) y disponibilidad en caja (4%, Grafico III.13).

El flujo de los depósitos registrado durante la gestión resultó casi tres veces mayor que el de la gestión pasada y es explicado en un 77,4% por los movimientos en cajas de ahorro y a plazo fijo, cuya participación representa el 75%. Por moneda, las operaciones en MN señalan un incremento de 35,8% frente a una contracción de 3,3% en los depósitos en ME y UFV. Este incremento en los depósitos a mayor plazo y en MN refleja la confianza del público en el sistema financiero y en la fortaleza del boliviano. (Cuadro III.8).

El crédito total como porcentaje del PIB presentó un crecimiento sostenido desde 2009 (Gráfico III.14). Sin embargo, el ratio actual de crédito se encuentra por debajo del alcanzado en el 2001 (52,8%), descartando la presencia de un sobrecalentamiento o de burbujas. Estos aspectos son monitoreados continuamente y en la actualidad este tipo de riesgos está acotado (Recuadro III.1). El incremento de los depósitos como porcentaje del PIB a tasas del orden del 44% refleja el aumento del ingreso disponible que, por la confianza del público en el sistema financiero, se está transformando en ahorro financiero, aspecto que a su vez contribuye a mejorar el rol de estas entidades como vínculo institucional entre el ahorro y la inversión.

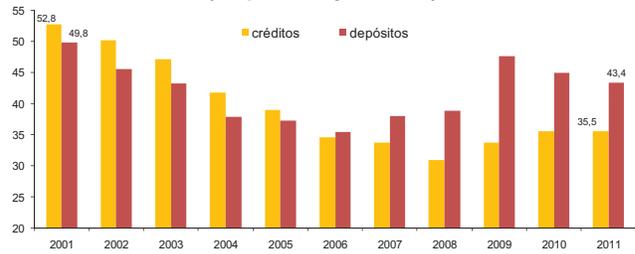
El incremento de depósitos y de la cartera en MN como porcentaje del PIB es muy notorio (Gráfico III.15). En efecto, de tasas por debajo del 5% hace seis años, la cartera en MN representa actualmente el 23,9% del PIB y los depósitos el 28,0% del PIB, incrementos que reflejan claramente el sostenido proceso de bolivianización financiera que está experimentando la economía boliviana. Esta velocidad es considerablemente mayor a la observada en otras economías dolarizadas de la región.

La bolivianización de los créditos cerró la gestión en 69,5%, 13,2pp más que a fines de 2010. Por el lado de los depósitos, el ratio alcanzó a 64,0%, 7,9pp mayor al del 2010 (Gráfico III.16).

Las medidas económicas sustentadas en consideraciones particulares de nuestra realidad económica y social, el fuerte énfasis en la recuperación de la soberanía monetaria mediante el mayor uso de la MN y el rol de los intermediarios financieros como el vínculo entre el ahorro y la inversión con tasas de interés razonables aseguran el funcionamiento eficiente del sistema financiero.

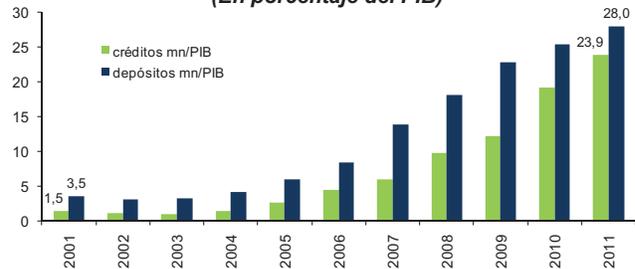
En esa línea, y velando por la estabilidad del sistema financiero, se realizó en esta gestión una segunda reforma al reglamento de encaje legal (sección IV.1.3). A raíz de la experiencia de la corrida bancaria en 2010, se determinó un mayor requerimiento de

GRAFICO III.14: PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA (En porcentaje del PIB)



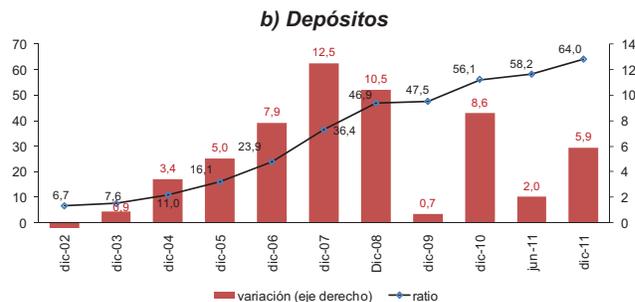
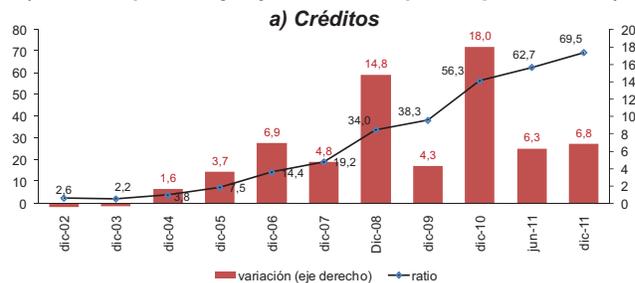
FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB- Asesoría de Política Económica

GRAFICO III.15: PROFUNDIZACIÓN EN MN (En porcentaje del PIB)



FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB- Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.16: BOLIVIANIZACIÓN (Ratios en porcentajes y variación en puntos porcentuales)



FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB- Asesoría de Política Económica

CUADRO III.9: INDICADORES DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentajes)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Pesadez de Cartera (%)	8,7	5,6	4,3	3,5	2,2	1,7
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	13,3	12,6	13,7	13,3	11,9	12,3
ROE	13,3	21,2	20,3	20,6	17,3	19,5
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	33,9	35,2	43,3	48,0	39,0	37,6

FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

liquidez en ME en las propias entidades financieras (fondos en custodia) para enfrentar de manera oportuna una corrida idiosincrásica o sistémica. Con la medida, los fondos en custodia se incrementaron de \$us5,8 millones a fines de 2010 a \$us151 millones a finales de 2011.

Los indicadores de calidad de cartera, solvencia, eficiencia y liquidez continuaron mejorando, reflejando la fortaleza del sector en distintos aspectos. La mejora en el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) y de liquidez, aumentaron la capacidad del sistema para expandir el crédito (Cuadro III.9). A ello se añade la baja exposición del sistema financiero a pasivos externos.

CUADRO III.10: TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)

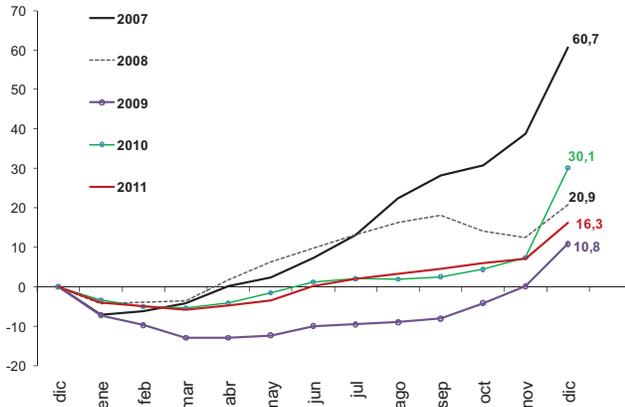
	dic-09	dic-10	Dic-11
Base monetaria	32,6	10,2	28,2
Emisión monetaria	10,8	30,1	16,3
M1	14,7	28,0	16,3
M1	18,1	22,9	15,0
M2	12,2	25,1	20,7
M2	18,0	14,3	17,9
M3	18,7	28,2	27,6
M3	19,7	12,5	17,7

FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

III.4 AGREGADOS MONETARIOS

En 2011, los agregados monetarios continuaron creciendo conforme a sus determinantes y a ritmos que no implicaron desequilibrios en el mercado monetario. Se mantuvo la característica ya observada en otros años en el cual los agregados que incluyen únicamente operaciones en MN crecieron a tasas más altas que los agregados totales, aspecto que refleja la bolivianización de depósitos (Cuadro III.10).

GRAFICO III.17: EVOLUCIÓN DE EMISIÓN
(Variaciones acumuladas del año)



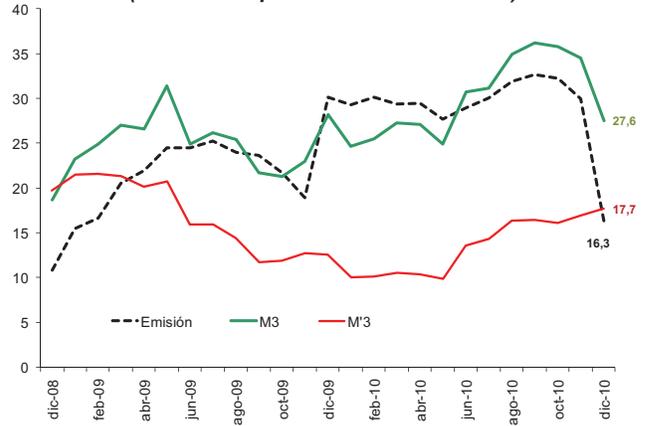
FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

El crecimiento de la base monetaria refleja principalmente los excedentes de encaje, en línea con la orientación de la política monetaria (sección IV.1.2). La emisión monetaria registró un fuerte incremento a fines de 2010 debido a la corrida de depósitos que se generó por rumores infundados, lo que determinó una alta tasa de crecimiento interanual a fines de esa gestión y que se mantuvo en la mayor parte del año 2011; empero, ésta se corrigió cerrando el año en 16,3%. La tasa acumulada aísla el efecto señalado y muestra que la emisión registró crecimientos menores a los observados en gestiones anteriores, excepto 2009 (Gráfico III.17),³¹ comportamiento que refleja el esfuerzo de la autoridad monetaria por regular la liquidez evitando excesos de oferta que puedan afectar a la inflación.

³¹ En 2009 se registró la menor bolivianización por las expectativas generadas a raíz de la crisis financiera internacional (Gráfico III.15). En consecuencia, el bajo crecimiento de la emisión en dicho año responde a la menor bolivianización, lo que refleja también su impacto en la tenencia de efectivo en poder del público y no sólo en los depósitos.

El agregado más amplio en MN (M3) reflejó el comportamiento descrito de la emisión monetaria, manteniendo altas tasas interanuales a lo largo del año que se corrigieron al finalizar la gestión 2011. Por su parte, el agregado más amplio que incluye tanto MN como ME (M'3) presentó un comportamiento menos volátil, con una tendencia creciente a fines de la gestión debido principalmente al significativo incremento de los depósitos (Gráfico III.18).

GRAFICO III.18: EVOLUCIÓN DE EMISIÓN, M3 y M'3
(Variaciones porcentuales a 12 meses)

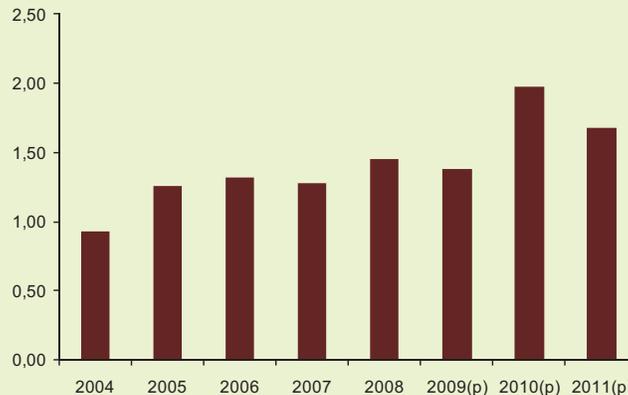


FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

RECUADRO III.1: DESEMPEÑO RECIENTE DEL SECTOR INMOBILIARIO

El sector inmobiliario en Bolivia cobró mayor relevancia en los últimos años. En efecto, entre 2009 y 2011 la inversión privada en construcción residencial registró un crecimiento real promedio de 11,71%³² superior al registrado entre 2005 y 2008 (1,52%). Adicionalmente, cabe destacar que los permisos de construcción en Bolivia aumentaron en 57,3% entre 2005 y 2010, observándose una disminución en 2011 (Gráfico III.19).

GRÁFICO III.19: PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN EN BOLIVIA^{1/}
(En millones de m²)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Datos al mes de octubre de cada gestión
(p) Cifras preliminares

Este desempeño estuvo acompañado de un incremento en los precios de las viviendas que fue calificado por analistas económicos como síntoma de una "burbuja inmobiliaria". Cabe recordar que este concepto alude a incrementos de los precios de inmuebles significativamente mayores a los determinados por sus fundamentos y responden a expectativas infundadas de los agentes económicos que generan movimientos especulativos. En general, este fenómeno se inicia en un contexto de elevada liquidez, escasas alternativas de inversión y bajos costos de financiamiento, en el cual los inversionistas pueden optar por alternativas con mayor rentabilidad a pesar de ser más riesgosas o menos líquidas (por ejemplo, la compra de bienes inmuebles que generan ingresos por alquileres).

En consecuencia, producto de mayores facilidades de crédito la demanda de bienes inmuebles puede aumentar presionando sus precios al alza. Posteriormente, cuando las tasas de interés retornan a niveles normales, aumenta el costo financiero, lo cual dificulta el repago de deudas contraídas e incrementa la mora con la consiguiente pérdida de capital de los inversionistas.

Este escenario no se ha observado en la coyuntura económica reciente de Bolivia, ya que si bien el sector inmobiliario registró un crecimiento importante, éste respondería a sus fundamentos. Un primer aspecto a destacar es el elevado déficit habitacional en Bolivia que llegaría alrededor de 250 mil viviendas de acuerdo al Ministerio de Obras Públicas, Servicios y Vivienda. En segundo lugar se observó un aumento en los ingresos de las familias traducido en el incremento del PIB per cápita entre 2000 y 2010 de 89%. A esta situación se añade las mejores condiciones de financiamiento en el sistema financiero, sobresaliendo el aumento de la cartera hipotecaria del sistema bancario³³ especialmente en moneda nacional y la disminución de las tasas de interés.

³² Calculado a partir de datos trimestrales hasta el tercer trimestre de 2011.

³³ En 2011, los bancos representaron el 76,5% del total del crédito hipotecario en el sistema financiero.

El mayor acceso al crédito hipotecario no fue resultado de la flexibilización de las condiciones en la otorgación de créditos para compra de vivienda; por el contrario, existe una adecuada gestión del riesgo crediticio. Ello se tradujo en una disminución de la pesadez de esta cartera (1,2% al cierre de 2011), coadyuvada por la profundización de la bolivianización lo que favoreció a los prestatarios que normalmente perciben sus ingresos en moneda nacional reduciendo el riesgo por variación cambiaria (Gráfico III.20).

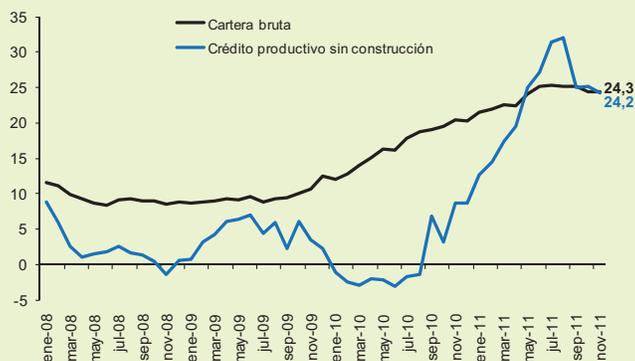
GRÁFICO III.20: EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO
(En porcentajes)



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

Cabe destacar también que en 2011 la tasa de crecimiento de los créditos hipotecarios se estabilizó en torno a un promedio anual de 22%, menor a la variación de la cartera bruta cuya dinámica se vio favorecida por los créditos productivos que crecieron en promedio 24% con un máximo de 32% en agosto de la mencionada gestión (Gráfico III.21). Además, la importancia relativa de la cartera hipotecaria fue disminuyendo alcanzando un ratio de 19% del total.

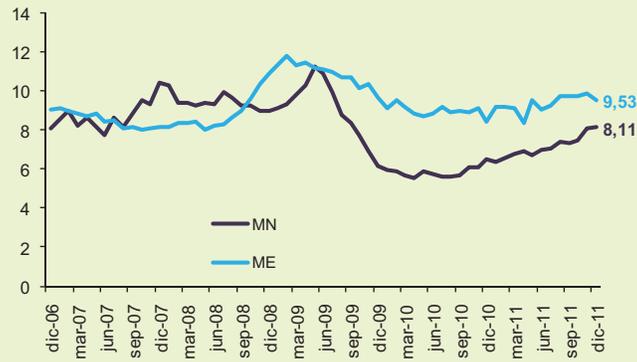
GRÁFICO III.21: CARTERA BRUTA Y CRÉDITO PRODUCTIVO SIN CONSTRUCCIÓN
(Variaciones interanuales, en porcentajes)



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

Por su parte, recientemente las tasas de interés para préstamos hipotecarios aumentaron levemente, a 8,1% en MN y 9,5% en ME, que representan aumentos de 1,6pp y 1,1pp, respectivamente, respecto a diciembre de 2010 (Gráfico III.22).

**GRÁFICO III.22: TASAS DE INTERÉS DEL CRÉDITO HIPOTECARIO DE VIVIENDA
(En porcentajes)**



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

En síntesis, el crecimiento del sector inmobiliario en Bolivia respondió a sus fundamentos, en un marco de una adecuada regulación y monitoreo de su desempeño por parte de las autoridades económicas del país para prevenir la formación de burbujas inmobiliarias.

RECUADRO III.2: LA IMPORTANCIA DE LA DEMANDA INTERNA

La demanda interna (o gasto interno) es la cantidad total de bienes y servicios demandados por la población de un país. Está constituido por el gasto total de las personas y el gobierno tanto en bienes de consumo, servicios y bienes de capital, sean nacionales o importados. Por otra parte, la demanda externa neta (o exportaciones netas) resultan de restar las importaciones a las exportaciones.³⁴

En los últimos años, se ha resaltado el importante rol que tiene la demanda interna en la actividad económica, reflejando la creciente relevancia de la economía interna en el crecimiento económico. Este aspecto se ha destacado continuamente en las publicaciones de entidades nacionales, incluyendo el IPM y la Memoria del BCB.

Desde el punto de vista de la teoría económica, el paradigma liberal ha señalado que el crecimiento responde únicamente a factores de oferta, tales como la acumulación de capital, de trabajo y el progreso tecnológico. En este último caso, sus determinantes van desde la localización geográfica hasta la calidad de instituciones. Según este enfoque, la demanda interna no desempeña ningún rol relevante para el crecimiento.

Sin embargo, la discusión sobre la importancia de la demanda en el crecimiento ha resurgido recientemente por el hecho de que en la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo (incluida Latinoamérica) también se observó un robustecimiento de la actividad interna. Esto incluso se ha reflejado en publicaciones recientes de instituciones internacionales, que antes se centraban casi exclusivamente en el enfoque convencional.³⁵

La discusión no es nueva sino que, por el contrario, ha sido permanentemente materia de estudio de la ciencia económica, como puede constatarse en los trabajos más formales de economistas de renombre como Joan Robinson, Nicholas Kaldor, Luigi Pasinetti y Anthony Thirlwall, quienes desde mediados del siglo pasado plantearon argumentos convincentes y generaron un debate con la escuela clásica del crecimiento, en la que rige el énfasis de oferta.

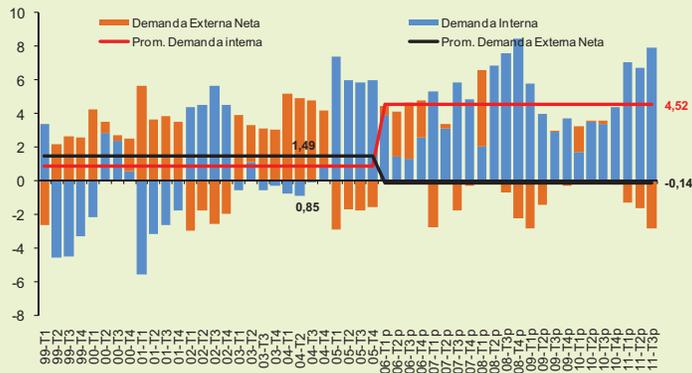
En línea con el enfoque de crecimiento dirigido por la demanda, actualmente es ampliamente aceptada la idea de que el crecimiento es afectado por las fluctuaciones de la actividad económica (ciclos económicos). Éstas se determinan tanto por factores exógenos o externos a la estructura económica, como el clima, desastres naturales, guerras, grandes invenciones, etc.; pero también por factores internos que se deben principalmente a cambios en la demanda interna, que generan a su vez variaciones en el empleo, el producto y otras variables relevantes de actividad.

En este contexto, cabe señalar que la demanda interna tuvo un aumento significativo en los últimos años y, como se explicó anteriormente, ésta es un factor de evidente relevancia para la dinámica de la actividad real boliviana. En efecto, la incidencia (o contribución) promedio de la demanda interna fue 0,85pp entre 1999 y 2005, en contraste con la de 4,52pp entre 2006 y 2011. Por su parte, la demanda externa neta en términos reales tuvo un comportamiento disímil, mostrando una contribución promedio de 1,49pp entre 1999 y 2005 en comparación con -0,15pp entre 2006 y 2011 (Gráfico III.23).

³⁴ Conviene aclarar que para fines del presente Recuadro, la demanda interna se define como la suma del consumo (C), la inversión total (I) más el gasto de gobierno (G). Difiere del PIB porque no añade las exportaciones (X) ni resta las importaciones (M), puesto que el PIB mide la producción de un país, mientras que C, I y G consideran tanto los componentes nacionales como importados de estas variables de gasto.

³⁵ Al respecto, véase el énfasis puesto en los números recientes de las *Perspectivas Económicas Mundiales* (WEO, por sus iniciales en inglés) y *Perspectivas Económicas Regionales de América Latina* (conocida como REO) del FMI, además del *Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe* de la CEPAL.

GRÁFICO III.23: DEMANDA INTERNA Y DEMANDA EXTERNA NETA
(Incidencias en puntos porcentuales)



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

A este resultado han contribuido de manera decidida las políticas adoptadas por el Órgano Ejecutivo en beneficio de distintos sectores de la economía. En efecto, los bonos sociales (Renta Dignidad, Juancito Pinto y Juana Azurduy de Padilla); incrementos en el salario mínimo nacional, que entre 2011 y 2005 registró un aumento de 85% en términos nominales y 24% en términos reales; y el fomento a la producción agropecuaria (Ley de Revolución Productiva, Fondo de Garantía PROPYME Unión y Fondo Banco de Desarrollo Productivo, Fortalecimiento del Instituto INIAF, y Financiamiento a pequeños productores), coadyuvaron al fomento de la demanda agregada y, por esta vía, el crecimiento económico, no sólo de corto plazo, sino el de carácter estructural o potencial.

Un hecho que guarda consistencia con las mejores condiciones de la demanda interna es el mayor crecimiento de sectores no vinculados con actividades extractivas. En efecto, las contribuciones de actividades no extractivas como el transporte, servicios financieros, industria manufacturera, servicios de la administración pública, el sector agropecuario y otros han sido significativas en este último periodo.

Estas evidencias sintetizan la mayor importancia de la economía interna en la dinámica del sector real y se relacionan con el fortalecimiento del Estado para favorecer políticas económicas tendientes a redistribuir más equitativamente el ingreso nacional y aumentar el bienestar integral común o Vivir Bien de la población boliviana.

IV. Políticas del Banco Central de Bolivia

Durante 2011 las políticas del BCB coordinadas con el Órgano Ejecutivo, a través del MEFP, mantuvieron su carácter contracíclico, actuando de forma proactiva con medidas oportunas para mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos. Además, nuevamente se caracterizaron por sus elementos innovadores y heterodoxos.

A principio de año, frente a la continuación de presiones inflacionarias de origen externo y la aparición de otros factores inflacionarios internos, se mantuvo el lineamiento de 2010 de reducir los impulsos monetarios. En este sentido, se incrementó la oferta de títulos de regulación monetaria en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), logrando reducir la liquidez del sistema financiero. En la misma dirección, la política cambiaria estuvo orientada a contener alzas de precios de origen externo.

Luego, a partir del mes de abril, debido entre otros factores a la caída de la inflación y de sus expectativas, a la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB por los superávits fiscales y al deterioro del contexto internacional, la autoridad monetaria no consideró necesario realizar nuevos incrementos de la oferta semanal de títulos. En los últimos meses del año, en un contexto de excesiva liquidez estacional, la oferta se incrementó temporalmente con el fin de generar espacio de acción a la política monetaria en 2012, frente a una eventual desaceleración de la actividad económica mundial.

De manera complementaria a las OMA, otros mecanismos también contribuyeron a regular la liquidez, entre ellos se destacan la modificación en los requerimientos de encaje legal y el mayor dinamismo de las colocaciones directas del BCB. Las tasas monetarias y de intermediación se incrementaron

gradualmente, en la dirección de permitir un proceso de ajuste lento respecto a la inflación mediante la convergencia paulatina de ambas variables y sin producir efectos negativos sobre la actividad económica. En resumen, el nuevo escenario de 2011 determinó la necesidad de utilizar en coordinación con el Órgano Ejecutivo los principales instrumentos para balancear el objetivo de contener la inflación con el de apuntalar el ritmo de la actividad económica, regulando cuidadosamente la liquidez a fin de contener las presiones inflacionarias sin que ello afecte al dinamismo del crédito, principalmente en actividades productivas.

En política cambiaria, continuaron las apreciaciones graduales del boliviano frente al dólar estadounidense iniciadas en noviembre de la gestión anterior, dirigidas a amortiguar el efecto negativo del aumento de precios de productos que importa el país. En la medida que la inflación importada tendió a disminuir desde mediados del año, el ritmo de apreciación de la moneda nacional se redujo.

El régimen cambiario vigente (crawling-peg) permitió evitar la volatilidad que se ha observado en otros países de la región, contribuyó a profundizar la bolivianización del sistema financiero y a incrementar las compras de divisas que realiza el BCB. Finalmente, cabe destacar que la política cambiaria ha velado también por mantener el tipo de cambio real en torno a aquel determinado por sus fundamentos.

Por su parte, el poder ejecutivo, desarrolló medidas que coadyuvaron al control de la inflación como el abastecimiento de mercados locales, la importación directa de alimentos (azúcar, harina de trigo, entre otras), la regulación y prohibición de exportación de alimentos escasos, el diferimiento arancelario a la importación de alimentos, la priorización de créditos del BDP para la producción de alimentos, entre otras.

IV.1 POLÍTICA MONETARIA

En el marco de la coordinación con el Órgano Ejecutivo y en cumplimiento del mandato constitucional de "mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social", las políticas del BCB se caracterizan por su prudencia y orientación contracíclica. Es decir, de forma proactiva y oportuna, las políticas monetaria y fiscal estuvieron dirigidas a mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos.

A partir de la crisis global en el último trimestre de 2008 y hasta fines de 2009, la política monetaria fue expansiva con el propósito de contribuir a la actividad económica frente a los efectos negativos que la coyuntura internacional podría haber generado en la economía nacional durante este período. En 2010, observada la recuperación económica principalmente de países emergentes, los mayores ingresos de origen externo, los aumentos de precios de productos básicos de exportación, la mayor inflación importada y la alta liquidez del sistema financiero, la política monetaria se orientó hacia la reducción de los estímulos monetarios. A principios de 2011, la continuidad de las presiones inflacionarias mencionadas y la aparición de otras de origen interno, así como el aumento previsto del crédito del BCB al sector público en un escenario de alta liquidez en el sistema financiero, determinaron que se mantenga la orientación de la política monetaria iniciada en 2010.

De acuerdo con lo anterior, en el primer trimestre de 2011 se incrementó la oferta de títulos de regulación monetaria señalizando la postura contractiva de la política monetaria. Sin embargo, factores como la reducción de la inflación y de las expectativas sobre esta variable a partir de abril, la acumulación de superávit y de recursos del sector público en el BCB desde inicios del año y las señales de desaceleración en las principales economías del mundo (algunas de ellas importantes socios comerciales de Bolivia) en el segundo semestre, determinaron una revisión de esta política de modo que no se realizaron nuevos incrementos de la oferta de títulos hasta el último trimestre del año. En dicho trimestre las colocaciones netas de títulos no implicaron incrementos considerables de las tasas de interés y permitieron acumular vencimientos para la próxima gestión en un contexto de excesiva liquidez estacional.

En resumen, el nuevo escenario de 2011 determinó la necesidad del BCB de utilizar en coordinación con el MEFP los principales instrumentos para balancear el objetivo de contener la inflación con el de apuntalar el ritmo de la actividad económica. Otras herramientas como las modificaciones en los requerimientos de encaje y el cambio en la administración delegada de recursos públicos de tres a un solo banco contribuyeron también a regular la liquidez.

De esta manera, el BCB compensó cuidadosamente los factores de expansión y contracción de la liquidez a fin de contener las presiones inflacionarias sin que ello afecte el dinamismo del crédito al sector privado, principalmente en actividades productivas. Se produjeron incrementos graduales en las tasas de interés en la dirección de permitir un proceso de ajuste lento respecto a la inflación mediante la convergencia gradual de ambas variables sin producir efectos negativos sobre la actividad económica.

Nuevamente la política monetaria se caracterizó por sus elementos innovadores y el uso heterodoxo de instrumentos de política monetaria, entre los que se destacan las reformas a los requerimientos de encaje que internalizan los costos de la dolarización en las entidades financieras y contribuyen al crecimiento del crédito al sector productivo y una mayor bolivianización. Además, se destaca también el impulso a las colocaciones directas de títulos al público con el incremento de la tasa de rendimiento y la introducción del Bono BCB directo y de Temporada Navideña. Este instrumento además de regular la liquidez y propiciar condiciones ventajosas para el ahorro del sector privado no financiero, mejora los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

IV.1.1 El Programa Monetario

El Programa Monetario refleja las políticas específicas del BCB orientadas al cumplimiento del objetivo asignado por la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia y la Ley N° 1670 de mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, a través de una inflación baja y estable, para contribuir al desarrollo económico y social del país. Forma parte del programa macroeconómico elaborado conjuntamente con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) el mismo que fue plasmado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2011, documento suscrito públicamente entre ambas instituciones en fecha 9 de febrero de 2011.³⁶

³⁶ Desde 2006 y en una muestra clara del compromiso con la estabilidad macroeconómica y la voluntad de rendir cuentas sobre el tema a la sociedad, las principales autoridades del MEFP y del BCB suscriben acuerdos que incluyen metas macroeconómicas cuantitativas para cada gestión.

El Programa Monetario de 2011, formulado a principios de año, determinó mantener la orientación de la política monetaria de reducir gradualmente los estímulos monetarios, principalmente por: i) la existencia de presiones inflacionarias al momento de su formulación tanto por factores internos como externos; ii) el déficit fiscal previsto y el consiguiente aumento del Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero (CIN SPNF) y; iii) los altos niveles de liquidez prevalecientes en el sistema financiero. Las proyecciones sobre el comportamiento de la inflación asumieron un contexto internacional que continuaría recuperándose junto a la aceleración del crecimiento interno. Asimismo, se consideró que existían riesgos al alza de precios debido a expectativas retroalimentadas por prácticas especulativas y de ocultamiento, ajuste de algunos precios administrados y mayor adversidad a la esperada de los efectos climatológicos de La Niña.

En este sentido, el Programa Fiscal-Financiero para la gestión 2011 estableció metas máximas de déficit fiscal y de financiamiento a este sector debido a incrementos proyectados en la inversión pública. En esta línea, el Programa Monetario estableció la compensación de la expansión fiscal de tal manera que la meta de expansión del Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN; Bs1.045 millones) fue menor a la establecida para el CIN SPNF (Bs4.210 millones). Asimismo, se estableció una meta de ganancia mínima de Reservas Internacionales Netas (RIN) de \$us410 millones. Como resultado de las metas y considerando el comportamiento estimado de otras variables, la intervención del BCB en el mercado monetario se tradujo en directrices de OMA consistentes en colocaciones netas de títulos públicos en todos los trimestres del año, compensando la expansión esperada del CIN SPNF y en línea con la orientación de la política monetaria de reducción gradual de los estímulos monetarios. Como se analiza más adelante, el BCB sólo incrementó la oferta de títulos a principios y a fines de 2011 y las colocaciones netas fueron menores sin que ello haya implicado sobregiros en las metas, ya que el SPNF realizó una importante acumulación de depósitos, las presiones inflacionarias cedieron a partir del segundo trimestre y la situación económica internacional presentó signos preocupantes de deterioro.

CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FISCAL - FINANCIERO A DICIEMBRE DE 2011^{1/}
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2011)

		Meta Acordada ^{2/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	6.477	-1.382	7.859
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	4.150	-4.347	8.497
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	1.045	-10.861	11.907
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs	4.210	-4.010	8.220
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	\$\$	410	2.160	1.750

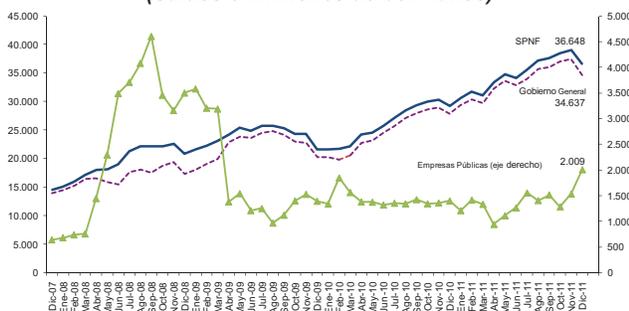
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ^{1/} Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, la UFV y DEG, así como precio fijo para el oro
^{2/} Programa Fiscal - Financiero acordado entre el BCB y MEFP en febrero de 2011

CUADRO IV.2: FINANCIAMIENTO DEL SPNF
(En millones de bolivianos)

	Ene - Dic	
	2010 ^{p/}	2011 ^{p/}
Financiamiento	-2.316	-1.382
Financiamiento externo	1.415	2.965
Desembolsos	5.609	7.760
Amortizaciones	-4.159	-4.686
Otros	-35	-109
Financiamiento interno	-3.730	-4.347
Banco Central	-6.749	-4.416
Crédito	609	3.264
Depósitos	-7.536	-7.274
Cuasifiscal	177	-406
Sistema financiero ^{1/}	2.995	-600
d/c Sistema Bancario	-440	-1.092
Otro financiamiento interno	24	669
d/c Deuda flotante	369	1.199
d/c Certificados fiscales	-248	-250

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Para 2010 y 2011 se utilizaron tipos de cambio fijos de Bs7 y Bs6,98, respectivamente y cotizaciones fijas para la UFV de 1,55397 para 2010 y de 1,6408 para 2011
 p/ Cifras preliminares a diciembre de 2011

GRÁFICO IV.1: DEPÓSITOS DEL SPNF EN EL BCB^{1/}
(Saldos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Los datos consideran el tipo de cambio y cotización de la UFV de fin de periodo, por lo que difieren de los del monitoreo al programa fiscal financiero que utiliza tipo de cambio y cotización de la UFV fijos según programa

En efecto, en 2011 todas las metas del Programa Fiscal-Financiero fueron cumplidas con márgenes (Cuadro IV.1).

El SPNF alcanzó un superávit (en vez del déficit programado) equivalente a 0,82% del PIB. Cifras preliminares a noviembre de 2011, muestran que los ingresos registraron una tasa de crecimiento mayor a la estimada, destacándose los aumentos en los ingresos por recaudaciones de renta interna y aduanera, ventas de hidrocarburos y ventas de otras empresas públicas, entre las que más destacan las realizadas por la empresa Boliviana de Aviación (BOA). Los gastos de capital alcanzaron una importante ejecución respecto a lo planificado registrando una recuperación destacable en comparación a la gestión anterior.

El resultado superavitario se reflejó en la disminución del financiamiento interno al SPNF que implicó reducciones del CIN SPNF, del resto del financiamiento interno otorgado a este sector, principalmente por redenciones netas de títulos valor emitidos por el TGE en poder del Sistema Financiero y de otro financiamiento por redenciones netas de certificados fiscales y deuda flotante (Cuadro IV.2). Este comportamiento no solamente refleja el incremento de los ingresos del sector público, sino también una política fiscal prudente de gasto y de disminución de los niveles de endeudamiento.

El superávit fiscal se reflejó principalmente en la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB (Bs 7.274 millones), que a diciembre de 2011 alcanzaron a Bs36.648 millones (Gráfico IV.1) que representan el 21,6% del PIB. Esta considerable acumulación de recursos que se ha logrado en seis años de superávit fiscales, deja al sector público con un importante colchón de liquidez que le puede permitir implementar impulsos fiscales en un eventual contexto de desaceleración económica internacional.

Se destaca también que en el marco de las operaciones financieras aprobadas, el BCB continuó otorgando financiamiento al TGE y a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE). Los desembolsos del BCB al TGE y a las EPNE en la

gestión 2011 totalizaron Bs3.354,4 millones (Cuadro IV.3). Durante 2011 el BCB firmó contratos de crédito con ENDE (cinco proyectos), COMIBOL (dos proyectos) y EASBA (un proyecto), los cuales fueron desembolsados parcialmente por un total de Bs1.454,1 millones. En el caso de YPFB se desembolsaron en 2011 Bs1.521,5 millones, acumulándose en los dos últimos años un monto de Bs1.781,4 millones. Los desembolsos del crédito de emergencia al TGE³⁷ para la creación del Fondo para la Reconstrucción, Seguridad Alimentaria y Apoyo Productivo fueron de Bs378,8 millones registrando al final de la gestión un saldo adeudado de Bs2.355,1 millones.

En el caso de ENDE, el BCB aprobó créditos por un total de Bs2.421 millones para los proyectos: i) Plan de Emergencia de Abastecimiento de Electricidad al Sistema Integrado Nacional (Bs157 millones), ii) Proyecto Suministro de Energía Eléctrica al Centro Minero Huanuni (Bs37 millones), iii) Plan Inmediato de Adición de Potencia-Modalidad Aportes de Capital a la Empresa Subsidiaria Valle Hermoso S.A. (Bs1.233 millones), iv) Proyecto Planta Termoeléctrica del Sur (Bs764 millones) y v) Proyecto Línea de Transmisión 230kV Chaco Tarija (Bs230 millones).

En el caso de COMIBOL se aprobó un monto total de Bs836 millones para dos proyectos: Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar de Uyuni Planta Industrial Fase II (Bs801 millones) e Implementación de la Planta Piloto de Baterías de Litio en Bolivia Fase III (Bs35 millones).

La reducción del CIN al SPNF vino acompañada de contracciones en los otros componentes del CIN (Cuadro IV.4), entre los que destacan: i) el incremento del encaje constituido debido a las reformas de encaje legal introducidas y también al incremento del excedente de encaje y ii) las colocaciones netas mediante OMA.

Si bien la contracción del CIN fue importante (Bs10.861 millones), la fuerte expansión generada por las RIN (Bs14.861 millones) determinó un incremento de la

**CUADRO IV.3: Créditos del BCB al TGE y a EPNE
A diciembre de 2011
(En millones de bolivianos)**

	Saldo adeudado 2010	Desembolsos 2011	Amortización 2011	Saldo adeudado 2011	Saldo por desembolsar
TGE - Créd. Emergencia	2.063,6	378,8	87,2	2.355,1	1.993,8
TGE - Créd. Liquidez	0,0	0,0	0,0	0,0	2.800,0
YPFB	259,9	1.521,5	0,0	1.781,4	3.097,6
ENDE	0,0	1.292,1	0,0	1.292,1	1.129,2
COMIBOL	0,0	162,0	0,0	162,0	674,4
EASBA	0,0	0,0	0,0	0,0	1.254,6
TOTAL	2.323,5	3.354,4	87,2	5.590,7	10.949,6

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

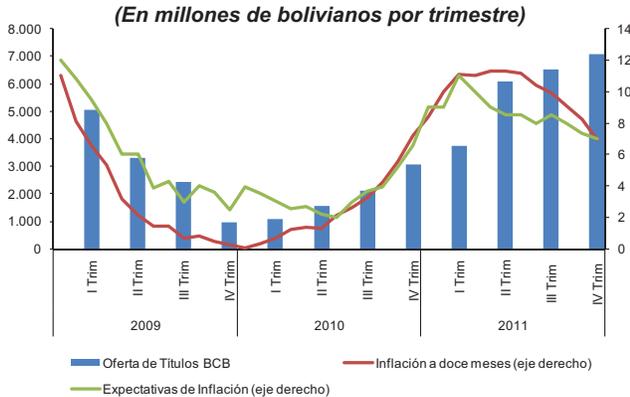
**CUADRO IV.4: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO
A diciembre de 2011
(En millones de bolivianos)**

	2010	2011
1. EMISIÓN	5.693	3.999
2. CRÉDITO INTERNO NETO (CIN)	-768	-10.861
2.1 SECTOR PÚBLICO	-6.749	-4.416
Crédito Neto del BCB (CIN SPNF)	-6.927	-4.010
Cuasifiscal	177	-406
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	3.253	-9.976
Desarrollo	-1	0
Encaje legal	2.655	-5.198
OMA (LT y BT "D")	652	-626
Otros	-54	-152
d/c: Préstamos de liquidez	112	-110
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	12	-63
2.4 OTROS	2.712	-586
d/c: OMA subasta y directa (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	2.144	-856
2.5 OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	5	179
3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)	6.461	14.861
(en mill.\$us.)	923	2.160
PRO MEMORIA: OMA total	2.796	-1.482
OMA total + encaje legal + préstamos de liquidez.	5.563	-6.790

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

³⁷ Crédito aprobado mediante R.D. N°. 024/2008 de 17 de marzo de 2008, atendiendo al DS N° 29438 que declaró situación de Desastre Nacional por los fenómenos hidro-meteorológicos y climáticos adversos provocados por el Fenómeno de "La Niña".

GRÁFICO IV.2: OFERTA TRIMESTRAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: El incremento en el primer trimestre de 2011 se realiza recién a partir del 23 de marzo, lo que en términos acumulados por trimestre se refleja principalmente en el segundo trimestre

CUADRO IV.5: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN CADA SUBASTA
(En millones en moneda de origen)

		IV TRIM/10 ^{1/}	I TRIM/11 ^{1/}	II TRIM/11 ^{1/}	III TRIM/11 ^{1/}	IV TRIM/11 ^{1/}
BCB						
91 días	ME	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
1 año	UFV	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5
91 días	MN	75,0	65,0	65,0	30,0	25,0
6 meses	MN	80,0	90,0	90,0	60,0	130,0
9 meses						130,0
1 año	MN	135,0	230,0	230,0	230,0	250,0
2 años	MN		80,0	80,0	145,0	90,0
Oferta ME		0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Oferta MN		290,0	465,0	465,0	465,0	625,0
Oferta UFV		1,0	1,0	1,0	1,0	0,5
Oferta total BCB (Bs)		292,3	467,3	467,3	466,6	625,8

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} En millones de bolivianos, valorada a tipo de cambio fijo de cada año: 2010 1\$us=7Bs; 1UFV=1,55397Bs; 2011 1\$us=6,88Bs; 1UFV=1,64081Bs

emisión monetaria de Bs3.999 millones, monto similar al esperado para la gestión. El incremento del valor de las exportaciones que, por la nacionalización de los hidrocarburos, constituyen en gran parte recursos del sector público, las medidas de encaje legal que incrementaron los requerimientos en ME y la profundización de la bolivianización en las operaciones de intermediación financiera fueron los principales factores que permitieron la fuerte acumulación de RIN observada en el año.

IV.1.2 Operaciones de Mercado Abierto (OMA)

Con el propósito de regular la liquidez de la economía el BCB interviene en el mercado monetario mediante la colocación o redención de títulos públicos a través de OMA, que se constituye en el principal instrumento indirecto de la política monetaria para contraer o expandir la liquidez del sistema financiero y el volumen de los medios de pago en la economía.

Conforme a las directrices aprobadas por el Directorio del BCB la oferta de títulos de regulación monetaria a través de las OMA se incrementó de un equivalente a Bs292 millones al cierre de 2010 a Bs467 millones en el primer trimestre de 2011. En el segundo y tercer trimestres se mantuvo constante la oferta semanal y al finalizar el 2011 se incrementó a Bs626 millones (Gráfico IV.2; Cuadro IV.5).

Los incrementos se realizaron en instrumentos en MN y en plazos mayores: en el plazo de 6 meses la oferta se incrementó en Bs50 millones, en el de 1 año aumentó en Bs115 millones y en los títulos a dos años transferidos por el TGE al BCB la oferta finalizó en Bs90 millones. Adicionalmente, con la perspectiva de acumular vencimientos para la gestión 2012, en octubre se creó la oferta a 9 meses en MN fijada en Bs130 millones. Por su parte, en el plazo de 91 días la oferta en MN se redujo en Bs50 millones. La oferta en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) se mantuvo constante en 1 millón la mayor parte del año y fue reducida a la mitad a partir de la penúltima subasta del año, mientras que la oferta en ME se eliminó. De este modo, conforme el proceso de bolivianización se está profundizando, las operaciones monetarias del BCB se realizan casi exclusivamente en MN.

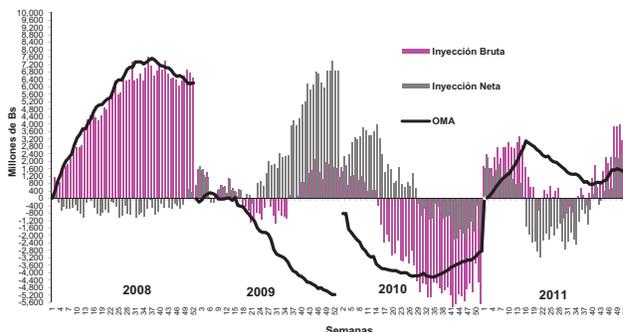
En términos más amplios, la orientación contracíclica de la política monetaria se plasma en el comportamiento

de la liquidez del sistema financiero medida por el excedente de encaje legal (encaje constituido menos encaje requerido; Gráfico IV.3). En 2008, en un contexto de presiones inflacionarias y fuertes inyecciones brutas de liquidez, el incremento de las colocaciones mediante OMA permitió que la inyección neta acumulada sea negativa en la mayor parte del año. Sin embargo, a partir de la irrupción de la crisis financiera internacional en el cuarto trimestre del año, el cambio oportuno en la orientación de la política monetaria de contractiva a expansiva determinó redenciones netas de títulos, cerrando la gestión con una inyección neta acumulada ligeramente positiva a pesar de la fuerte disminución de la inyección bruta.

En 2009, al tornarse negativa la inyección bruta, amenazando con desacelerar el ritmo de la actividad económica, la autoridad monetaria dispuso mayores redenciones de títulos que permitieron que en toda la gestión se realicen inyecciones netas de liquidez de gran magnitud. En 2010, la inflación en el primer semestre fue muy baja (0,4% acumulada) pero repuntó en el segundo semestre (6,7% acumulada) y, coherentemente, la inyección neta acumulada de liquidez pasó de ser positiva a negativa. Si bien durante esta gestión se redujeron los impulsos monetarios con el incremento de la oferta de títulos, esta política fue gradual y las tasas de rendimiento no sufrieron fuertes incrementos, reconociendo que la inflación no se generó principalmente por demanda interna.

En el primer trimestre de 2011 se presentaron fuertes incrementos en el Índice de Precios al Consumidor o IPC y, la elevada inyección bruta de liquidez principalmente de origen externo (Cuadro IV.6), amenazaban con profundizar la inflación por efectos de segunda vuelta. En este contexto se dinamizaron las colocaciones de títulos de regulación monetaria que permitieron disminuir la inyección neta de liquidez, resultado en el que incidió también la acumulación de depósitos del sector público. En el segundo trimestre predominaron los factores de contracción de la liquidez por el crecimiento de la emisión y la acumulación de depósitos del SPNF, al mismo tiempo que las tasas mensuales de inflación y las expectativas sobre esta variable registraron disminuciones considerables, por lo que se realizaron redenciones netas de títulos mediante OMA, contribuyendo así a contener la contracción de liquidez neta. En el tercer trimestre, el

GRÁFICO IV.3: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE LIQUIDEZ
(En millones de bolivianos)



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

CUADRO IV.6: FACTORES DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN DE LA LIQUIDEZ
(Flujos en millones de bolivianos a tipo de cambio de fin de periodo)^{1/}

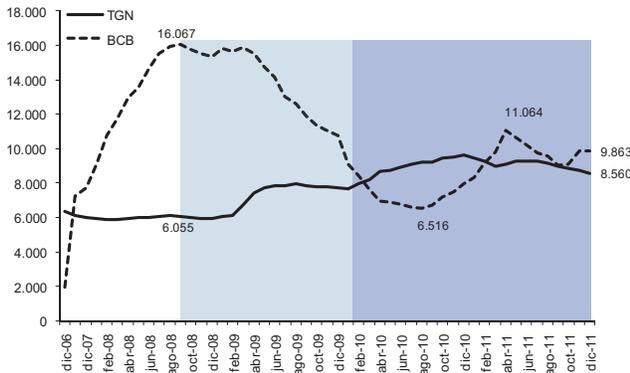
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	2011
Factores de expansión	4.592	1.559	5.300	7.402	18.853
d/c Créditos SPNF	341	344	467	2.085	3.238
RIN	4.919	1.242	3.168	4.898	14.227
Factores de contracción	2.589	4.063	5.408	2.841	14.901
d/c Emisión	-1.451	1.696	789	2.880	3.914
Depósitos SPNF	3.179	2.122	4.252	-448	9.106
Financiamiento Títulos TGE	-659	409	-299	-488	-1.037
Inyección Bruta	2.662	-2.913	191	5.048	4.989
d/c OMA	1.800	-97	-1.208	720	1.215
Inyección Neta	752	-2.816	1.399	4.329	3.665

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

NOTA: ^{1/} Difiere de la información del cuadro IV.4 que emplea un tipo de cambio fijo. Además las OMA se registran a valor descontado, en tanto que en este cuadro el registro es a valor nominal

comportamiento fue parecido y los factores de contracción se incrementaron por una fuerte acumulación de depósitos del SPNF, de tal manera que el BCB realizó inyecciones netas de liquidez mediante redenciones de títulos en un escenario de reducción de las presiones inflacionarias internas y desaceleración económica mundial. Finalmente, en el cuarto trimestre fueron predominantes los factores de expansión, principalmente por el incremento de RIN y la reducción de los depósitos del SPNF. En este contexto el BCB realizó colocaciones netas sin que ello haya implicado alzas considerables de las tasas de rendimiento. De este modo, se incrementó el stock de títulos que el BCB puede redimir en la siguiente gestión en caso de requerirse impulsos monetarios internos que compensen eventuales efectos de una desaceleración económica internacional.

GRÁFICO IV.4: TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(Saldos netos en millones de bolivianos)



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

En la gestión, el factor más importante de expansión de la liquidez fue la ganancia de RIN y, en menor magnitud, los créditos del BCB al SPNF (principalmente a las EPNE). Por su parte, la acumulación de depósitos del SPNF fue el factor de contracción más importante, superando ampliamente al crédito concedido por el BCB a este sector. Las intervenciones del BCB a través de las colocaciones netas de títulos mediante OMA se adecuaron a las condiciones de liquidez observadas en el año. De esta manera, el BCB reguló cuidadosamente la liquidez compensando los factores de expansión y contracción para reducir las presiones inflacionarias y para que el sistema cuente con los recursos necesarios que permitieron mantener un ritmo importante de crecimiento del crédito al sector privado.

Las colocaciones netas mediante OMA (que incluyen las OMA directas), determinaron un incremento del saldo de títulos públicos de regulación monetaria en los primeros meses de 2011, registrándose el máximo de Bs11.064 millones en abril (Gráfico IV.4). A partir de mayo se generaron redenciones netas de títulos que se tradujeron en la reducción del saldo neto hasta finales del tercer trimestre. Durante el cuarto trimestre del año se realizaron colocaciones netas de títulos, cerrando la gestión con un saldo de Bs9.863 millones, que implica un incremento de Bs1.914 millones durante la gestión.

Con el objetivo de inducir alzas moderadas de tasas pasivas del sistema financiero, el BCB dio un nuevo

impulso a la oferta directa de títulos al público (Gráfico IV.5).³⁸ Desde la segunda quincena de marzo de 2011 se suspendió la colocación de este tipo de títulos en UFV, estimulando la demanda de instrumentos en MN con incrementos de las tasas en todos los plazos (3,2% a 91 días, 3,6% a 182 días y 4,0% a 364 días).

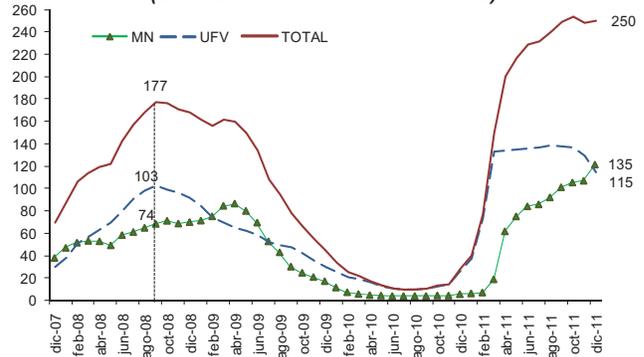
A partir del 15 de agosto la oferta de letras en MN fue reemplazada por nuevos instrumentos denominados Bonos BCB directo en MN, manteniendo los mismos plazos y rendimientos. La creación de estos instrumentos dio un nuevo impulso a la demanda, permitiendo alcanzar un saldo de Bs250 millones a fines de 2011.

Cabe resaltar que a partir del 1 de diciembre se ofrecen Bonos BCB directo de Temporada Navideña con plazos de 63 y 273 días en MN y una tasa de 6%. Estos Bonos, además de incentivar el ahorro de las familias con una tasa significativamente mayor a las ofrecidas por el sistema financiero, permite desplazar el gasto para la próxima gestión y coadyuva a la distribución de los vencimientos. A partir del 16 de diciembre, la venta de los Bonos BCB directo de Temporada Navideña fue ampliada a nivel nacional a través de todas las agencias y sucursales del Banco Unión S.A., entidad subcontratada por Valores Unión S.A. como Agente Colocador de Valores de Venta del BCB.

Las tasas de interés monetarias registraron aumentos moderados con relación a diciembre de 2010 de 60, 62 y 182 puntos básicos (pb) en los plazos de 91, 182 y 364 días, respectivamente (Gráfico IV.6).

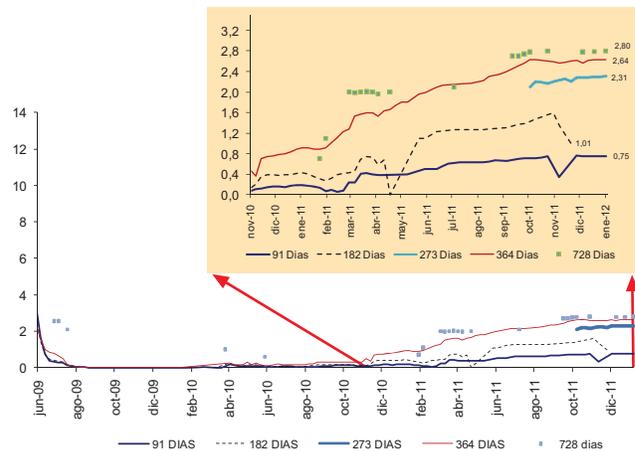
Las tasas activas y pasivas en MN registraron incrementos graduales respecto a diciembre de 2010, en respuesta, entre otros factores, al comportamiento de las tasas del mercado monetario (Cuadro IV.7). En

GRÁFICO IV.5: OMA DIRECTAS
(Saldos en millones de bolivianos)



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

GRÁFICO IV.6: TASA EFECTIVA ANUALIZADA DE TÍTULOS PÚBLICOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(En porcentajes)



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

³⁸ Iniciadas en octubre de 2007, las OMA directas constituyen un instrumento que ha permitido mejorar la efectividad en la transmisión de tasas monetarias a tasas bancarias, posibilitando que el público en general pueda acceder a los títulos del BCB que anteriormente sólo podían ser adquiridos por las entidades financieras. Actualmente, se ofrecen bajo este esquema Bonos BCB directos en MN a plazos de 91, 182 y 364 días; y Bonos BCB directo a 63 y 273 días por temporada navideña (del 1 de diciembre de 2011 al 20 de enero de 2012).

Los Bonos "BCB directo" no pueden ser adquiridos por entidades del sistema financiero; son transferibles con el pago de una comisión.

CUADRO IV.7: TASAS DE INTERÉS EFECTIVAS BANCARIAS EN MONEDA NACIONAL (En porcentajes)

PLAZO	TASAS ACTIVAS				Var. p.b Dic11-Dic10
	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	
1 a 30	6,62	1,94	4,85	6,77	191
31 a 60	8,96	6,79	5,64	7,00	136
61 a 90	8,62	6,00	5,47	6,59	112
91 a 180	9,11	5,46	4,99	6,32	132
181 a 360	10,27	5,92	5,20	6,78	158
361 a 720	17,14	7,82	11,35	9,89	(146)
721 a 1080	18,36	12,40	10,16	13,97	382
Mayores a 1080	14,23	6,95	8,07	9,39	132

PLAZO	TASAS PASIVAS				Var. p.b Dic11-Dic10
	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	
1 a 30	2,97	0,10	0,05	0,40	35
31 a 60	4,08	0,26	0,15	0,74	59
61 a 90	5,16	0,32	0,13	0,61	49
91 a 180	5,38	0,69	0,13	0,90	77
181 a 360	6,39	0,80	0,53	0,87	33
361 a 720	7,87	1,12	0,60	2,00	140
721 a 1080	9,00	1,12	1,08	2,75	167
Mayores a 1080	10,20	2,72	2,24	3,46	122

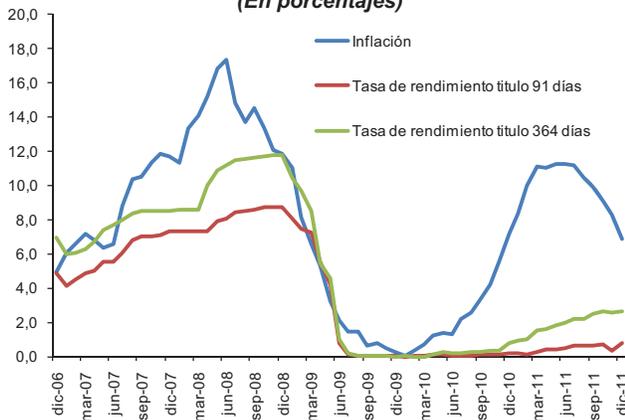
TASAS DE INTERÉS EFECTIVAS BANCARIAS EN MONEDA EXTRANJERA (En porcentajes)

PLAZO	TASAS ACTIVAS				Var. p.b Dic11-Dic10
	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	
1 a 30	9,29	8,58	6,14	4,52	(161)
31 a 60	8,68	6,39	6,60	6,83	22
61 a 90	8,77	6,75	4,85	5,96	111
91 a 180	8,75	6,67	5,64	6,70	106
181 a 360	9,66	6,06	5,53	6,57	103
361 a 720	12,77	8,22	11,95	8,55	(339)
721 a 1080	16,01	9,65	8,10	10,56	245
Mayores a 1080	11,27	7,27	6,44	8,30	186

PLAZO	TASAS PASIVAS				Var. p.b Dic11-Dic10
	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	
1 a 30	0,94	0,14	0,02	0,02	(0)
31 a 60	1,93	0,19	0,03	0,02	(0)
61 a 90	3,68	0,43	0,24	0,14	(10)
91 a 180	5,24	0,70	0,21	0,19	(2)
181 a 360	6,31	0,95	0,75	1,02	27
361 a 720	7,19	1,42	0,81	0,82	1
721 a 1080	7,69	1,65	0,82	1,25	43
Mayores a 1080	8,63	2,24	3,77	3,77	(0)

FUENTE: Banco Central de Bolivia - GEF
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: El cálculo de las tasas activas en MN excluye a los Bancos dedicados al microcrédito (Banco Los Andes, Banco Solidario y Banco de Fomento a Iniciativas Económicas)

GRÁFICO IV.7: COMPARACIÓN DE LA TASA OMA DE 91 Y 364 DÍAS Y LA INFLACIÓN A 12 MESES (En porcentajes)



FUENTE: BCB - GOM, INE
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

ME se presentaron incrementos en la mayor parte de las tasas activas y disminuciones en la mayoría de las tasas pasivas. De este modo, en los diferentes plazos, las tasas activas y pasivas en MN son por lo general más altas que las correspondientes en ME, en línea con las medidas implementadas para promover la bolivianización financiera.

Los incrementos graduales en las tasas de interés, en la dirección prevista por la política monetaria, se orientan a alcanzar un ajuste lento con respecto a la inflación, que estará dado por la corrección paulatina de ambas variables (Gráfico IV.7). La gradualidad ha permitido un balance adecuado entre el objetivo de reducir la inflación y el de no afectar el dinamismo del crédito que contribuye a la actividad económica. En efecto, el crédito del sistema financiero creció en Bs11.245 millones, lo que constituye el mayor crecimiento alcanzado en el país durante un año.

IV.1.3 Encaje legal

Durante 2011 se llevaron a cabo dos modificaciones al Reglamento de Encaje Legal. La primera, aprobada el 18 de enero de 2011 mediante Resolución de Directorio (R.D.) N° 07/2011, surgió como medida prudencial para mejorar la gestión de liquidez, tras las dos corridas bancarias de 2010 (una leve y focalizada en el mes de junio, y otra de naturaleza sistémica durante la última semana de diciembre) que implicaron importantes disminuciones de los depósitos en dólares estadounidenses. Con la medida se incrementaron las tasas de encaje legal requerido en efectivo en ME de 3,5% a 13,5% y los fondos en custodia en ME (porcentaje del encaje en efectivo que las Entidades de Intermediación Financiera (EIF) mantienen en sus bóvedas) de 5% a 40% (Cuadro IV.8). Dada la magnitud del incremento en los requerimientos de encaje en efectivo, se atenuaron posibles impactos negativos sobre los fondos prestables de las EIF a través de la reducción de las tasas de encaje en títulos en ME de 12% a 8%.

Asimismo, esta modificación al Reglamento de Encaje Legal entró en vigencia a partir del 7 de febrero de 2011 para las entidades bancarias y 4 de abril de 2011 para las entidades no bancarias.

De este modo, las entidades mantienen recursos en caja que les permitiría enfrentar de manera oportuna una corrida idiosincrásica o sistémica. La segunda

reforma al encaje, aprobada el 14 de junio de 2011 mediante R.D. N° 072/2011, fue establecida con la finalidad de incentivar al crédito productivo (en lugar del crédito total como estaba reglamentado previamente) y coadyuvar con la regulación de la liquidez en la economía. En esta línea, se modificó el sistema de compensación del encaje requerido en MN bajo el siguiente esquema: i) delimitación de la compensación del encaje requerido al crecimiento de cartera productiva en MN en bancos y FFP; y, ii) cambio de la fecha base para el cálculo de la compensación por crecimiento de cartera en MN, del 30/06/2009 al 30/09/2010, para el sistema financiero en su conjunto (los resultados de la aplicación de la reforma son expuestos en mayor detalle en el capítulo III).

IV.2 POLÍTICA CAMBIARIA

Los incrementos en los precios de las materias primas (principalmente de alimentos), y la apreciación de las monedas de nuestros socios comerciales son determinantes en el comportamiento de la inflación importada en Bolivia. Durante la primera mitad de 2011, en un entorno de nuevos incrementos en la inflación externa provocados por aumentos en los precios de *commodities* y apreciaciones de las monedas de la región, la apreciación del boliviano permitió mitigar las variaciones del índice de precios. En el segundo semestre, con la reducción de la calificación de riesgo a Estados Unidos y la crisis de deuda soberana en varias economías de la Eurozona, se experimentaron reducciones en los precios de los *commodities* incluido el precio internacional de alimentos, con efectos favorables en la inflación importada (Gráfico IV.8).

El régimen cambiario vigente, caracterizado por una menor volatilidad, permitió continuar con las leves apreciaciones de la moneda al ritmo que demandaron las presiones inflacionarias externas. En la medida que la inflación de origen externo tendió a disminuir desde mediados del año, el ritmo de apreciación de la moneda nacional acompañó esa tendencia (Gráfico IV.9). La inflación importada en diciembre fue 6,97%, siendo ésta 1,7pp menor a la alcanzada en junio cuando registró la mayor tasa.

IV.2.1 Orientación de la política cambiaria

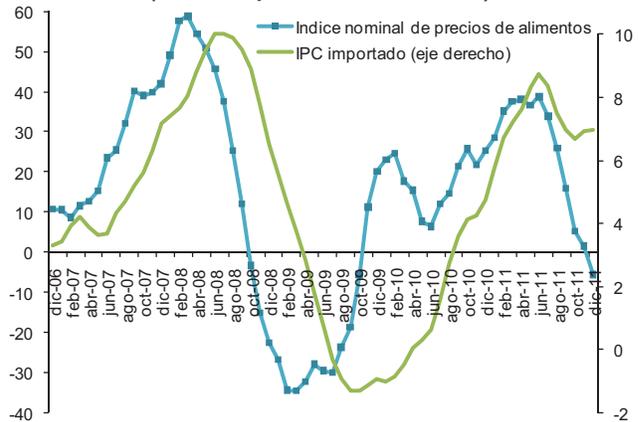
Durante el primer semestre de 2011 el ritmo de apreciación mensual fue mayor, alcanzando en

CUADRO IV.8: TASAS DE ENCAJE LEGAL (En porcentajes)

	R.D. N°70/ 2005		R.D. N°70/2009		R.D. N°130/2010		R.D. N°07/2011					
	Títulos	Efectivo Adicional	Títulos	Efectivo Adicional	Títulos	Efectivo Adicional	Títulos	Efectivo Adicional				
Moneda Nacional y UFV												
Depósitos Vista	10	2	10	2	10	2	10	2				
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2	10	2	10	2	10	2				
Depósitos a Plazo Fijo												
30 a 60 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
61 a 90 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
91 a 180 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
181 a 360 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
361 a 720 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
Mayores a 720 días	10	2	10	2	10	2	10	2				
Moneda Extranjera y MVDOL												
Depósitos Vista	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Depósitos a Plazo Fijo												
30 a 60 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
61 a 90 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
91 a 180 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
181 a 360 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
361 a 720 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45
Mayores a 720 días	10	2	7,5	12	2	30	12	3,5	45	8	13,5	45

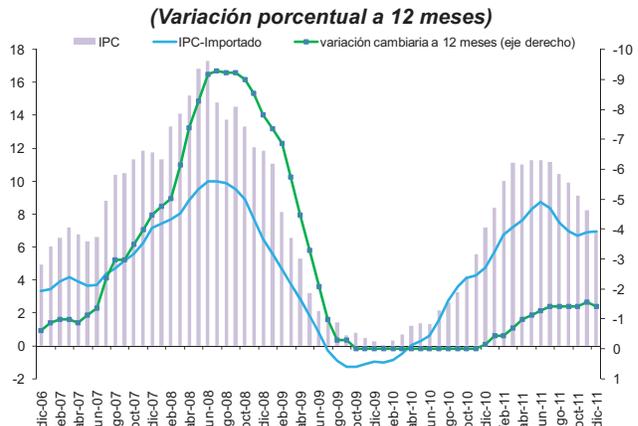
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.8: INFLACIÓN INTERNACIONAL DE ALIMENTOS E INFLACIÓN IMPORTADA EN BOLIVIA (Variación porcentual a 12 meses)



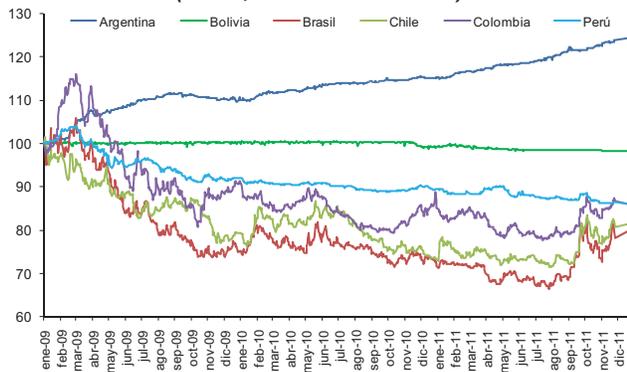
FUENTE: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) - Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.9: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA (Variación porcentual a 12 meses)



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

GRÁFICO IV.10: TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS^{1/}
(Índice, enero de 2009 = 100)

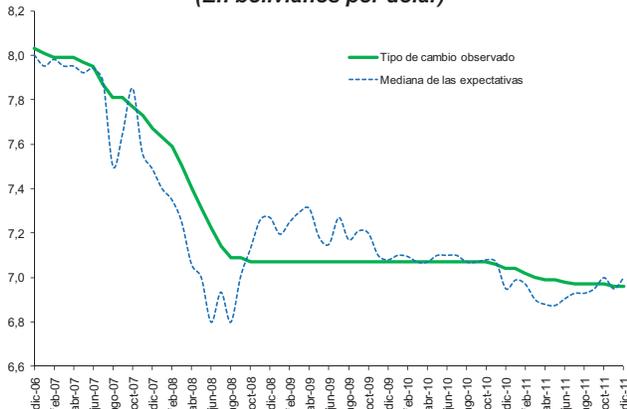


FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Para Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero

promedio a 0,14pp; mientras que en el segundo semestre el promedio fue de 0,05pp en virtud a que la inflación externa interanual disminuyó paulatinamente de 8,35% en julio a 6,97% en diciembre. Esta orientación respondió a las presiones generadas por la inflación importada.

En efecto, hasta agosto, los tipos de cambio de las monedas de la región mantuvieron una tendencia hacia la apreciación, revirtiéndose en septiembre con cierta tendencia hacia la depreciación pero con un comportamiento bastante volátil. La volatilidad cambiaria ha sido mucho mayor en algunos países con metas de inflación (Brasil, Chile y Colombia), producto de las sobre-reacciones que permite su régimen cambiario. En el caso de Bolivia, dado el régimen cambiario vigente (*crawling-peg*), las variaciones son mínimas lo que genera poca volatilidad (Gráfico IV.10).

GRÁFICO IV.11: TIPO DE CAMBIO Y EXPECTATIVAS^{1/}
(En bolivianos por dólar)

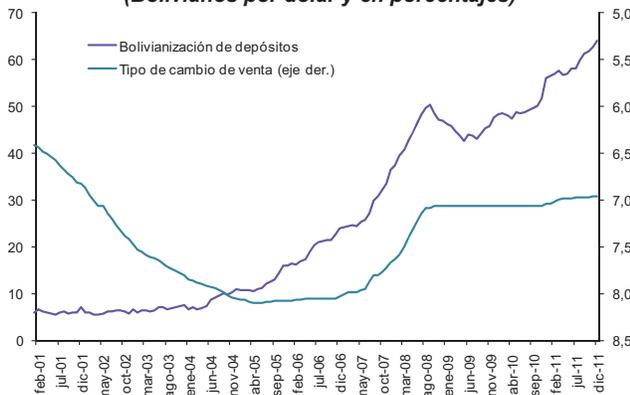


FUENTE: Banco Central de Bolivia y Encuesta de Expectativas Económicas (EEE)
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Corresponde a la pregunta de la EEE: ¿Cuál será el tipo de cambio dentro de un año?

Asimismo, la volatilidad de las expectativas sobre el tipo de cambio en Bolivia se ha reducido, reflejando un grado de internalización por parte de los agentes acerca de las características propias de nuestro régimen cambiario (Gráfico IV.11).

La política cambiaria y otras medidas adoptadas por el BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo tal como establece la CPE a través del MEFP (normativa de encaje legal, entre otras) contribuyeron a profundizar la bolivianización del sistema financiero tanto en cartera como en depósitos. En el segundo semestre de 2011, la bolivianización de los depósitos alcanzó a 64,0% y aunque la apreciación fue muy leve, se observa claramente su influencia en la preferencia del público por la moneda nacional (Gráfico IV.12).

GRÁFICO IV.12: TIPO DE CAMBIO Y BOLIVIANIZACIÓN
(Bolivianos por dólar y en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: El tipo de cambio se muestra en escala inversa

Adicionalmente, el incremento de los precios de la mayoría de los productos de exportación es mucho mayor a la apreciación. Por tanto, la disminución de los ingresos externos, producto de un menor tipo de cambio, se vio más que compensada por los mayores ingresos derivados de mejores precios externos (Gráfico IV.13).

La política cambiaria se ha enfocado no sólo en mantener controlada la inflación y profundizar el proceso de bolivianización; sino también ha velado por mantener el tipo de cambio real en torno a aquel determinado por sus fundamentos. En efecto, la comparación del Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) con su tendencia de largo plazo (aproximación del tipo de

cambio real de equilibrio), da cuenta que en 2011 no se han registrado desalineamientos cambiarios (Gráfico IV.14).

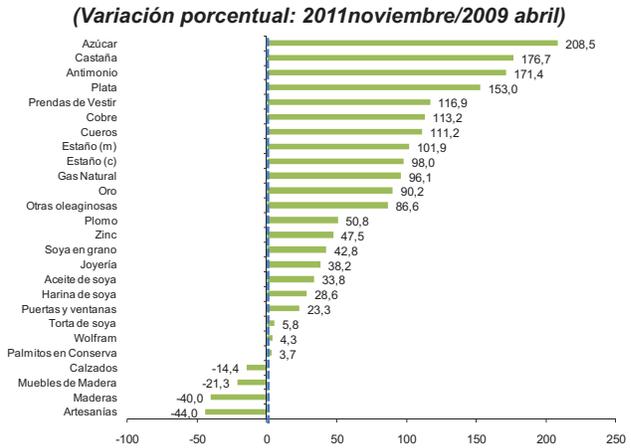
Asimismo, cálculos realizados por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), muestran que Bolivia ha sido el país cuyo ITCER se ha mantenido más cerca del promedio 1990-2009 que puede considerarse como una *proxy* de su nivel de largo plazo (Gráfico IV.15); es decir, Bolivia es el país con el menor desalineamiento del tipo de cambio real en la región.

IV.2.2 Comportamiento de la oferta y demanda de dólares en el Bolsín

En Bolivia se evidenció una estrecha relación entre el mercado de divisas y la evolución de las expectativas del tipo de cambio. Durante episodios de apreciación cambiaria, en los que se ve afectada la composición de los portafolios de los agentes a favor del boliviano, las compras de divisas que realiza el BCB aumentaron claramente. De igual manera, en períodos en los que las expectativas de depreciación de la moneda nacional se incrementaron, se observó un aumento en las ventas de divisas por parte del BCB. A continuación se distinguen seis etapas en las que los movimientos del tipo de cambio y las expectativas tuvieron efectos claros sobre la compra y venta de divisas (Gráfico

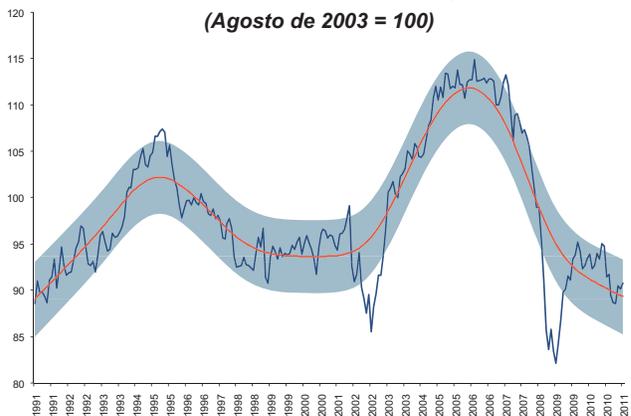
1. Entre enero y septiembre de 2008, el ritmo de apreciación fue en promedio 0,87%. Durante ese periodo las compras de divisas del BCB al sistema financiero ascendieron en promedio a \$us147 millones mensuales y a \$us1.322 millones acumulados, las cuales fueron acompañadas por expectativas de apreciación.
2. En el cuarto trimestre de 2008 en el contexto de la crisis económica y financiera internacional, las expectativas en el mercado cambiario local se alteraron, lo que se tradujo en un cese en las compras de divisas del BCB al sistema financiero y en una reactivación de las ventas. De octubre de 2008 a diciembre de 2009, las ventas alcanzaron en promedio mensual a \$us111 millones y a \$us1.660 millones acumulados. En este periodo el BCB decidió mantener fija la paridad cambiaria y ampliar la oferta diaria de divisas en el Bolsín (de \$us15 a \$us50 millones) para moderar las expectativas y preservar la remonetización alcanzada.

GRÁFICO IV.13: VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y APRECIACIÓN



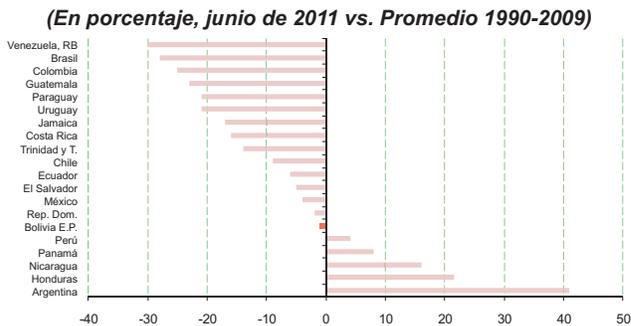
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (c) concentrado; (m) metálico

GRÁFICO IV.14: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL OBSERVADO Y ESTIMACIÓN DE EQUILIBRIO (Agosto de 2003 = 100)



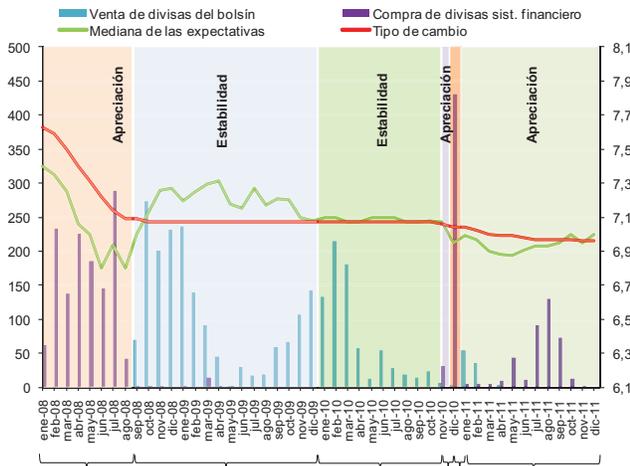
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La banda muestra el rango en el cual se sitúa el tipo de cambio real de equilibrio

GRÁFICO IV.15: VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO



FUENTE: CEPAL
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.16: COMPRA, VENTA DE DIVISAS, EXPECTATIVAS Y TIPO DE CAMBIO
(En millones de dólares estadounidenses y bolivianos [eje der.]



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

CUADRO IV.9: MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO, EXPECTATIVAS Y COMPRA/VENTA DE DIVISAS
(En porcentajes y millones de dólares)

Periodo	Apreciación/Depreciación/Estabilidad	Mediana de las expectativas	Compra de divisas acumulada	Venta de divisas acumulada
1. (2008.01-2008.09)	Apreciación de 0,87 (9,9 anual)	Apreciación de 0,30 (3,6 anual)	1322	70
2. (2008.10-2009.12)	Estabilidad 0	Depreciación de 0,16 (1,9 anual)	16	1660
3. (2010.01-2010.11.22)	Estabilidad 0	Estabilidad 0	0	744
4. (2010.11.23 -2010.12.24)	Apreciación de 0,42 (5 anual)	Apreciación de 0,12 (1,4 anual)	436	0
5. (2010.12.25-2010.12.31)	Estabilidad 0	N.D.	27	4
6. (2011.01-2011.12)	Apreciación de 0,10 (1,1 anual)	Apreciación de 0,05 (0,6 anual)	385	94

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: N.D. no disponible

- En la segunda parte del periodo de estabilidad (de enero a fines de noviembre de 2010), las expectativas tendieron a alinearse con el tipo de cambio oficial; y la venta de divisas disminuyó, situándose en promedio mensual en \$us74 millones y \$us744 millones acumulados. En ese periodo no se registraron compras.
- A fines de 2010, la inflación importada se incrementó alcanzando en noviembre de ese año a 4,3%. En ese contexto, el 23 de noviembre se apreció la moneda nacional en un centavo (0,14%) y la compra de divisas al 24 de diciembre alcanzó a \$us436 millones.
- En la última semana de diciembre de 2010, el sistema financiero sufrió una corrida bancaria. Las compras de divisas del BCB al sistema financiero entre el 25 y el 31 de diciembre alcanzaron a \$us27 millones.
- Finalmente, durante 2011 se ha mantenido la política de apreciación de la moneda nacional, la que en promedio mensual fue del 0,10%. La compra de divisas alcanzó a \$us385 millones, superando ampliamente a las ventas. Esta etapa junto a la cuarta en realidad constituyen una sola, la cual fue interrumpida por el problema sistémico descrito en el periodo 5.

Los impactos de los movimientos del tipo de cambio en el mercado han sido claros en cada uno de los periodos señalados, mostrando de este modo la sensibilidad del sistema ante las medidas cambiarias adoptadas (Cuadro IV.9).

IV.3 OTRAS MEDIDAS

En el segundo semestre de 2011 se implementaron medidas adicionales por parte del Órgano Ejecutivo y el BCB. Estas medidas permitieron el fortalecimiento y diversificación de las reservas internacionales y promovieron un mejor funcionamiento del sistema de pagos de la economía nacional.

Por su parte, la intensa estrategia comunicacional y de rendición de cuentas ante la población civil, junto a la organización de eventos académicos, a la vez de promover la generación de conocimiento permitieron extender la comprensión de las políticas que implementa la autoridad monetaria y fueron importantes para anclar las expectativas del público.

IV.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo para el control de la inflación

Por su parte, el poder ejecutivo, desarrolló medidas que coadyuvaron al control de la inflación, entre las principales se puede citar:

- A mediados de 2011, fue promulgada la Ley de Revolución Productiva Comunitaria Agropecuaria, disposición aprobada en consenso con organizaciones sociales. La norma establece diversas políticas y mecanismos de apoyo al sector agropecuario con el fin de obtener la seguridad y soberanía alimentaria del país. Se abordan aspectos productivos, tecnológicos (p.e. mecanización), financieros, de comercialización, así como la creación de empresas públicas que participarán en el sector (en la producción de fertilizantes, abonos y semillas), junto a la implementación del Seguro Agrario Universal Pachamama.
- Como parte del apoyo a la producción de alimentos, el Ejecutivo llevó adelante el Programa "Más Inversión para el Agua - Mi Agua", que contempló la otorgación de alrededor de Bs770 millones de financiamiento a los municipios para la ejecución de proyectos de agua potable y riego. El incremento de la cobertura del sistema nacional de riego tendría efectos significativos en la mejora de la productividad del sector agropecuario.
- Liberación de aranceles para importación de insumos para la agricultura. Con la emisión del D.S. N°0943, los productores agrícolas quedan eximidos del pago de aranceles a la importación de sus insumos, semillas para siembra, fosfatos de calcio naturales, sangre animal preparada para usos terapéuticos, vacunas para veterinaria, aparatos para cosechar o trillar.
- Políticas de abastecimiento implementadas a través de EMAPA, que incluyen la venta de alimentos a precios subvencionados a consumidores finales; así como la provisión de insumos a productores de alimentos, como es el caso de la dotación de harina y azúcar a los panificadores. Asimismo, para abastecer el mercado del azúcar el Órgano Ejecutivo estableció un diferimiento del Gravamen Arancelario (GA) a 0% para la importación de este producto hasta el 31 de agosto de 2011.

- Mediante D.S. N°0671 de fecha 13 de octubre de 2010, se suspendió de manera excepcional y temporal la exportación de azúcar y caña de azúcar. Posteriormente, se autorizó la exportación de 650.000 quintales de este producto a finales de 2011, una vez que se aseguró el abastecimiento en el mercado interno a un precio justo hasta la siguiente zafra.
- Otra de las medidas fue la priorización de créditos del Banco de Desarrollo Productivo (BDP) para la producción de alimentos. Una de las principales líneas de financiamiento en este sentido, fue el Programa de Crédito Sectorial Cañero que en su primera etapa contó con Bs140 millones para créditos con bajas tasas de interés y plazos convenientes, destinados a la renovación y ampliación de cañaverales y la compra de maquinaria agrícola.

IV.3.2 Compra de oro

Como parte de sus atribuciones, el BCB se encarga de la administración de las reservas internacionales pudiendo invertirlas y depositarlas en custodia, así como disponer y pignorar las mismas del modo más apropiado para el cumplimiento de su objetivo y adecuado resguardo. En este sentido, el 16 de agosto de 2011 el Directorio del BCB autorizó a la Gerencia de Operaciones Internacionales la compra de siete toneladas de oro con la categoría *London Good Delivery Bar* en el mercado financiero internacional, con cargo a recursos de las reservas internacionales en dólares estadounidenses. En este marco, se efectivizó la compra en fecha 31 de agosto de 2011.³⁹ La medida contribuyó a diversificar las reservas internacionales.

IV.3.3 Sistema de Pagos

La Constitución Política del Estado (CPE) establece en su artículo 328 que una de las funciones del BCB es la regulación del sistema de pagos. En tal sentido, el BCB mejoró los servicios del Sistema de Pagos autorizando a SERVIRED S.A. como Entidad de Servicios de Compensación y Liquidación, la realización de actividades de compensación y liquidación de órdenes de transferencia electrónica de fondos (agencias compartidas y giros nacionales), a partir del 20 de septiembre de 2011.

³⁹ Como antecedente, puede mencionarse que el 15 de diciembre de 2010 se realizó una compra de igual magnitud.

Asimismo, el 4 de octubre de 2011, el BCB aprobó el Reglamento de Instrumentos Electrónicos de Pago, cuyo objeto es normar las condiciones de uso y aceptación de los instrumentos electrónicos de pago para promover el funcionamiento seguro y eficiente de las transacciones realizadas con éstos.

Finalmente, a partir del 13 de diciembre de 2011, en consideración a la modificación del Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación, el BCB realizó pruebas de funcionamiento del sistema informático de compensación y liquidación de instrumentos de pago a objeto de verificar el cumplimiento de los requisitos operativos establecidos y el uso de la firma digital en las transacciones.

IV.3.4 Política comunicacional y educativa del BCB

Existe consenso de que una política comunicacional efectiva con la sociedad es crucial para afectar el comportamiento de los agentes económicos, con el fin de alcanzar los objetivos de política económica. Por esta razón, el BCB ha dinamizado y profundizado su relacionamiento con los actores sociales, económicos, políticos, territoriales y la población en general. Esto lo ha hecho principalmente a través de las presentaciones del IPM a nivel nacional desde 2006, producción y difusión masiva de cartillas educativas, curso de economía para periodistas, concurso de teatro y otras actividades de similar naturaleza para las bolivianas y los bolivianos.

En este marco la política comunicacional del BCB tiene un rol cada vez más activo. Durante el primer semestre de 2011, se difundió a nivel nacional el IPM correspondiente a enero de 2011 (actividad que se realiza desde 2006) a representantes de organizaciones sociales y de la sociedad civil.

Al respecto, el 31 de marzo se realizó la Audiencia Inicial de Priorización de Resultados Gestión 2011, eligiéndose tres temas prioritarios: Informe de Política Monetaria, Créditos a Empresas Públicas Nacionales Estratégicas y Programa Educativo. El 17 de junio y el 22 de septiembre se llevaron a cabo la Primera y Segunda Audiencias Informativas al Control Social, ocasiones en las que autoridades y servidores del BCB realizaron presentaciones sobre el avance en los temas priorizados.

En el segundo semestre de 2011, se difundieron en todo el país los resultados del IPM del primer semestre de la gestión y se lanzó la primera versión del Concurso de Teatro empleando como base del guión la cartilla de difusión masiva sobre la inflación editada en 2010 con la participación activa de las organizaciones sociales.

En fecha 18 de noviembre, representantes de organizaciones sociales y de la sociedad civil que conforman el Control Social del BCB, participaron en la Audiencia Final de Rendición Pública de Cuentas realizada en el Auditorio del BCB (La Paz), donde se presentaron los resultados del IPM, su difusión a nivel nacional y los resultados de la primera versión del Concurso de Teatro del BCB, actividad que concluyó con la participación de elencos ganadores de las ciudades de El Alto, La Paz y Potosí y la exhibición de videos del resto de los ganadores a nivel nacional.

Cabe señalar que por vez primera, en diciembre de 2011, se realizaron en las ciudades de Santa Cruz y Cochabamba las Audiencias Finales de Rendición Pública de Cuentas sobre los tres temas priorizados ante distintas organizaciones del Control Social. En todas las oportunidades, la respuesta fue positiva en términos de la cantidad de organizaciones participantes y las evaluaciones realizadas a las acciones del BCB.

Paralelamente, la política comunicacional y educativa del BCB abarca niveles técnico - profesional, al sistema educativo de primaria y secundaria, y a toda la ciudadanía en general. Entre los principales eventos programados para la gestión 2011 (Cuadro IV.10), es conveniente señalar que la mayoría se relacionaron con temáticas que incluyeron el control de la inflación (naturaleza y control de la inflación, crisis alimentaria y seguridad alimentaria), además de inclusión financiera y desarrollo económico.

IV.3.5 Medidas complementarias

En el marco de los objetivos y metas de política económica se coordinaron, conjuntamente con el MEFP y la ASFI, iniciativas con el propósito de fortalecer el proceso de bolivianización del sistema financiero y apoyar al sector productivo por medio de la dinamización de la cartera.

CUADRO IV.10: EVENTOS DE RELACIONAMIENTO INSTITUCIONAL DEL BCB

Evento	Tema	Fecha relevante	Lugar
IV Concurso de Ensayo Escolar	La seguridad alimentaria en las familias	8 de julio de 2011 (plazo de entrega)	Todo el país
V Jornada Monetaria	Crisis alimentaria, inflación y respuestas de política	18 de julio de 2011	La Paz
XIII Premio Nacional de Investigación	Bolivianización y sus determinantes (categoría abierta)	29 de julio de 2011 (plazo de entrega)	Todo el país
4to Encuentro de Economistas de Bolivia	Desarrollo económico: Una discusión abierta	25 y 28 de agosto de 2011	Sucre
Concurso de Teatro	¿Qué es la inflación y cómo debe ser controlada?	2 de septiembre de 2011 (plazo de entrega)	Todo el país
Segunda Jornada Financiera	Inclusión financiera y desarrollo económico	29 de septiembre	La Paz

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

**RECUADRO IV.1:
LAS OMA DIRECTAS Y BONOS BCB DIRECTO Y SUS BENEFICIOS A LA POBLACIÓN**

Como parte de sus medidas, el BCB introdujo en octubre de 2007 un mecanismo de venta directa de valores al público (OMA directas). Ésta fue una importante innovación de política, en la medida que permitió a las familias bolivianas adquirir directamente los títulos valores del BCB; siendo que hasta entonces las entidades financieras eran los únicos agentes que podían llevar a cabo dicha operación.

En principio, las OMA directas contribuyeron a la mejora de los mecanismos de transmisión monetaria, al generarse un canal adicional y más directo para la regulación de la liquidez (en tanto redujeron las tenencias de dinero de los agentes) y el control de las presiones inflacionarias. No obstante, un aspecto importante a destacar es que adicionalmente las OMA directas permitieron de forma explícita la generación de beneficios a la población al propiciar mejores condiciones para el ahorro de su dinero.

En efecto, dadas sus atractivas tasas de rendimiento, las colocaciones directas se constituyeron en una alternativa para los poseedores de recursos líquidos, promoviendo la competencia en el mercado financiero y generando efectos señalizadores e incentivos para que las entidades del sistema incrementen sus tasas de interés pasivas en beneficio de los ahorristas (Cuadro IV.11).

**CUADRO IV.11: TASAS DE INTERÉS DE OMA DIRECTAS A FIN DE PERÍODO
(En porcentajes)**

	Moneda Nacional			UFV		TEP MN	TEA MN
	91	182	364	182	364		
Oct-07	6,841	7,316	8,456	0,000	2,236	4,214	17,059
Dic-07	7,071	7,513	8,485	0,000	2,254	4,267	19,532
Dic-08	8,624	10,624	11,746	0,156	0,367	5,481	17,017
Dic-09	0,004	0,000	0,000	0,000	0,001	1,924	12,184
Dic-10	0,830	1,060	1,400	0,000	0,001	1,096	12,397
Jul-11	1,500	1,900	2,300	0,000	0,001	1,636	12,053

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

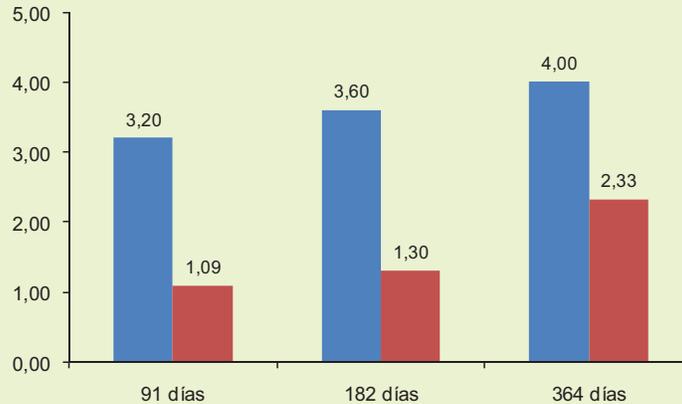
La primera experiencia de venta directa de títulos del BCB tuvo una respuesta favorable por parte de la población. Los valores ofertados estaban denominados en moneda nacional y en UFV, registrando estos últimos una importante demanda al ser sus rendimientos reales superiores a los de otras denominaciones.⁴⁰

Luego de un proceso de estudio y análisis, el 15 de agosto de 2011 se introdujeron los Bonos BCB Directo en sustitución de las OMA directas. Este cambio se produjo con la intención de otorgar mayores facilidades al público, simplificando su comprensión sobre la oferta de títulos existente y rendimientos esperados, orientando de mejor manera sus decisiones de inversión; también se incorporaron nuevos mecanismos para prevenir prácticas especulativas en la compra y venta de los títulos, con el fin que la mayor parte de los beneficios sean apropiados por la población en general. Todo ello, preservando los principios y aspectos positivos que caracterizaron a las OMA directas durante su período de vigencia.

⁴⁰ Las OMA directas en UFV discontinuaron en fecha 12 de julio de 2011.

Los Bonos BCB Directo tienen un límite de compra equivalente a Bs70.000, contando cada uno con un valor nominal de Bs1.000. Estos sólo se emiten en moneda nacional (a diferentes plazos) y la normativa vigente impide su adquisición por parte de las entidades financieras. La señalización sobre las tasas pasivas del sistema financiero y la promoción de la competencia aún se situaron entre los principales objetivos de estos bonos. Lo anterior se verifica al constatar que sus rendimientos exceden significativamente a los ofrecidos por las entidades financieras (Gráfico IV.17).

GRÁFICO IV.17: TASAS DE RENDIMIENTO BONOS BCB DIRECTO Y TASAS PASIVAS PROMEDIO DEL SISTEMA FINANCIERO A DICIEMBRE DE 2011 1/ (En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Las tasas del Sistema Financiero corresponden a las tasas efectivas promedio para un depósito a plazo fijo

Adicionalmente, en línea con el constante esfuerzo de profundizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, moderar las presiones inflacionarias y generar beneficios a la población, el BCB introdujo en diciembre de 2011 una nueva serie de bonos bajo la denominación de Bono BCB directo de Temporada Navideña. Estos títulos cuentan con un rendimiento anual de 6% (superior al de los Bonos BCB Directo), un límite de compra equivalente a Bs15.000 (15 bonos), siendo emitidos únicamente en moneda nacional y con una oferta vigente hasta el 20 de enero de 2012.

Un aspecto a resaltar es que el BCB hizo posible el acceso a los dos tipos de Bonos en todas las regiones del país, al implementarse su venta a través de las oficinas del Banco Unión en las diferentes ciudades del interior (Valores Unión S.A. desempeña las funciones de agente colocador en estos casos).

La evaluación de las ventas de los Bonos BCB directo de Temporada Navideña arroja resultados positivos. En efecto, entre agosto y la primera semana de enero de 2012 se colocaron títulos por un valor cercano a los Bs62 millones. Pese a su reciente introducción, los Bonos BCB directo y de Temporada Navideña alcanzaron una venta de Bs15,9 millones que representó cerca del 26% del total colocado en el período (Cuadro IV.12).

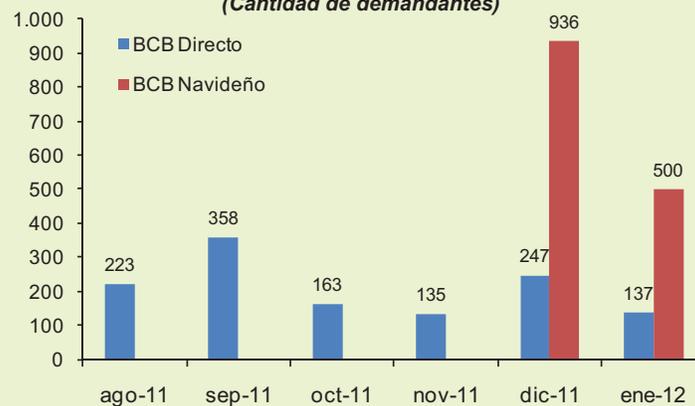
**CUADRO IV.12: COLOCACIONES BRUTAS DE BONOS BCB
DIRECTO - NAVIDEÑO AL 6/01/2012
(En bolivianos)**

Colocador	Plazo	Colocación Bruta
Banco Central de Bolivia (BCB)		
	91	11.356.000
	182	10.230.000
	364	21.904.000
Total BCB - Directo		43.490.000
	63	1.484.000
	273	10.301.000
Total BCB-Navideño		11.785.000
Banco Unión S.A. (BUN)		
	91	356.000
	182	710.000
	364	1.541.000
Total BCB - Directo		2.607.000
	63	505.000
	273	3.589.000
Total BCB-Navideño		4.094.000
Colocación Bruta Total		61.976.000

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

Los efectos positivos generados en la venta de bonos se reflejaron también en el número de clientes demandantes. A la segunda semana de enero de 2012, las colocaciones de bonos abarcaron a cerca de 2.699 clientes. La naturaleza de los compradores, que incluían a trabajadores, profesionales y vendedores ambulantes entre otros, denota claramente la relevancia social de la política de venta de bonos en tanto permitió a diferentes estratos poblacionales incrementar sus niveles de renta esperada. La introducción de los Bonos BCB directo de Temporada Navideña en diciembre aceleró pronunciadamente el proceso de captación de clientes y, en consecuencia, extendió la diseminación de sus beneficios (Gráfico IV.18).

**GRÁFICO IV.18: COLOCACIÓN DE BONOS BCB DIRECTO Y BCB NAVIDEÑO
(Cantidad de demandantes)**



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

Las innovaciones introducidas en la política monetaria, a través de la venta directa de títulos al público, tuvieron efectos positivos en diferentes ámbitos. Como se observó, la nueva política de OMA directa y venta de bonos generó efectos señalizadores y de competencia para las entidades financieras. Su introducción fue oportuna, en períodos en los que se requería del retiro de liquidez del mercado para controlar las presiones inflacionarias existentes. Asimismo, efectos adicionales para el anclaje de expectativas y la profundización de la bolivianización fueron relevantes.

Sin embargo, es desde una perspectiva social que se advierten algunos de los aspectos más importantes de la política de venta de bonos. Ésta permitió al BCB otorgar de modo directo beneficios a la población de pequeños ahorristas, fortaleciendo su interacción con el público y contribuyendo a la mejora de sus condiciones de vida, aspectos de valía en el nuevo enfoque que guía las acciones de la autoridad monetaria.

V. Perspectivas y riesgos de la inflación

Luego de una variación acumulada del IPC de 6,9% en 2011, la proyección de inflación muestra que ésta se situaría en torno a 5% a fines de 2012 y durante 2013 tendería a converger a su objetivo de mediano plazo de 4%. Estas previsiones suponen un entorno internacional con un crecimiento de la economía mundial inferior al previsto en el IPM de julio de 2011. Por una parte, se mantendría el escenario de bajo crecimiento en las economías avanzadas, especialmente en Europa, y las economías emergentes sentirían con mayor fuerza los efectos de la ralentización económica mundial. En este contexto, se espera una atenuación de las presiones inflacionarias externas y la moderación de la tendencia al alza de los precios internacionales de materias primas y alimentos, que sin embargo podrían mantenerse en niveles elevados.

En cuanto a la economía nacional, las previsiones para 2012 señalan un crecimiento entre 5% y 6%, confirmando la proyección efectuada en julio de 2011, pese a la desaceleración de la economía mundial, especialmente de las exportaciones de commodities. Este desempeño económico se sustentaría en los elevados márgenes programados de inversión pública, en la dinámica del sector financiero alentada por la política monetaria a ser ejecutada y políticas de fomento crediticio del Órgano Ejecutivo y la continuidad del impulso del sector de transportes, en un entorno de crisis global.

La evolución futura de la inflación no está exenta de riesgos. Respecto a los riesgos al alza, como parte del contexto externo podría mencionarse a la apreciación de las monedas de socios comerciales (asociada a crecientes flujos de capital a la región

CUADRO V.1: CRECIMIENTO EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación anual, en porcentaje)

	2009	2010	2011(e)		2012(p)		2013(p)	
			CF ¹⁾	FMI ²⁾	CF ¹⁾	FMI ²⁾	CF ¹⁾	FMI ²⁾
Producto Mundial	-0,7	5,2	3,1 (3,6)	3,8 (4,3)	3,2 (4,0)	3,3 (4,5)	n.d.	3,9
Economías Avanzadas	-3,7	3,2	n.d.	1,6 (2,2)	n.d.	1,2 (2,6)	n.d.	1,9
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,8 (2,8)	1,8 (2,5)	2,2 (3,1)	1,8 (2,7)	2,5	2,2
Zona del Euro	-4,3	1,9	1,6 (1,9)	1,6 (2,0)	-0,3 (1,8)	-0,5 (1,7)	1,0	0,8
Japón	-6,3	4,4	-0,8 (-0,2)	-0,9 (-0,7)	1,9 (2,5)	1,7 (2,9)	1,4	1,6
Economías en Desarrollo de Asia	7,2	9,5	n.d.	7,9 (8,4)	n.d.	7,3 (8,4)	n.d.	7,8
China	9,2	10,4	9,1 (9,3)	9,2 (9,6)	8,4 (9,0)	8,2 (9,5)	8,6	8,8
India	6,8	9,9	8,5 (8,0)	7,4 (8,2)	7,0 (8,4)	7,0 (7,8)	7,3	7,3
América Latina y el Caribe	-1,7	6,1	4,1 (4,4)	4,6 (4,6)	3,6 (4,3)	3,6 (4,1)	4,0	3,9
Argentina	0,8	9,2	7,6 (6,5)	8,0 (6,0)	3,5 (4,1)	4,6 (3,0)	n.d.	4,2
Brasil	-0,6	7,5	2,9 (4,0)	2,9 (4,1)	3,2 (4,6)	3,0 (4,1)	4,3	4,0
Chile	-1,7	5,2	6,2 (6,3)	6,5 (5,9)	4,0 (5,0)	4,7 (4,9)	4,8	4,5
Colombia	1,5	4,3	5,2 (5,0)	4,9 (4,6)	4,5 (5,0)	4,5 (4,5)	n.d.	4,5
México	-6,2	5,4	3,9 (4,4)	3,8 (4,7)	3,1 (4,0)	3,5 (4,0)	3,4	3,5
Perú	0,9	8,8	6,8 (6,7)	6,2 (7,5)	5,2 (6,3)	5,6 (5,8)	5,6	6,0
R.B. de Venezuela	-3,2	-1,5	3,7 (2,2)	2,8 (1,8)	3,9 (2,8)	3,6 (1,6)	n.d.	2,1
Est. Plur. de Bolivia	3,4	4,1	4,7 (4,1)	5,0 (4,5)	3,7 (4,0)	4,5 (4,5)	4,1	4,5
PIB relevante para el EP. de Bolivia³⁾	-1,6	4,8	3,5 (3,9)		2,9 (3,9)		3,3	

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (septiembre de 2011 y actualización enero de 2012), *Latin American Consensus Forecast* (enero de 2012), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (enero de 2012)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ¹⁾ Considera los datos de enero de 2012; entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de julio de 2011

²⁾ Considera los datos de septiembre y actualización enero de 2012; entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de julio de 2011

³⁾ Crecimiento promedio anual ponderado de los trece principales socios comerciales del Estado Plurinacional de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)

(e) estimado

(p) proyectado

(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecasts*

dada la aversión al riesgo de los inversores y la incertidumbre existente en mercados financieros de economías avanzadas) y a presiones sobre el precio del petróleo originadas en tensiones geopolíticas en Oriente Medio; otros riesgos internos corresponden a mayores precios de ciertos alimentos por efectos adversos ocasionados por La Niña, junto a moderadas presiones de demanda y expectativas sobre posibles cambios en precios relativos. Entre los riesgos a la baja, se considera una desaceleración mayor a la prevista de la actividad económica mundial y la caída de los precios internacionales de commodities, un descenso más pronunciado que lo esperado en los indicadores de inflación de los socios comerciales y, en lo que concierne a la economía nacional, la gradual moderación de la dinámica del sector inmobiliario privado junto al menor consumo privado financiado exclusivamente por remesas originado en la ralentización de las economías receptoras de migrantes bolivianos.

En este contexto, el BCB, en el marco de la orientación contracíclica de sus políticas, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, continuará implementando de manera oportuna las medidas que sean necesarias para el control de la inflación y para contribuir al crecimiento del sistema financiero, de tal forma que se promueva la actividad económica nacional.

Este último capítulo presenta las perspectivas más probables de la inflación para el bienio 2012-2013, describiendo la dinámica prevista de las principales variables que influyen en el comportamiento del nivel de precios. El capítulo finaliza considerando los principales riesgos de naturaleza externa e interna y la trayectoria más probable que seguiría la tasa de inflación en las gestiones 2012 y 2013.

V.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

Según organismos internacionales y entidades privadas especializadas, las perspectivas sobre la economía mundial para 2012 reflejan un crecimiento inferior a lo previsto en el IPM de julio de 2011(Cuadro V.1). Las expectativas se tornaron más pesimistas en respuesta a los hechos acontecidos en los meses recientes, en particular la crisis de deuda de las economías periféricas de la Zona Euro y sus repercusiones en las economías centrales de la misma.

En las economías avanzadas, el escenario de bajo crecimiento se mantendría para 2012, con una tasa de expansión de 1,2%. En el caso de EE.UU. y en línea con la tendencia observada a fines de 2011, se prevé una lenta recuperación esperándose un crecimiento de 1,8%.

Respecto a la Zona Euro se proyecta una contracción de la actividad de 0,5% para 2012, dados los latentes riesgos por efecto de la crisis de deuda y el deterioro financiero de los países periféricos y de algunas economías centrales de la región.

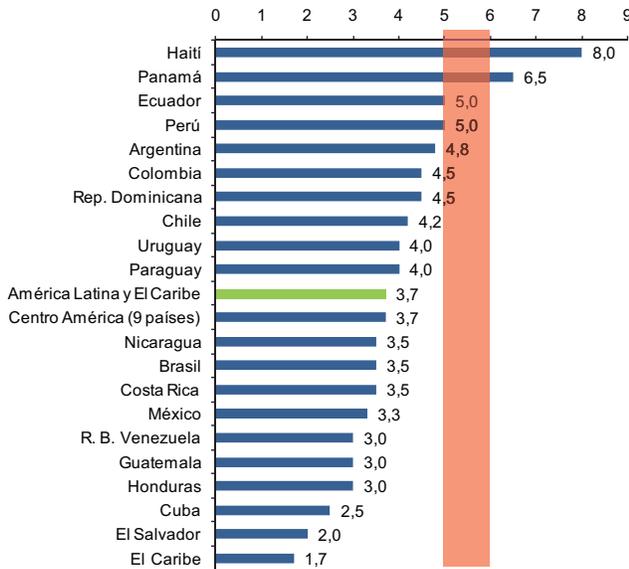
El escenario anterior fue proyectado bajo el supuesto de moderación de la crisis fiscal y financiera de los países periféricos de la Zona Euro y la puesta en marcha de un acuerdo de las autoridades estadounidenses que armonice el respaldo a la economía y la consolidación fiscal a mediano plazo.

Por otra parte y en comparación con 2011, las economías emergentes y en desarrollo sentirían con mayor rigor los efectos del menor dinamismo económico mundial, esperando una desaceleración de su ritmo de crecimiento en 2012. En el caso de China, cuya expansión se moderó tras los esfuerzos por encaminar la economía hacia un suave aterrizaje, el crecimiento de su actividad sería levemente superior al 8%. Si bien esta cifra es alta, es menor a la observada en 2011 y reflejaría los efectos de la contracción de la demanda mundial de productos industriales chinos.

En cuanto a las economías latinoamericanas, el sector industrial de Brasil se vio seriamente afectado por la contracción de la demanda global, lo que conllevaría a que en 2012 esta economía sólo alcance una tasa de crecimiento alrededor del 3%; lo anterior podría tener lugar no obstante los recientes estímulos fiscales al crédito y a la entrada de capitales mediante recortes a impuestos a las operaciones financieras que habían sido incrementados a mediados de año para limitar el ingreso de capitales desde el exterior en un contexto diferente.

Para el caso argentino, según la CEPAL, luego de lograr un crecimiento cercano a 9% en 2011, favorecido principalmente por la expansión de su demanda interna, caracterizada por un fuerte consumo privado y una creciente inversión; para 2012 se prevé una ralentización de la dinámica económica hacia niveles cercanos al 4,8%.

GRÁFICO V.1: CRECIMIENTO PROYECTADO DEL PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2012
(Variación anual, en porcentaje)

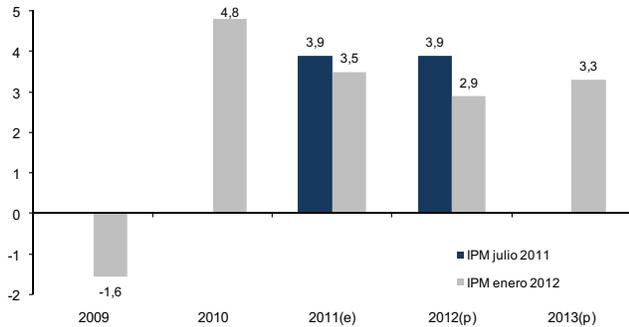


FUENTE: CEPAL, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y El Caribe (diciembre de 2011) y Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: El área muestra el intervalo en el que se encontraría el crecimiento del producto boliviano según estimaciones del BCB

Por su parte, la previsión de crecimiento del E.P. de Bolivia para el año 2012, estimada conjuntamente con el Órgano Ejecutivo, se situaría entre 5% y 6%, en ese sentido la elaboración del Presupuesto General del Estado 2012 considera un crecimiento de 5,5%. Las estimaciones del CF, FMI y CEPAL prevén un crecimiento menor (entre 3,7% y 4,5%), pero éstas se basan en extrapolaciones y no consideran los importantes montos de inversión pública presupuestados para esta gestión. Es oportuno señalar que estos organismos proyectaban en julio tasas de crecimiento para Bolivia en 2011 más bajas que las que ellos mismos presentan en sus últimas revisiones.

En este contexto, la CEPAL proyecta que la tasa de crecimiento de la región estaría en torno a 3,7% en 2012 (0,6pp menor a la del periodo anterior). En tal sentido, es oportuno remarcar que la previsión de crecimiento del E.P. de Bolivia para el año 2012 no sólo superaría al promedio regional sino que se constituiría en una de las más elevadas de la región (Gráfico V.1).

GRÁFICO V.2: CRECIMIENTO DEL PIB EXTERNO RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países - FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (septiembre de 2011 y actualización enero de 2012) - Latin Focus Consensus Forecast (enero de 2012) - JP Morgan, Global Data Watch (enero de 2012)
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano del crecimiento de los trece principales socios comerciales del E.P. de Bolivia
 (p) proyectado
 (e) estimado

Específicamente, las previsiones sobre el crecimiento externo relevante para Bolivia en 2012 (2,9%) muestran una cifra de expansión inferior a la registrada en 2011 (3,5%) y por debajo de lo proyectado en el IPM de julio de 2011 (3,9%). Esta previsión es consistente con el desempeño esperado de los principales socios comerciales, tanto de economías avanzadas como de países vecinos (Gráfico V.2).

Con relación a los precios internacionales de las materias primas, éstos tenderían a reducirse moderadamente en 2012, debido al estancamiento de la demanda y al menor ritmo de crecimiento de las economías emergentes, en especial de China e India. En este sentido, podría esperarse descensos de precios más pronunciados para algunos minerales (cobre, plata y estaño). En lo que atañe al precio internacional del petróleo, aunque persiste la incertidumbre sobre su evolución futura, las previsiones de organismos multilaterales (FMI y Banco Mundial) señalan que su comportamiento tendería a exponer correcciones a la baja en 2012. No obstante, un factor que podría contrarrestar dicha tendencia es la profundización de conflictos geopolíticos en países productores del Medio Oriente.

En línea con las expectativas de un escenario de menor crecimiento y caída moderada en los precios de las materias primas y alimentos, la preocupación por la inflación en el ámbito internacional sería menor, aunque con un comportamiento levemente diferenciado por regiones en 2012. En las economías avanzadas, un crecimiento reducido o nulo y mayores niveles de desempleo, sugieren que la inflación descendería y se mantendría en niveles mínimos, sobre todo en los países centrales de Europa. Por otro lado, en las economías emergentes, la moderación de los precios de las materias primas y alimentos y el menor dinamismo económico contribuirían a atenuar el ritmo de variación de precios. Los países de América Latina y el Caribe presentarían un escenario similar donde, aunque con relativas excepciones, predominaría la tendencia a la reducción de las tasas de inflación respecto a las observadas en 2011 (Cuadro V.2).

Dado el contexto descrito de desaceleración económica global y menores presiones inflacionarias, se espera para 2012 que las tasas de política de los bancos centrales de las economías avanzadas y emergentes tiendan a mantenerse estables o bien registren reducciones; también es previsible la ejecución de políticas tendientes al estímulo de la demanda agregada.

En este sentido, la FED de Estados Unidos anunció que mantendría en niveles mínimos sus tasas de corto plazo hasta 2014. A su vez, en Europa el BCE, que redujo a niveles mínimos su tasa de referencia en los últimos meses, no prevé incrementos en el primer semestre ante la posibilidad de una profundización de la crisis de deuda y de sus efectos en la actividad real del bloque.

En América Latina, el rumbo marcado por el Banco Central de Brasil y de Chile con reducciones graduales de su tasa de política monetaria, podría ser seguido en los próximos meses por otras economías importantes de la región. Por otra parte, un debilitamiento de la demanda global podría provocar un deterioro de las cuentas corrientes de Brasil y Argentina, presionando a la depreciación de sus monedas lo que repercutiría en un menor nivel de inflación importada para Bolivia.

Sin embargo, el espacio para la aplicación de políticas orientadas a la recuperación del ritmo de crecimiento

CUADRO V.2: INFLACIÓN EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación a fin de periodo, en porcentaje)

	2010		2011(e)		2012(p)		2013(p)	
	CF ^{1/}	FMI ^{2/}						
Economías Avanzadas	2,0	n.d.	2,3	n.d.	1,3	n.d.	1,4	1,4
Estados Unidos	1,7	3,2 (2,9)	2,5 (2,1)	n.d.	1,9 (2,0)	0,9 (1,4)	1,9 (1,7)	1,0 (1,7)
Zona del Euro	2,2	2,7 (2,6)	2,3 (2,1)	n.d.	1,9 (1,0)	1,5 (1,7)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)
Japón	-0,4	-0,3 (0,3)	-0,3 (2,0)	n.d.	-0,3 (0,3)	-0,2 (2,6)	0	0,1
Economías en Desarrollo de Asia	6,2	n.d.	6,3	n.d.	4,9	n.d.	4,1	4,1
China	4,7	5,4 (4,8)	5,1 (4,2)	n.d.	3,5 (3,7)	3,0 (2,0)	3,7 (3,0)	3,0 (3,0)
India	9,5	8,4 (7,8)	8,9 (7,7)	n.d.	7,2 (6,7)	8,5 (5,9)	n.d. (5,9)	5,9 (5,9)
América Latina y el Caribe	6,6	6,8	6,5	6,2	5,6	n.d.	5,4	5,4
Argentina	10,9	9,9 (10,2)	11,0 (11,0)	n.d.	10,3 (14,2)	11,0 (11,0)	n.d. (11,0)	11,0 (11,0)
Brasil	5,9	6,5 (6,2)	6,3 (5,9)	n.d.	5,3 (5,2)	4,5 (4,5)	n.d. (4,5)	4,5 (4,5)
Chile	3,0	4,4 (4,4)	3,6 (4,5)	n.d.	3,0 (3,3)	3,1 (3,2)	n.d. (3)	3,0 (3)
Colombia	3,2	3,6 (3,4)	3,1 (3,2)	n.d.	3,5 (3,6)	3,1 (3,1)	n.d. (3,0)	3,0 (3,0)
México	4,4	3,5 (3,6)	3,3 (3,5)	n.d.	3,7 (3,7)	3,0 (3,0)	n.d. (2,9)	3,0 (2,9)
Perú	2,1	4,7 (5,5)	3,3 (3,5)	n.d.	2,7 (2,7)	2,5 (3,0)	n.d. (1,9)	2,0 (1,9)
R.B. de Venezuela	27,2	29,0 (28,2)	24,5 (32,4)	n.d.	29 (26,9)	24,0 (30,1)	n.d. (23,7)	23,7 (23,7)
Inflación relevante para el E.P. de Bolivia ^{3/}	8,1	6,1 (6,7)	-0,8 (2,4)	n.d.	-0,8 (2,4)	2,9	n.d.	2,9

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (septiembre de 2011), *Latin American Consensus Forecast* (diciembre de 2011), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (diciembre de 2011)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Considera los datos de enero de 2012. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de julio de 2011

^{2/} Considera los datos de septiembre y actualización enero de 2012. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de julio de 2011

^{3/} Crecimiento promedio anual ponderado de los trece principales socios comerciales del Estado Plurinacional de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)

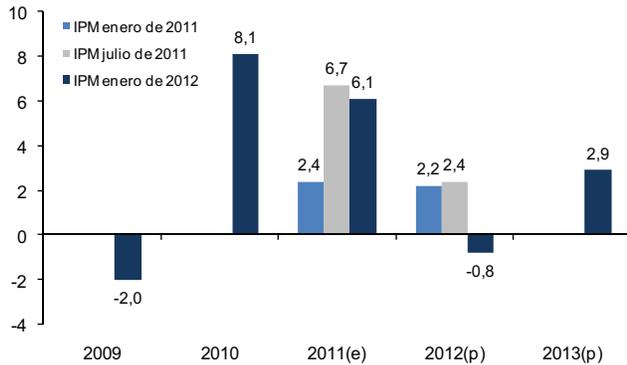
(p) proyectado

(e) estimado

(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecasts*

GRÁFICO V.3: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación promedio, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países - FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (septiembre de 2011 y actualización enero de 2012) - *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2012) - JPMorgan, *Global Data Watch* (enero de 2012)

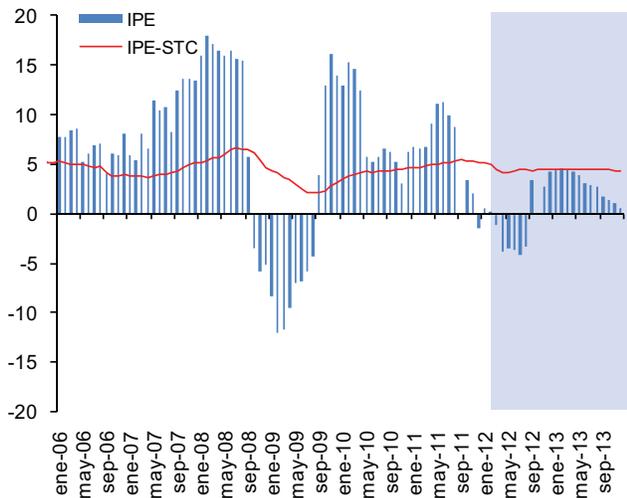
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano de la inflación en dólares estadounidenses de los trece principales socios comerciales del E.P. de Bolivia
(p) proyectado
(e) estimado

de la economía regional, se vería afectado por un posible exceso de liquidez global que puede generar las políticas expansivas en Europa y Estados Unidos. En efecto, dada la importante inyección prevista para 2012, un mayor flujo de capitales direccionado hacia América Latina podría apreciar las monedas en esta región, tal como se ha observado hasta el cierre de la presente edición.

En este sentido, se estima que la inflación externa relevante para Bolivia, que estuvo en 2011 en torno a un promedio de 6,1%, descendería hasta -0,8% en 2012, para luego situarse alrededor de 3% en 2013 (Gráfico V.3). La caída proyectada durante el presente año se puede interpretar como un leve ajuste a la baja después de un alza acumulada de 19% entre 2009 y 2011, así como una corrección debido a que el incremento esperado a inicios del año pasado (tal como fue reportado en el IPM de enero de 2011) fue de 2,4%, considerablemente menor al alza efectivamente observada en la anterior gestión

GRÁFICO V.4: INDICADORES DE INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países - FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (septiembre de 2011 y actualización enero de 2012) - *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2012) - JPMorgan, *Global Data Watch* (enero de 2012)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: IPE: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano de la inflación en dólares estadounidenses de los trece principales socios comerciales del E.P. de Bolivia
IPE-STC: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano de la inflación en moneda local de los trece principales socios comerciales del E.P. de Bolivia
(p) proyectado
(e) estimado

Sin considerar las variaciones cambiarias, la inflación de los socios comerciales que aumentó de 3% en promedio durante 2009 a 5,1% en 2011, disminuiría hasta situarse en torno a 4,5% en 2012 y 2013 (Gráfico V.4). En ambos casos, el descenso de los indicadores de inflación relevante para Bolivia (tanto la que incluye movimientos cambiarios como la que no los incluye) es más leve que la registrada durante la crisis global de 2008-2009.

V.2 CONTEXTO NACIONAL

El comportamiento reciente de la actividad económica en Bolivia muestra un continuo crecimiento del PIB que en 2011 estaría en torno al 5,1%, a pesar de la turbulencia generada por la nueva coyuntura internacional adversa.

Para 2012 se prevé que el crecimiento se sitúe en el rango 5%-6%, confirmando la previsión efectuada en el IPM de julio de 2011 a pesar de que se espera una desaceleración de la economía mundial. Cabe notar que no se prevé un riesgo elevado de la desaceleración de Brasil sobre las nominaciones de gas natural en virtud a la cláusula vigente de "toma o paga" (*take-or-pay*). Adicionalmente, se prevén mayores envíos a la Argentina por la vigencia de la Adenda al contrato ENARSA, lo que podría compensar una eventual caída de las nominaciones de Brasil.

Asimismo, la actividad económica tendría un fuerte respaldo en la inversión pública presupuestada en un monto superior a los \$us3mil millones, cuyos recursos estarán focalizados en proyectos de infraestructura, productivos y sociales. Lo anterior, junto a la continuidad de la dinámica del sector financiero en un contexto de políticas de fomento crediticio (incluyendo las de origen monetario) y la continuidad del impulso del sector de transportes, incidirían favorablemente en el crecimiento económico de Bolivia, constituyéndose entre las más altas tasas de variación del PIB de los países de América Latina.

Finalmente, para 2013 se prevé la persistencia de la dinámica productiva, para culminar la gestión nuevamente con un crecimiento en el rango 5%-6%. El mismo sería apuntalado por la actividad de la construcción (en razón a la ejecución de importantes proyectos de infraestructura caminera, vial y aeroportuaria), la minería, hidrocarburos y energía, entre otros.

El sector minero repuntaría producto de la dinámica de los proyectos públicos, privados y de riesgo compartido como el Mutún, la explotación del litio del Salar de Uyuni, las fundiciones de Vinto y Huanuni y un mejor desempeño de Karachipampa. Asimismo, aumentaría de manera significativa la producción de cobre en Coro-Coro y la producción de oro.

El aumento en la producción de hidrocarburos por parte de YPFB sería consecuencia de mayores inversiones en exploración que permitirían un aumento sustancial de las reservas de gas explotadas. Asimismo, se registraría un incremento considerable en la generación de energía debido a las inversiones programadas por ENDE en la red interconectada.

Respecto a las cuentas externas, se estima un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de alrededor a 3,4% del PIB para 2011 y un déficit de 4,4% del PIB para 2012, consistente con mayores importaciones de bienes de capital e insumos intermedios para plasmar los planes de inversión pública.

El resultado esperado en cuenta corriente para 2012 no tiene el mismo significado que los resultados alcanzados durante los primeros cinco años del siglo XXI, que correspondieron a mayores niveles de endeudamiento y uso de reservas para gasto corriente.

CUADRO V.3. PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS
(En porcentajes del PIB)

	2005-2008	2009	2010	2011 (e)	2012 (e)
Cuenta Corriente	10,5	4,7	4,6	3,4	-4,4
Balance Global	11,8	1,9	4,7	8,8	-0,8
Exportaciones de Bienes	33,8	28,2	31,8	33,6	28,0
Importaciones de Bienes	26,3	25,4	27,2	30,9	32,6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Proyecciones del BCB
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (e) estimado

Al contrario, este déficit sería caracterizado por la utilización de recursos para la industrialización e impulso al crecimiento económico del país por la importación de bienes de capital e insumos que dinamizarían la inversión pública y privada. Asimismo, aunque en menor medida, el déficit estaría explicado por la disminución del valor exportado debido a los menores precios de materias primas como consecuencia de la caída en la demanda global, y probables disminuciones de las remesas familiares provenientes del exterior debido a la desaceleración de la actividad económica en las principales economías de origen de estos recursos y algunas medidas impuestas en estos países que limitan las transferencias al exterior (Cuadro V.3).

Por su parte, las políticas del BCB continuarán con su orientación contracíclica, manteniendo un balance adecuado entre el objetivo de que la tasa de inflación converja de forma gradual a su meta⁴¹ y la importancia de compensar eventuales *shocks* externos adversos para contribuir, dentro de su ámbito, al dinamismo de la actividad económica.

En este sentido, se prevén reducciones graduales en la oferta de títulos de regulación monetaria a partir del segundo trimestre tendientes a generar inyecciones de liquidez que contribuyan a sostener el ritmo de la actividad económica. La política de encaje legal diferenciada por monedas continuará profundizándose para fortalecer el proceso de bolivianización.

Los movimientos en el tipo de cambio continuarán orientados a amortiguar eventuales presiones inflacionarias de origen externo y a coadyuvar al proceso de remonetización, con la cautela que se ha mantenido hasta el presente de no generar movimientos bruscos o desalineamientos persistentes.

Estas políticas coordinadas con las aplicadas por el Órgano Ejecutivo, de acuerdo al mandato establecido en la Constitución Política del Estado, tienen como propósito generar las condiciones propicias para que al cierre de 2012 la inflación sea más baja y contribuir a un crecimiento económico más alto, acompañado por un mejoramiento en la redistribución del ingreso.

⁴¹ Como se señala más adelante, la meta de 2012 es de una inflación en torno a 5%. Por su parte, la meta de mediano plazo, alcanzable en un horizonte temporal más amplio, se encuentra en 4%.

V.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

La presente sección delinea la evolución más probable que podría seguir la inflación en el bienio 2012-2013. Este análisis considera los elementos del contexto interno y externo relevantes para la economía nacional, en virtud a la influencia que ejercería su comportamiento sobre la trayectoria futura de la variación de precios.

En principio, como parte del escenario más plausible para 2012 se espera que la inflación interanual mantenga una tendencia decreciente en el primer trimestre, para luego ascender suavemente hasta un nivel en torno a 5% al cierre de la gestión. Por su parte, en 2013 la variación de precios descendería gradualmente, alcanzando a fines de año una cifra cercana a la meta de mediano plazo (4%).

En términos de los determinantes internos que fundamentan la trayectoria prevista de la inflación, se considera que el núcleo inflacionario evolucionaría de manera similar a lo observado en el segundo semestre de 2011, es decir, se desaceleraría a un ritmo más moderado que el del IPC total, para converger al nivel de la inflación total en el último trimestre de 2012. Al interior de éste, los segmentos de servicios ejercerían presiones acotadas al alza de precios. En lo que concierne a los bienes y servicios fuera del núcleo, se asume que los precios de los bienes regulados no sufrirían modificaciones en el corto plazo, situación que se replicaría en el caso de los precios del transporte y combustibles.

En el mismo sentido, puesto que el sector agropecuario se mantendría dentro de la senda de recuperación productiva, pues existe la expectativa que se alcancen niveles de crecimiento superiores a los de 2011, se reduciría la probabilidad de ocurrencia de presiones inflacionarias en el rubro de alimentos.

Por su parte y en lo que concierne al contexto externo, éste se caracterizaría por la continuidad de la incertidumbre en los mercados internacionales y con altos riesgos a la baja en la actividad de las economías avanzadas. Si bien los precios internacionales de los *commodities* descenderían como resultado de la desaceleración global, éstos podrían mantenerse fluctuando en niveles aun altos. En el mismo sentido, pese a existir la expectativa de un descenso de los

indicadores de inflación de los socios comerciales, un significativo flujo de capitales a la región podría generar presiones a la apreciación de sus monedas. Estos elementos implicarían un escenario en el cual podrían persistir las presiones externas, como se observó en el leve repunte de la variación interanual de la inflación importada en los últimos dos meses de 2011.

En este sentido, la evaluación cuantitativa y cualitativa denota que como parte del escenario más probable la inflación se posicionaría alrededor del 5% a fines de 2012, en un rango entre 3,5% y 6,5%, en tanto que en 2013 la inflación cerraría en torno a 4%, en un intervalo entre 2% y 6% (Gráfico V.5).

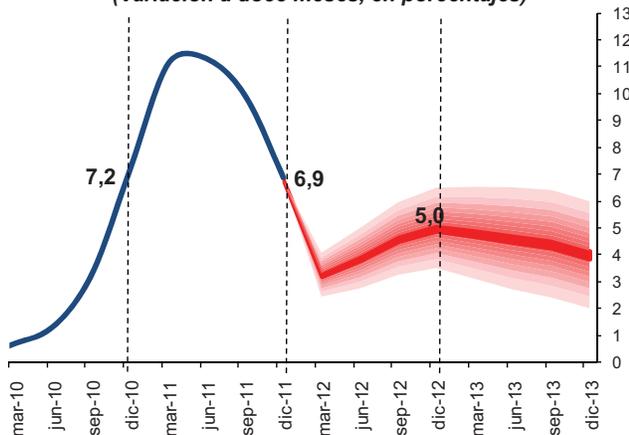
V.4 BALANCE DE RIESGOS

La sección anterior expuso el comportamiento que podría seguir la variación de precios en los próximos trimestres, con el propósito de considerar el margen de incertidumbre inherente a la evolución futura de la inflación. Este apartado realiza un balance que toma en cuenta los riesgos existentes (internos y externos, al alza y a la baja) que podrían llevar a que la inflación futura sea mayor o menor respecto al escenario proyectado en el acápite precedente.

En principio, entre los riesgos al alza destacan los relacionados con el contexto externo, entre los que se encuentra la apreciación de las monedas de socios comerciales que podría concretarse ante incrementos de los flujos de capital a la región (asociados a las rentabilidades que ofrecen estos países y a la exposición de los mercados financieros internacionales a la deuda soberana de la Zona Euro). Otra fuente de riesgo al alza constituyen las presiones sobre el precio del petróleo a consecuencia de tensiones geopolíticas en Oriente Medio. Ambos factores, a través de diversos mecanismos podrían incrementar la inflación importada en Bolivia.

En lo que concierne a los riesgos internos al alza, se tienen los mayores precios de alimentos de origen agropecuario por los efectos climáticos de La Niña más adversos a los previstos en la oferta sectorial alimentaria durante 2012. A ello se suman presiones moderadas de demanda agregada. Finalmente, un riesgo interno latente es el alza en las expectativas sobre correcciones de algunos precios relativos que podrían generar eventualmente efectos de segunda vuelta.

GRÁFICO V.5: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

Por otro lado, entre los riesgos externos a la baja cabe considerar la posibilidad de una desaceleración económica mundial más pronunciada y una caída mayor de los precios internacionales de *commodities* y de la inflación de los socios comerciales con respecto al escenario base de las proyecciones consideradas en el presente IPM. Se debe acotar que la evolución de la actividad y de los mercados en el contexto internacional dependerá principalmente de la capacidad para implementar políticas económicas adecuadas y oportunas en los países desarrollados y de arribar a consensos políticos necesarios para tal efecto.

Además, se prevé una reducción de la dinámica del sector inmobiliario privado con implicaciones sobre los segmentos proveedores de mano de obra e insumos contemplados en el IPC. También se debe mencionar una gradual moderación del consumo privado financiado exclusivamente por las remesas provenientes del exterior, por el entorno económico global menos favorable, en particular en las economías de las cuales provienen estas transferencias.

Al cierre del presente IPM, el análisis cualitativo indica que los anteriores riesgos están balanceados y que son menores a los señalados en julio de 2011. Por ello, se prevé que la inflación se encontrará en 2012 y 2013 en los rangos señalados en la sección anterior.

Es importante señalar que por mandato constitucional el Órgano Ejecutivo, a través del MEFP y el BCB, monitorea de manera permanente la variación de precios y los riesgos asociados, haciendo un seguimiento permanente a los indicadores de tendencia inflacionaria que constituyen un insumo importante para el diseño e implementación de las medidas más apropiadas para mitigar eventuales presiones al alza de los precios.

De materializarse los riesgos señalados u otros, el BCB empleará los instrumentos de política a su disposición para contrarrestar dichos efectos, orientando sus esfuerzos a cumplir con el objetivo señalado en la Constitución Política del Estado de "...mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda", tomando en cuenta siempre que esta misión tiene como fin último "contribuir al desarrollo económico y social" del E.P. de Bolivia.

Abreviaturas y siglas de uso frecuente en esta publicación

\$us	Dólares estadounidenses
€	Euro
ABT	Autoridad de Bosques y Tierras
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ASOBAN	Asociación de Bancos Privados de Bolivia
BBL	Barriles
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BM	Banco Mundial
Bs	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
BUN	Banco Unión
BoA	Boliviana de Aviación
CAP	Coficiente de Adecuación Patrimonial
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CF	<i>Consensus Forecasts</i>
CIF	Costos, Seguros y Fletes (<i>Cost, Insurance and Freight</i>)
CIN	Crédito Interno Neto
CIN-SPNF	Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero
COMIBOL	Corporación Minera de Bolivia
CPE	Constitución Política del Estado
d/c	Del cual
DEG	Derechos Especiales de Giro
DPF	Depósito a Plazo Fijo
DS	Decreto Supremo
e	Estimado
EASBA	Empresa Azucarera San Buena Ventura
ENDE	Empresa Nacional de Electricidad
E.P. DE BOLIVIA	Estado Plurinacional de Bolivia
EE.UU.	Estados Unidos
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EFSF	Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (<i>The European Financial Stability Facility</i>)
EIF	Entidades de Intermediación Financiera
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
ENARSA	Energía Argentina Sociedad Anónima
EPNE	Empresas Públicas Nacionales Estratégicas

ESM	Mecanismo Europeo de Estabilización (<i>European Stability Mechanism</i>)
EU-5	Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España
FAO	Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (<i>Food and Agriculture Organization</i>)
FBKF	Formación Bruta de Capital Fijo
FED	Sistema de Reserva Federal (de los Estados Unidos)
FIC	Fondo de Inversión Cerrado
FFP	Fondo Financiero Privado
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOB	Puesto a Bordo (<i>Free On Board</i>)
FOMC	Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de EE.UU. (<i>Federal Open Market Committee</i>)
GA	Gravamen Arancelario.
GIJA	Gasoducto Integración Juana Azurduy
GSA	Hace referencia al contrato firmado con PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
Has.	Hectáreas
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICC	Índice del Costo de la Construcción
IED	Inversión Extranjera Directa
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPC-A	Índice de Precios al Consumidor de Alimentos
IPC-I	Índice de Precios al Consumidor Importado
IPC-MC	Índice de Precios al Consumidor de la Mano de obra Calificada
IPC-MNC	Índice de Precios al Consumidor de la Mano de obra No Calificada
IPC-N	Núcleo Inflacionario
IPC-REM	Índice de Precios al Consumidor de todas las Actividades Remuneradas
IPC-S	Índice de Precios al Consumidor Subyacente
IPC-SA	Índice de Precios al Consumidor Sin Alimentos
IPE	Índice de Precios Externos
IPE-STC	Índice de Precios Externos que no considera los movimientos cambiarios
IPM	Informe de Política Monetaria
IPPBX	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (Considera cotizaciones internacionales excepto para el gas natural)
IPPBX s/h	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia sin hidrocarburos
IPPIM	Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero
ITCER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
LF	Libra Fina
LT	Letras del Tesoro
M1	Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV
M'1	Agregado monetario conformado por: M1 + Depósitos a la vista en ME y MVDOL
M2	Agregado monetario conformado por: M1 + Caja de Ahorros en MN y UFV
M'2	Agregado monetario conformado por: M2 + Caja de Ahorros en ME y MVDOL
M3	Agregado monetario conformado por: M2 + Depósitos a Plazo y Otros depósitos, en MN y UFV
M'3	Agregado monetario conformado por: M3 + Depósitos a Plazo y Otros, en ME y MVDOL
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

MMBbl	Millones de barriles
MMBTU	Millones de BTU (<i>Millions of British Thermal Units</i>)
MMm3/d	Millones de metros cúbicos por día
MN	Moneda Nacional
MVDOL	Moneda nacional con mantenimiento de valor respecto al dólar estadounidense
n.d.	No disponible
NAMO	Norte de África y Medio Oriente
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OTF	Onza Troy Fina
p	Preliminar
p.e.	Por ejemplo
pb	Puntos básicos o puntos base
PEC	Programa de Estabilidad y Crecimiento
PMI	Índice de Gerentes de Compra (<i>Purchasing Managers Index</i>)
PIB	Producto Interno Bruto
pp	Puntos porcentuales
R.B. DE VENEZUELA	República Bolivariana de Venezuela
R.D.	Resolución de Directorio
RAL	Requerimiento de Activos Líquidos
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROE	Rentabilidad sobre patrimonio (<i>Return On Equity</i>)
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
SPNF	Sector Público No Financiero
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TGE	Tesoro General del Estado
TM	Toneladas Métricas largas
UE	Unión Europea
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos



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