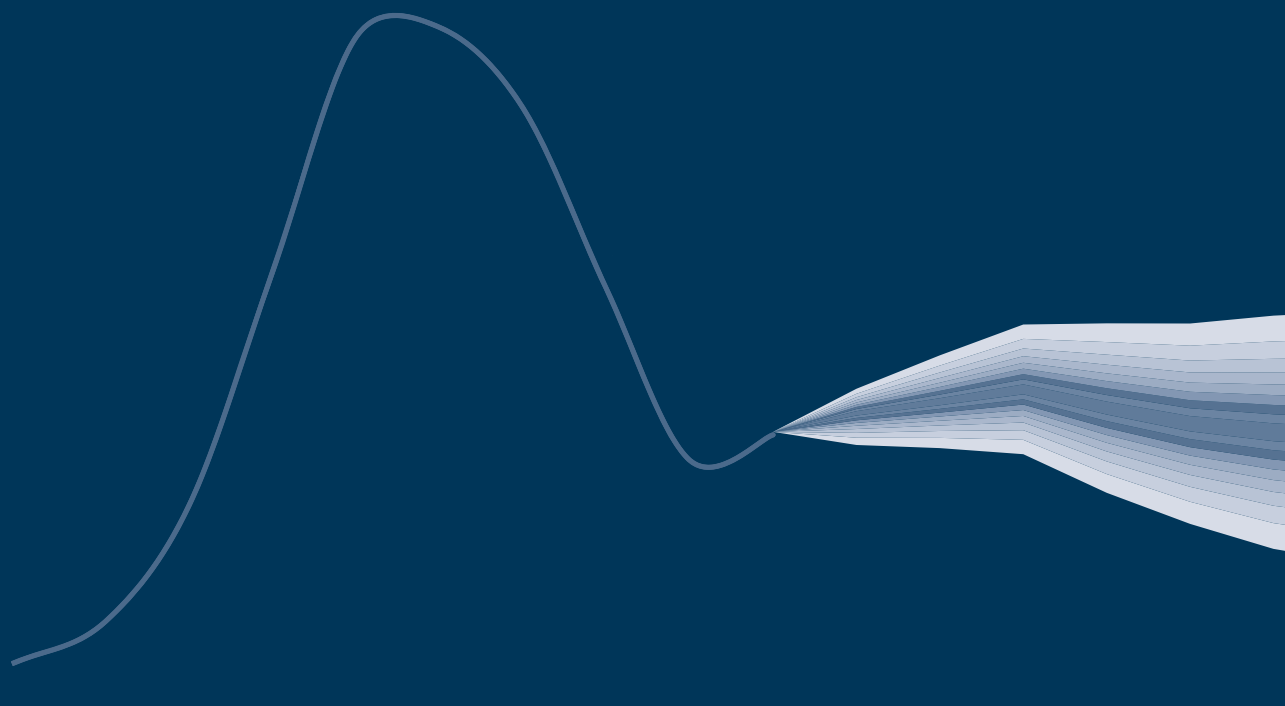


INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

JULIO 2012

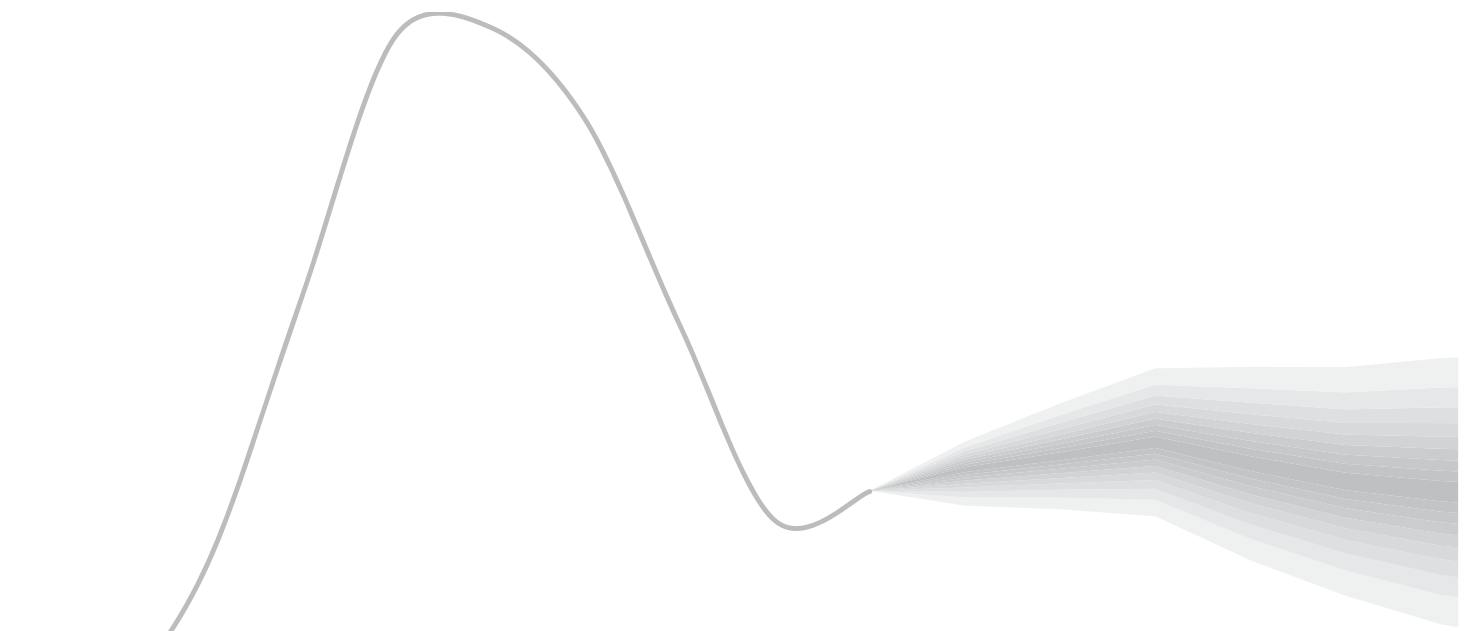


BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

JULIO 2012

Banco Central de Bolivia



**Informe de Política Monetaria
Julio 2012**

400 copias impresas

Fecha de Publicación • Agosto 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	VII
RESUMEN EJECUTIVO	XI
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	9
I.4 Mercados financieros y movimiento de capitales.....	11
Recuadro I.1: Coyuntura económica de la República Argentina.....	16
II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	21
II.1 Evolución reciente de la inflación	21
II.2 Indicadores de tendencia inflacionaria.....	23
II.3 Inflación por divisiones del IPC	25
II.4 Inflación por ciudades	27
II.5 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias.....	27
II.5.1 Precios al productor industrial manufacturero.....	28
II.5.2 Índice de costos de producción.....	28
II.5.3 Índice de precios de actividades remuneradas.....	29
II.6 Factores que explican la evolución reciente de la inflación	30
II.6.1 Ajuste de precios relativos en el sector de servicios.....	31
II.6.2 Estabilidad generalizada de los precios de alimentos.....	33
II.6.3 Reducidas presiones inflacionarias de origen externo.....	37
II.6.4 Expectativas ancladas del público	39
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO	41
III.1 Actividad económica y gasto.....	41
III.1.1 Actividad económica.....	42
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto.....	45
III.2 Balanza de pagos.....	46
III.3 Intermediación financiera	48
III.4 Agregados monetarios	50
Recuadro III.1: La importancia de la intermediación financiera en la actividad y crecimiento económicos	52
Recuadro III.2: Exportaciones de gas natural: contratos y nominaciones	55

IV. POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA	57
IV.1 Política monetaria	58
IV.1.1 El Programa Monetario	59
IV.1.2 Operaciones de mercado abierto	62
IV.1.3 Encaje legal.....	65
IV.2 Política cambiaria.....	66
IV.2.1 Orientación de la política cambiaria	66
IV.2.2 Comportamiento de la oferta y demanda de dólares en el Bolsín	68
IV.3 Otras medidas	69
IV.3.1 Medidas de Órgano Ejecutivo	69
IV.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB	70
IV.3.3 Medidas complementarias	71
Recuadro IV.1: Los beneficios de la estabilidad cambiaria	73
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	77
V.1 Contexto internacional	78
V.2 Contexto nacional	81
V.3 Perspectivas de la inflación.....	83
V.4 Balance de riesgos	84
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE USO FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN	87

Presentación

En línea con su política de transparencia y apertura a la sociedad, el Banco Central de Bolivia (BCB) cada seis meses rinde cuentas sobre las políticas adoptadas en el semestre inmediatamente anterior para alcanzar el objetivo dispuesto constitucionalmente de “mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social”, mediante la publicación del *Informe de Política Monetaria* (IPM).

La normativa vigente, en especial la Constitución Política y la Ley 1670, señalan que el BCB sólo tiene la obligación de remitir anualmente la *Memoria institucional* para rendir cuentas sobre su accionar y el estado de la economía. No obstante y con el objetivo de profundizar su relación con la sociedad, el ente emisor publica semestralmente desde 2006 el IPM.

Este documento proporciona un panorama completo del entorno económico, incluyendo el análisis de las principales variables macroeconómicas a nivel nacional e internacional, relacionándolas con el comportamiento de la inflación y sus perspectivas. Esta práctica se ha formalizado en la *Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2012*, donde el BCB se comprometió con el Órgano Ejecutivo, por intermedio del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, y, por ende, con la sociedad a continuar con esta publicación.

El contexto en el cual se presenta el IPM es peculiar, puesto que se caracteriza por el contraste entre un entorno externo inquietante y lleno de incertidumbre, frente al desempeño sobresaliente de la economía Bolivia.

En efecto, los logros alcanzados durante la presente gestión de Gobierno son relevantes para el bienestar

de la ciudadanía boliviana, entre los que destacan: i) crecimiento económico promedio de 4,7% en el sexenio 2006-2011, superior al 3% observado entre 2000 y 2005; ii) profundización financiera, con captaciones tres veces mayores a las de 2005 y el nivel de crédito que es dos veces y medio superior al del mismo periodo de comparación; iii) uso extensivo de la moneda nacional en el país, en torno a 70% en el total de operaciones (depósitos y créditos) del sistema financiero, que dista del 11% en 2005; iv) reservas internacionales netas equivalentes al 50% del PIB, considerablemente superior al 18% de 2005; y, v) inflación bajo control (4,5% al cierre del semestre de 2012), luego de dos periodos de embate inflacionario a nivel externo (2007-2008 y 2010-2011).

Esta situación dista de lo que sucede en el hemisferio norte: las economías avanzadas se encuentran sumidas en una crisis financiera y fiscal de magnitud desde 2008, lo cual ha repercutido en varias economías emergentes y en desarrollo. Además, la alta volatilidad en los mercados financieros ha generado inestabilidad en algunos mercados internacionales como los de materias primas y de divisas. Finalmente, las políticas económicas aplicadas en las economías desarrolladas con problemas de deuda no han sido oportunas y su efectividad es todavía incierta.

A pesar de este entorno externo adverso, la economía boliviana mantuvo un alto dinamismo, destacando el buen desempeño de la demanda interna, que se ha constituido en el pilar del crecimiento económico boliviano, siendo importante el aporte del sistema financiero para la dinamización del consumo y la inversión.

La heterodoxia de las políticas del Órgano Ejecutivo

y del BCB han sido determinantes para alcanzar los buenos resultados en materia económica. Se ha balanceado oportuna y apropiadamente el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica con el crecimiento y desarrollo económicos, aspecto que no ha sido alcanzado en otros países, en especial en las economías avanzadas.

En lo que concierne al BCB, la inflación se mantuvo bajo control y estuvo en línea con lo proyectado a inicios de año. El país tiene la tercera inflación acumulada más baja de la región y sus perspectivas apuntan a que se mantendrá en niveles moderados. De igual forma, con el objetivo de contribuir al dinamismo del crédito y de la actividad económica se

logró mantener niveles de liquidez adecuados en el sistema financiero.

En esta dirección, el BCB reafirma su compromiso con la sociedad boliviana de preservar el poder adquisitivo interno de la moneda nacional, resguardando este bien común como una forma de contribuir al desarrollo económico y social del Estado Plurinacional.

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

La Paz, julio de 2012

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 27 de julio de 2012. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

Resumen Ejecutivo

La economía mundial mostró leves signos de recuperación en el primer trimestre de 2012, en virtud a un moderado dinamismo en algunas economías avanzadas como EE.UU. y Japón, además de un mayor crecimiento respecto al esperado en las economías emergentes. No obstante en el segundo trimestre, la actividad económica mundial experimentó un nuevo debilitamiento por la agudización de la crisis fiscal y financiera en la Zona Euro, el deterioro de los indicadores de crecimiento de las economías avanzadas y la desaceleración de algunas economías emergentes, como Brasil, India y, en menor medida, China.

Consecuente con el bajo crecimiento mundial en el primer semestre del año y dada la tendencia descendente de los precios internacionales de las materias primas desde el segundo trimestre, la inflación a nivel global continuó disminuyendo.

En este contexto, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron sus tasas de política monetaria en niveles históricamente bajos, aplicando a la vez otras medidas de carácter monetario-cuantitativo para estimular su demanda agregada. Por su parte, varias economías emergentes mantuvieron sus tasas de referencia inalteradas, pero las más afectadas por la desaceleración mundial modificaron su política monetaria hacia una orientación expansiva, dando lugar a reducciones de tasas e inclusive a la aplicación de medidas no convencionales.

Durante la primera mitad del año, el comportamiento de los mercados financieros estuvo fuertemente afectado por la incertidumbre respecto a la efectividad y oportunidad de las medidas adoptadas para afrontar

la crisis de deuda griega y su efecto de contagio hacia otras economías del bloque, principalmente España e Italia. A esta situación se sumó el deterioro de los indicadores de actividad económica en EE.UU. en los últimos meses y señales de mayor desaceleración en las principales economías emergentes.

Ante este panorama, el dólar estadounidense se apreció en términos multilaterales, reflejando la búsqueda de activos más seguros para las inversiones financieras. Por su parte, la mayoría de las monedas de la región se depreciaron en la segunda mitad del semestre, revirtiendo la apreciación acumulada en los primeros meses del año.

Con relación a la economía nacional, en lo que va del año la inflación se mantuvo baja y estable. La variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) a junio de 2012 fue de 1,96%, la tercera tasa de inflación acumulada más baja de Sudamérica. La variación porcentual interanual mantuvo en el primer trimestre del año la tendencia decreciente iniciada en julio de 2011, alcanzando en marzo una tasa de 4,03%. A partir de abril, tuvo lugar una fase de leves correcciones al alza, finalizando el semestre con una tasa de 4,54%. Cabe destacar que la trayectoria de la inflación a lo largo del semestre fue consistente con la senda proyectada en el IPM de enero de 2012.

La evolución de la inflación en la primera mitad del año estuvo determinada por los siguientes factores: i) un ajuste de precios relativos en el sector de servicios; ii) estabilidad generalizada de los precios de alimentos; iii) reducidas presiones inflacionarias de origen externo; y iv) expectativas del público ancladas. También fueron determinantes las acciones de política económica del Órgano Ejecutivo y del Banco Central de Bolivia (BCB).

La actividad económica continuó con un alto dinamismo, en contraste con el entorno de desaceleración global, destacando el crecimiento y la incidencia de los servicios financieros, la producción de gas natural (que registró niveles históricos) y el buen desempeño de la industria manufacturera. La demanda interna continuó siendo el pilar del crecimiento económico, impulsada tanto por el consumo de los hogares como por la inversión pública y privada, esta última favorecida por el crecimiento del crédito del sistema financiero y la afluencia de inversión extranjera directa.

Pese a la fragilidad del contexto internacional, tanto la cuenta corriente como la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos registraron superávit. En el primer caso, debido principalmente al incremento de las exportaciones de gas natural y, en el segundo, por la mayor inversión extranjera directa. Como resultado de lo anterior, las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB aumentaron con relación al nivel observado al cierre de 2011.

Respecto a la intermediación financiera, el flujo de depósitos registró niveles record comparado con años previos, siendo una fuente importante de recursos para su posterior canalización al crédito. A su vez, el crecimiento sostenido de este último contribuyó a elevar el dinamismo de la actividad económica. En línea con el buen desempeño macroeconómico y debido a las políticas adoptadas por el Gobierno, se mantuvo la fortaleza del sistema financiero, plasmada en buenos indicadores de liquidez, solvencia, rentabilidad y calidad de los activos.

Asimismo, la bolivianización de la economía continuó profundizándose debido a las políticas del Órgano Ejecutivo y del BCB, entre las que resaltan las modificaciones al Reglamento de Encaje Legal aprobadas en enero y abril del presente año, que favorecen el mayor uso de la moneda nacional. Al cierre del semestre, la bolivianización de cartera superó el 74% y la de depósitos el 68% del total, cifras mayores a las de 2011.

En este contexto, la orientación de la política monetaria mantuvo un balance cuidadoso entre los objetivos de preservar la inflación baja y estable y de contribuir al crecimiento de la actividad económica. Es así que la oferta semanal de títulos disminuyó gradualmente, generando menores colocaciones

netas a tasas monetarias decrecientes en todos sus plazos, lo que a su vez impulsó reducciones en las tasas activas del sistema financiero, para fomentar el crecimiento del crédito.

Ante el resurgimiento de factores de incertidumbre a nivel global y regional y la disminución de las presiones inflacionarias externas, el boliviano se mantuvo estable, brindando confianza y anclando las expectativas del público. Las ventas de divisas fueron acotadas y considerablemente menores a las de otros años, con relación a las reservas internacionales. Asimismo, la competitividad cambiaria no presentó desalineamientos significativos y persistentes respecto a su nivel de equilibrio.

También destacan las medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo orientadas al control de la inflación, garantizando la producción y el abastecimiento de alimentos a precio justo.

Las perspectivas sobre la economía mundial durante 2012 reflejan un crecimiento en términos generales similar al previsto en el IPM de enero de 2012, aunque en un entorno de mayor incertidumbre. Se prevé un crecimiento del producto mundial alrededor de 3,5%, mientras que el de América Latina se ubicaría en torno a 3,4%. En este sentido, se tiene previsto que al cierre de 2012, el crecimiento externo relevante para Bolivia sea en promedio 2,8%, con una leve corrección a la baja respecto a las proyecciones del IPM de enero, que ya proyectaba una tasa inferior a la de 2011.

Asimismo, se espera que los precios de las materias primas continúen reduciéndose de manera moderada. De esta forma, la inflación externa relevante para Bolivia en 2012 alcanzaría 0,4%, menor a la observada en 2011.

En lo que respecta al contexto nacional, las proyecciones de crecimiento económico para 2012 dan cuenta que éstas permanecerían invariantes respecto al escenario anticipado en el IPM de enero, situándose entre 5% y 6%. Para 2013, el crecimiento se mantendría entre 4,8% y 6,2%, explicado por los mismos factores que impulsarían el crecimiento en 2012. Estas proyecciones son similares a las de organismos internacionales y dan cuenta de que el crecimiento de Bolivia en 2012 estaría por encima del promedio regional y mundial.

Bajo este contexto, las cuentas externas de Bolivia se mantendrían equilibradas en 2012. Se estima la disminución del superávit en la cuenta corriente debido principalmente al incremento de las importaciones de bienes de capital e intermedios para la ejecución de los proyectos públicos y privados y, en menor medida, a la disminución de las remesas de trabajadores de Argentina y España. En el primer caso por restricciones cambiarias y, en el segundo, debido al elevado desempleo.

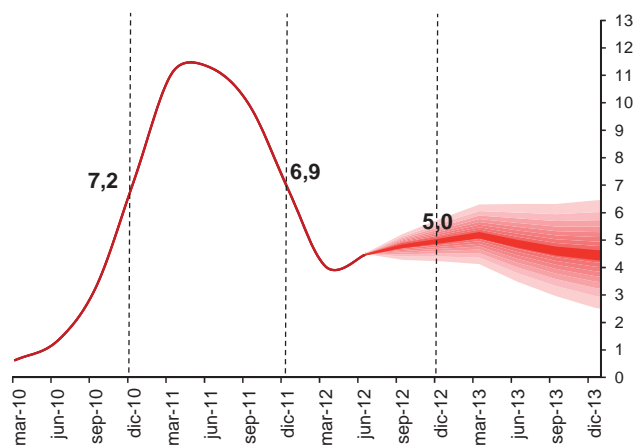
Se espera que la inflación en Bolivia se sitúe alrededor de 5% al finalizar la gestión, ratificando la proyección del anterior IPM, al interior de un rango de 4,25% y 5,75%; mientras que en 2013 alcanzaría una tasa de 4,5% (dentro del intervalo 2,5% - 6,5%), levemente superior a la proyectada a inicios de año. Se debe recalcar que estas proyecciones consideran un entorno internacional caracterizado por un debilitamiento de la actividad económica mundial, cuyo crecimiento sería relativamente menor al escenario proyectado por organismos internacionales a inicios de año.

Entre los riesgos que implicarían una desviación hacia el alza en la inflación, se pueden señalar: la continuidad de moderadas presiones de demanda interna; los efectos de factores climatológicos adversos sobre la oferta de alimentos; la posibilidad de ajustes en los precios relativos; y mayor inflación importada como resultado de inyecciones de liquidez en economías avanzadas y crecientes influjos de capital a la región, que podrían generar presiones hacia la apreciación de las monedas de socios comerciales.

Por otro lado, en lo que concierne a los riesgos a la baja se identificó la posibilidad de un deterioro más pronunciado de la actividad económica en economías avanzadas y emergentes, con el consecuente efecto sobre los precios internacionales de las materias primas.

La autoridad monetaria continuará empleando de modo activo sus políticas, de forma coordinada con el Órgano Ejecutivo, con el fin de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social de la economía boliviana.

INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA 2010-2013
(Variación en cuatro trimestres, en porcentajes)



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

Executive Summary

The world economy showed slight signs of recovery in the first quarter of 2012, due to a moderate increase in economic activity in some advanced countries like the U.S. and Japan, as well as higher than expected rates of growth in emerging and developing countries. Nonetheless, in the second quarter, global economic activity weakened due to the worsening of fiscal and financial crisis in the Euro area, slowdown in advanced economies and deceleration of economic growth in emerging ones like Brazil, India and, to a lesser extent, China.

Furthermore, coherent with low global economic growth in the first half of the year, and given the downward trend in international prices of raw materials in the second quarter, global consumer price inflation continued declining.

In this context, central banks of major advanced economies maintained their policy rates at historic lows, while applying other measures (quantitative easing) to stimulate aggregate demand. On the other side, several emerging countries kept their reference policy rates unchanged, while the most affected by the global slowdown adopted expansionary monetary policies complemented by cuts in taxes and the application of unconventional measures.

During the first half of 2012, the behavior of financial markets was strongly affected by uncertainty regarding the effectiveness and timing of actions taken to address the Greek debt crisis and its contagion to other economies in the European Union, mainly Spain and Italy. This context was exacerbated by the deterioration of the indicators of economic activity in the U.S. in recent months, and by signs of further slowdown in major economies.

Within this background, the U.S. dollar appreciated in multilateral terms, mirroring a “flight to quality” behavior in search of safer assets by financial investors. Meanwhile, most regional currencies depreciated in the second quarter, reversing the appreciation gained in the first months of 2012.

Regarding the Bolivian economy, inflation remained low and stable throughout the first half of the year. The cumulative percentage change of the Consumer Price Index (CPI) reached 1,96% by June, the third lowest rate in South America. The annual percentage change of the CPI maintained in the first quarter the downward trend initiated in July of 2011, reaching in March a rate of 4.03%. From April, a slight phase of upward correction has taken place, ending the semester with a rate of 4.54%. It is worth noting that inflation development observed along the year was consistent with the path projected in the Monetary Policy Report (MPR) of January, 2012.

The evolution of inflation in the first half of the year was determined by the following factors: i) an adjustment of relative prices in the services sector; ii) general stability of food prices; iii) reduced foreign inflationary pressures; and iv) stable inflation expectations. The economic policy actions taken by the National Government and the Central Bank of Bolivia (CBB) were also decisive regarding the low and stable figures of inflation observed in the period.

In contrast to the environment of global slowdown, domestic economic activity continued strong, being especially relevant the growth and contribution of financial services, natural gas production (which recorded historic levels), as well as the good performance of the manufacturing industry. Domestic

demand remained as the main driver of economic growth, determined by both household consumption and public and private investment; the latter was favored by strong credit growth of the financial system and the inflow of foreign direct investment.

Despite the vulnerability of the international context, both the current account and the capital and financial account of the balance of payments recorded a surplus. In the first case, it was related to the increase in natural gas exports, whereas in the second it was associated to inflows of foreign direct investment. As a result, net foreign exchange reserves increased with respect to the figures observed at the end of 2011.

Concerning financial intermediation, the flow of deposits attained record levels compared to previous years, and it remained as an important source of resources to be directed for loan purposes through financial entities. Sustained credit growth helped to strengthen dynamics of economic activity. In line with good macroeconomic performance and Government policies, the health of the financial system was preserved, as it is shown by adequate indicators of liquidity, solvency, profitability and assets quality in the financial system.

Likewise, financial de-dollarization deepened thanks to the policies implemented by the Government and the Central Bank, among which the most remarkable were the changes to the legal reserve requirements regulation started in January of this year. By the end of the semester the ratio of participation of the Bolivian currency in total credits and deposits of the financial system reached 74% and 68% respectively, higher than those of 2011.

In this context, the monetary policy stance maintained a careful balance between the goals of preserving a low and stable inflation and contributing to the growth of economic activity. Accordingly, the weekly supply of government securities gradually decreased, resulting in lower net sales of securities at decreasing monetary rates in all terms. The latter fact, in turn, prompted reductions in lending rates of the financial system, encouraging credit growth.

Given the resurgence of uncertainty factors at a global and regional extent, and the reduction of external inflationary pressures, the exchange rate of the Bolivian currency was kept stable in order to provide confidence and to anchor expectations of the

public. Foreign exchange sales were bounded and considerably lower than other years (if compared to the amount of net foreign exchange reserves). Similarly, exchange-rate competitiveness has not shown significant and persistent misalignments respect to its equilibrium level.

It is also worth mentioning the measures implemented by the National Government aimed at controlling inflation by ensuring the production and supply of food at fair prices.

The outlook for the world economy in 2012 is characterized, in general terms, with growth rates similar to those projected in the MPR of January, although in an environment of greater uncertainty. It is expected a global growth rate of around 3.5%, while Latin America would attain growth levels around 3.4%. In this sense, the external growth relevant to Bolivia would reach a rate of 2.8% by the end of 2012, which implies a slight downward revision compared to projections of the MPR of January (that had already projected a rate below the one observed in 2011).

Additionally, it is also expected that commodity prices continue to decline moderately. Consequently, the relevant external inflation for Bolivia would reach 0.4% at the end of 2012, lower than 2011 figure.

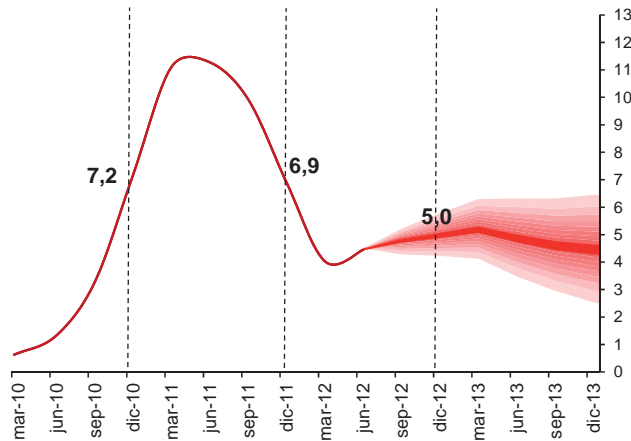
Regarding the Bolivian outlook, economic growth forecasts for 2012 remain invariant with respect to those anticipated in the MPR of January, being expected a growth rate between 5%-6%. In terms of 2013, growth would remain between 4.8% and 6.2%, and it would be sustained by the same factors that would be driving growth in 2012. These forecasts are similar to those of international organizations, and they all point out that, in 2012, growth in Bolivia would be above global and regional average levels.

In this setting, external accounts of Bolivia would remain balanced in 2012. It is expected a decrease in the current account surplus mainly due to the rise in imports devoted to intermediate and capital goods (to be employed for the execution of public and private projects) and, to a lesser extent, because of the decline in remittances from workers in Argentina and Spain (in the first case because of foreign exchange restrictions and, in the second, due to high unemployment rates).

It is expected that inflation in Bolivia will be around 5% at the end of 2012, confirming the projection of the preceding MPR, within a range of 4.25% and 5.75%;

whereas, in 2013 inflation would reach a rate of 4.5% (in the range 2.5%-6.5%), slightly higher than the one projected earlier this year. It should be stressed that these projections consider an international environment characterized by a weakening of global economic activity, whose growth would be relatively lower than the scenario projected by international organisms at the beginning of the year.

OBSERVED AND PROJECTED CPI INFLATION 2010-2013
(Percentage variation in 4 quarters)



SOURCE: National Statistics Institute – Central Bank of Bolivia
 ELABORATION: CBB –Main Economic Policy Advisor Office
 NOTE: The graph includes 90% confidence intervals

Among the risks that could involve a deviation of inflation toward levels higher than those announced, it is possible to mention: the persistence of moderate domestic demand pressures; the effects of adverse weather conditions on food supply; the possibility of adjustments in relative prices; and higher imported inflation as a result of injections of liquidity in advanced economies and rising capital inflows to the region, which could generate pressures for appreciation of the currencies of trading partners.

On the other hand, concerning the downside inflationary risks, it was identified the possibility of a more pronounced decline in economic activity in advanced and emerging economies, with the consequent effects on international prices of raw materials.

The monetary authority in coordination with the National Government will continue employing their policies in an active way in order to preserve the purchasing power of the national currency to contribute to the economic and social development of the Bolivian economy.

Juk'a qhanancha

Uraqpachana qullqi apnaqawixa nayriri kimsa phaxsina 2012 ni maranxa uñacht'ayiwa mä juk'a nayraqatar sartawi, niyakixaya EE.UU. ukatxa Japón uksa markanakansa jiltawinakasa amuyasirakchisa. Ukampisa payiri kimsa phaxsinxa uraqpachana qullqi apnaqawixa thulljtawirusa puriwayarakiwa niyakixaya Zona Euro uksana crisis fiscal y financiera ukasa jan walt'ayawaykarakchisa, nayraqataru qullqituqi mistsuwi qullqini markanakana ukhamaraki suma sarantkipana pisiqtawiru puriri markanakasa amuyasirakiwa Brasil, India yämakisa China uka markaxa ukanjamaraki amuyasi.

Taqi uka jan walt'awinakawa uraqpachanxa nayriri suxta phaxsina ukhamarusa puriwayaraki aka marana janiwa ukakikiti ukjaruxa materias primas satakisa ukana chaninapakawa payiri kimsa phaxsinakanxa iraqtawayi ukatjamawa inflación a nivel global ukasa pisiqtasiwaykaki.

Ukatjamawa qullqituqita nayraqatankirinakaxa bancos centrales uksanakanxa tasas de política monetaria ukanakapaxa wali aynachtuqinkana, ukatwa medidas de carácter monetario-cuantitativo ukampisa mayiwinakaru iyawsawayapxaraki. Maysatxa, walja qullqimpi irnaqirinakarakiwa pachpankawayapxaraki jan mayjt'ayasa, ukampisa uraqpachana jani askinjama qullqituqita sartawi utjkipanxa desaceleración mundial ukawa jan walt'ayawaykiti ukatjamawa mayjt'ayawayapxi qullqi apnaqawi amtanaka yaqha tuqinakaru mistsuñataki ukhamatwa manu qullqirusa tasas ukanakasa khuchhuqatarakina ukhamaraki yaqha amtanakarusu.

Niya chika marakamaxa qullqimpi irnaqirinakaxa jan walt'awinkapxanwa, pächasiñawa utjawayi ukhamata saykatañataki deuda griega jan walt'awirusa niyakixaya ukanjamasu yaqha jupanakjama qullqimpi irnaqirinakarusu jan waly'aykarakchinasu, yämakisa

España ukatxa Italia uksankirinakaru. EE.UU. markaxa uka markanakjamarakiwa qullqituqita jan walt'awinkarakina qhip qhipa phaxsinakana ukhamaraki kawhiri markanakatixa qullqimpi sartapxiriki ukanakasa qhiparstawayapxaraki.

Taqi ukanaka utjipanwa dólar estadounidense ch'uxña qullqisa may maya markanakana wali munataxaraki inversiones financieras ukanakatakisa. Maysatxa uksa markanakana qullqinakaparakiwa niya payiri chikata pachana suxtiri phaxsinxa jani askinjama uñjatarakinsu nayriri phaxsi qalltat sipana pachpa marana.

Jichhaxa jiwasa qullqituqita sartawi uñakipkasaxa, jichha maranxa inflación ukaxa pachpankawayiwa ukhamaraki aynachtuqinkawayarakisa. May maya aljañanakana chaninapakaxa (IPC) ukanjamaxa junio phaxsita 2012 maranxa 1,96% ukjankawayiwa, kimsiri tasa inflación acumulada ukaxa Sudamérica markanakata sipanxa aynachtuqinkawayiwa. Marata mä mararu variación porcentual ukaxa jichha maranxa kimsiri nayriri phaxsinxa pachpankawayiwa julio 2011 ni marata qalltasina, marzo phaxsinxa jilxattawayiwa 4,03% ukjaru. Abril phaxsita nayraqataruxa mä juk'a askicht'awinakasa irxattawinakanxa utjawayarakiwa, niya suxta phaxsinaka tukuyaruxa tasa ukaxa 4,54% ukjarusa puriwayarakiwa. Qhanañchañawa wakisi suxta phaxsinakanxa inflación ukaxa ukjankawayiwa kunamatixa enero phaxsina 2012ni marana uñtatakana ukhamarjama.

Inflación jiltawixa suxta phaxsinxa akiri amtawinakaruxa iyawsi: i) servicios ukanakanwa juk'ata juk'ata chaninapakaxa irxattayatana; ii) manq'añanakana chaninapakaxa pachpankawayiwa; iii) anqaxa tuqita jutiri irxattawinakasa juk'a utjarakinwa; ukhamaraki; iv) markachirinakana uksar uksaru puriña amtanakapasa suyt'ayatarakina. Ukakipkarakiwa wali

askinsa política económica uka amtanakasa Organo Ejecutivo uksankirinakata ukhamaraki Banco Central de Bolivia (BCB) uksankirinakatsa.

Qullqituqita sartawixa pachpa amtarjamaxa sartayatakipuninwa, desaceleración global uksaru chikachasisasa, jiltawixa servicios financieros ukanjamawa askinkarakisa, gas natural achuyawi tuqisa (jan jichhakama uñjkaya uksarusa puriwayarakiwa) ukhamaraki may maya lurawinaka industria manufacturera ukanjamasa. Pachpa markana mayiwinakapasa qullqituqita jiltawiruxa kunamakantixa uka pachpa thakhinkawayarakiwa, niyakixaya may maya utjawinakansa ukatxa inversión pública ukhamaraki privada ukanjamasa yanapt'atarakichisa, privada ukaxa jiltawayiwa qullqi yaqhanakaru mayt'asa ukatxa anqaxa markana qullqituqita yanapt'awimpisa.

Anqaxa markana qullqituqita thulljtawinaka utjkipansa, cuenta corriente jan ukaxa cuenta capital ukhamaraki financiera ukanakanjamawa balanza de pagos ukasa jiltawayaraki. Nayriri tamaxa, jiltawayiwa gas natural anqaxa markanakaru aljasa, payiri tamasti anqaxa markanakata inversión extranjera directa ukanjamaraki. Taqi ukanakawa, BCB uksanxa Reservas Internacionales Netas (RIN) ukanakasa jilxattawayaraki 2011ni mara tukuykana ukat sipana.

Intermediación financiera uksata arskasaxa, qullqi imawinakaxa chimpt'awayiwa wali askinaka pasiri maranakat sipansa, ukanjamawa qullqi mayt'añasa askinjama uñjatarakina. Ukatjamawa qullqituqita jiltawixa yanapt'atarakinsa. Sañ muntanwa desempeño macroeconómico ukatxa gobierno uksana amtanakapa iyawsatataplaykuwa qullqimpi irnaqirinakaxa ch'amañchasiwayapxi, taqi ukanakaxa uñjatarakiwa liquidez, solvencia, rentabilidad ukatxa calidad de los activos ukanakana.

Ukakiptarakiwa bolivianización ukasa Órgano ejecutivo ukatxa BCB uksana amtanakapampisa ch'amañchasiwayi, taqpacha amtanakata sipanxa akirinakawa walpuni qhanstawayi, Reglamento de Encaje Legal uksana mayjt'awinakaru niyakixaya iyawst'atarakichinsa enero ukatxa abril uka phaxsinakansa jichha marana, ukanjamawa markasana qullqipaxa jilpachaxa apnaqatarakisa. Janira suxta phaxsinaka tukuykasaxa bolivianización de cartera ukaxa 74% ukjaruwa puriwayi, depósitos ukanakaxa 68% ukjaruraki taqpachata sipana, uka jakthapiwinakaxa 2011ni marata sipansa jilawa.

Ukhamakipanwa política monetaria ukaxa pachpankawayarakisa inflación baja ukatxa estable amtanakarjama ukhamata qullqimpi apnaqawinakaru jiltayañataki. Ukhamawa sapa semanaxa títulos satakisa ukanakasa juk'ata juk'ata pisiqtawayaraki juk'a tasas monetarias decrecientes utjayasa, uka pachparakiwa ch'amañchawayaraki pisiqtawinaka utjañapatakisa tasas activas uksanakansa ukhamata qullqi mayt'awi jiltañapataki.

Pächasiwinaka utjkipana anqaxa markanakata ukatxa yaqha jak'a markanakatsa, boliviano qullqixa askinjama uñjatakuninwa, iyawsawi utjayasa ukatxa markachirinakana lup'iwinakapa iyawsasasa. Divisas aljawinakaxa yaqha maranakata sipanxa pisikinwa, reservas internacionales uñtasasa. Ukakiptaraki, competitividad cambiaria ukaxa janiwa jan walirusa puriyatakarakinsa, pachpankakinwa.

Ukakiptaraki jach'anchawayapxarakisa Órgano ejecutivo uksana amtanakaparusa inflación wali jak'ata uñjañataki, ukhamata achunaka utjañapataki ukatxa may maya manq'añanakasa chaniparjama aljatañapataki.

Economía mundial uñtawinakaxa 2012ni maranxa qhanstayiwa jiltawinaka kunamatixa IPM enero 2012ni marana uñtatakana ukarjama, ukampisa pächasiwixa uksanxa utjayatakirakinwa. Amuyasiwa, jiltawixa uraqpachanxa purispawa 3,5% ukjaru, América Latina ukaxa niya 3,4% ukjaruraki. Ukatawa niya amuyataraki 2012ni mara tukuyaruxa crecimiento externo ukaxa Bolivia markatakixa niya 2,8% ukjarakichispasa, má juk'a chiqañchawinakampi enero phaxsina IPM uksana utjkana uka amtanakaparjamasa, niyakixaya amuyatarakichinsa 2011ni marat sipansa pisiñapataki.

Ukakiptarakiwa suyataski materias primas ukana chaninapakaxa juk'ata juk'ata iraqtaskañapaki. Ukhamatwa inflación externa relevante satakisa ukaxa Bolivia markatakixa 2012ni maranxa niyapuniwa purirakispana 0,4% ukjaru, ukampisa ukaxa 2011ni marata sipanxa juk'akiwa.

Markasata arskasaxa, qullqituqi jiltawinakaxa 2012ni maratakixa amuyayistuwa jan mayjt'awinaka utjañapa kunamatixa IPM uksankirinakaxa enero phaxsina sawayapki ukarjama, 5% ukatxa 6% ukjankañapataki. 2013ni maratakixa qullqi jiltawixa pachpankaspawa niya 4,8% ukatxa 6,2% ukjakama, taqi ukatakixa kawkiri amtanakatixa 2012ni marana iyawsatakana ukanakampi yanapt'ata. Akhama amtanakaxa niya

kikpakiwa anqaxa markanakana amtanakaparusa ukatawa qullqituqi jiltawixa Bolivia markasana 2012ni maranxa promedio regional ukatxa mundial ukatsipansa alayankaspana.

Ukatjamawa, Bolivia markana cuentas externas ukanakasa pachpankaspana 2012ni maranxa. Ukampisa amuyasiwa superávit uka pisiqtañapa cuenta corriente ukanjama anqaxa markata may maya yänaka bienes de capital e intermedios apayanisa ukanjama proyectos públicos ukatxa privados lurañataki, ukakipkaraki Argentina ukatxa España markanakan irnaqirinakana qullqi apayanitapanakasa juk'akitaplayku. Nayriri lurawixa restricciones cambiarias ukanjamawa, payiristi walja jani irnaqawinaka utjataplaykurakiwa.

Suyataskiwa Bolivia markana inflación ukaxa 5% ukjankañapamaratukuykama, ukhamata iyawsañataki pasiri IPM ukaru, ukampisa uka taypinxa 4,25% ukhamaraki 5,75% ukjañapawa rango ukaxa, 2013ni maranxa puriwayaspawa tasa ukaxa 4,5% ukjaru (intérvalo ukaxa 2,5% - 6,5%) taqi ukaxa k'achhata jiltayataspana mara qallta amtanakata sipana. Mayampsa saskañakispawa akhama amtawinakaxa anqaxa markanaka uñtasawa luratañapa niyakixaya qullqituqita uraqpachana má juk'a thulljtawinakasa utjawayarakchisa, taqi ukanakatwa qullqituqita jiltawixa mä juk'a pisiqtawinkaspana ukampixa sañ muntanwa janiya kunamatixa organismos internacionales uksankirinakaxa mara qalltana sawayapki ukaruxa phuqhatakchispati.

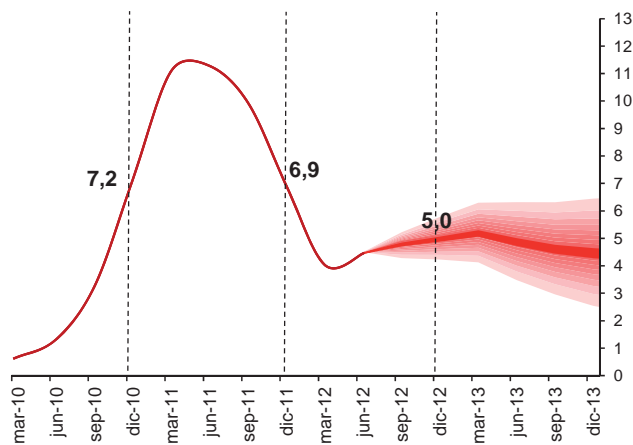
Jan walt'awinakaxa inflación utjayañatakixa akirinakaspawa: pachpa markana utjayatakipunispana presiones de demanda interna ukanjama; aka pachana jan walt'awinaka utjaspana manq'añanaka pisiqtawitaki; chaninakana iraqtawi irxatawinaka utjaspana ukapacha ukhamaraki kunapachatixa jilpachaspana inflación importada anqaxa markanakana qullqituqita askina sartawinkipana inyecciones de liquidez satakisa ukanjama markasana ukhamaraki yaqha markanakansa crecientes influjos de capital ukanjama thuruñchasitaspansa socios comerciales uksankirinakana qullqipa iyawsatañapataki.

Maysatxa, jan walt'ayirinakaxa qhanstayatarakiwa kawkiri markanakatixa nayraqatana jikxatasipki qullqituqi nayrankasa ukatxa ukanjamasana akatjamata nayraqataru mistsusa, materias primas ukanakan chaninakapa precios internacionales utkipana jan walt'awinkapxaspana uka pacha.

Qullqituqita jiliri p'iqiñchiripaxa amtanakxa aski irnaqawi utjañapatakixa utjayakipuniniwa, taqi ukanakaxa Órgano Ejecutivo uksankirinakampiwa mayachatani ukhamata markasana qullqipaxa taqinitisa iyawsatañapataki nayraqataru qullqituqi ukatxa may maya lurawinaka sartawi jiltayañatakisa.

2010-2013: CHANI IRXATTAÑA UÑJATA UKHAMARA AMUYT'ATA

(Pusi kuti kimsa phaxsitkama amuyt'atawa, sapa patakata)



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

Juch'uy qutu rimana

Tukuy jallp'api qullqi apaykachanaqa economía mundial nisqa, kay 2012 watapi ñawpa kinsa killata kutirisharqaña, imaraykuchus chay qhapaj suyukunapi EE.UU. Chantapis Japonpi ima llank'ashaspalla chhikaman, chhika atipasharqankuña, kikillantataj kay economías emergentes nisqawan suyukunapipi wiñarisharqankuña. Chantaqa segundo trimestre kay watamanta economía mundial qullqi apaykachanamanta kallpanqa watijmanta uraykuyta qallarín imaraykuchus crisis fiscal jinataj financiera nisqa zona euro chiqampi pak'ikuj jinaman chayan, kaywantaj indicadores de crecimiento chay qhapaj suyukunamanta mana walijman tukun, kikillantataj Brasil, India, China suyukunamanta economías emergentes nisqaqa pisi kallpallawanña puririnku.

Ajinamanta tukuy jallp'api, kay wataqa ñawpa sujta killapi pisita tukuy ima wiñasqa, kikillantataj kay materias primas nisqamanta precios internacionales jawa llajtakunapi uraykun, chayrayku tukuy chiqampi inflación nisqaqa pisilla karqa.

Kaykunata qhawaspas, qhapaj suyukunamanta bancos centrales qullqi wasikunaqa, kay tasa de política monetaria nisqata uraypi jap'inku, mana ni jayk'aj pachapi chay jinaman chayaraqachu, chayllapitaj waj medidas monetario – cuantitativo nisqata puririchinku astawan qullqi yaykunampaj. Jinallataj ashkha suyukuna kay economías emergentes nisqapi wiñajkunaqa, chay tasas de referencia nisqata mana kuyurichispa chayllapi jap'inku, chanta chay suyukunaman maykunamanchus desaceleración mundial nisqa kurajta chayan política monetaria wajinaman tukuchinku ujkunamanta qichuspa, ujkunaman yapaspa ajinamanta tukuyman yanapanampaj.

Ñawpa khuskan watapi, mercados financieros nisqa mana yacharqankuchu imaynatapunchus llank'ananku karqa, imayna rijch'aj medidas nisqatachus puririchinanku karqa, grecia suyuj manunman mana urmanankupaj, imaraykuchus kay chiqanmanta waj economías nisqata astawampis España, Italia suyukunaman chimpaykuspa kay ukhuman qhatataj risharqa. Kaymantaj yapaykukun EE.UU. suyumanta indicadores de actividad económica nisqa, qhipan killakunapi mana walijman tukuspa, kay economías emergentes nisqawan suyukunapis manaña wiñankuñachu maychus wiñasharqanku jina.

Kayjinata qhawaspas, dólar estadounidense qullqiqa kuraynijman, términos multilaterales nisunman wicharin, mask'aspa qullqinta maypichus astawan sumajta llank'achinman chayman churaykunampaj. Kay khuskan watamanta khuskampis, kay chiqanmanta suyukunaj qullqinqa uqharikunanta astawampis uraykun imaraykuchus kay watamanta ñawpa killakunapi wicharij risharqa.

Suyunchispi economía nacional nisqamanta parlaspaqa, kay wata inflación nisqaqa urayllapi qhipakun mana wicharinchu. Kay variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) nisqaqa junio killakama kay 2012 watamanta 1,96% karqa, nisunman tercera tasa de inflación acumulada mas baja astawan uraypi kay Sudamerica suyukunamanta kasqanchis. Sapa watamanta kay variación porcentual nisqaqa maychus qallarirqa julio killamanta pacha 2011 watapi, ñawpa kinsa killakama kay watamanta uraykuj jina risharqa, imaraykuchus marzo killakama kay tasa nisqaqa 4,03% chayasqa. Chayamantaqa, abril killamantapacha junio killakama kay tasa nisqaqa 4,54% wicharisqa. Sumajta qhawarinapaj, khuskan

watakamaqa inflación nisqaqa sinch'ita puririn mana uraykuspa nitaj anchata wicharista, maychus IPM enero killapi kay watamanta ñanta churarqa chayman jina.

Ñawpa khuskan watapi, inflación nisqaqa puririnampaj kay factores nisqakuna yaykun: i) kay sector servicios chiqampi precio chanikuna mana wicharinchu chayllapi saqinku; ii) tukuy mikhunamanta precio chani mana wicharinchu; iii) jawa llajtakunamanta presiones inflacionarias mana chayawanchischu; jinataj iv) llajtamasikunapis manaña ni imata ninkuñaachu. Jinallataj Organo Ejecutivo chantapis Banco central de Bolivia (BCB) acciones de política económica nisqata puririchinku.

Suyunchispi qullqi apaykachanaqa ashkhata wiñarín, jawa llajtakunapiqa mana kikinta qhawakunchu astawampis desaceleración global rik hukun, suyunchispitaj tukuy ima wiñarín, servicios financieros qullqi apaykachana wasikunaqa oqharikunku, gas natural nisqaqa, mana ni jayk'aj pachapi jina may ashkhata poqoshan, industria manufacturera chiqampis sumajta wiñashan. Ajina, qullqiwán wiñanapajqa llajtamasikuna sinch'ita llank'arishanchis, wasipaj tukuy imata rantikuspa, jinallataj kay inversión pública jinataj privada wiñashan chaypaj sistema financiero qullqita mañaspá yanapashan, mana kay chiqankunallamantachu qullqi yaykushan manaqa jawa llajtakunaman ripujkunapis, kay suyunchisman qullqita yawarmasikunasninman kachamushanku.

Jawa llajtakunapi economía qullqi apaykachanaqa p'akikuj jina kaspapis, kay suyunchispi cuenta corriente, cuenta capital chantapis financiera de balanza de pagos maytapuni pataman oqharikun Nisunman kayjina wiñanampaj, exportaciones de gas natural sumajta wicharin, chantapis inversión extranjera directa kurajta yapakun. Kay chiqankunamanta qullqiqu ashkhata yaykun, Reservas Internacionales Netas (RIN) nisqapaj BCB ukhuman, 2011 watamantaqa kunan wata qullqiqu sumajta yapaykukun.

Kay intermediación financiera nisqamanta parlaspaqa, llajtamasikuna qullqi waqaychana wasikunapi ashkha qullqita churaykunku, ni jayk'aj watapipis kayjinata qhawakurqachu, kay waqaychasqa qullqillamantataj wajkunaman mañanku. Ajinamanta kay qullqi wasikunaqa sumajta wiñanku, actividad económica chiqanta yanapaspa. Ajinamanta kay desempeño

macroeconómico chiqan allinta puririn imaraykuchus gobiernoqa sumaj políticas nisqata qullqita apaykachanapaj puririchin, kaywan sistema financiero sinch'ita sayarinampaj, chayman jina indicadores de liquidez, solvencia, rentabilidad chantapis calidad de activos mana uraykunchu astawampis wicharin.

Jinallataj, suyunchispi boliviano qullqinchisllataña apaykachashanchis, ajina kanampaj Organo Ejecutivo chantapis BCB kamachinku, chaypajqa kay Reglamento de Encaje Legal ukhuman tijranku modificaciones nisqata ruwaspa, kaytaqa kunan wata enero killamanta abril killakama aprobankuña, kaypi kamachishan boliviano qullqinchisllataña apaykachanapaj. Kunan khuskan watakama kay bolivianización de cartera nisqaqa 74% chayán, kay cartera de depósitos nisqataj 68% chayán, 2011 watamanqa kurajwan atipan.

Kay chiqanta política monetaria nisqaqa sumajta qhawan, inflación nisqa mana wicharinampaj manaqa urayllapi jap'inampaj, kaywanqa yanapashan actividad económica llank'aykuna wiñanampaj. Chayrayku kay oferta semanal de títulos pisiyan, ajinamanta qullqitaqa mayk'a watapajpis mañashallanku imaraykuchus kay sistema financiero ukhupi tasas activas nisqa uraykushan, kayta ruwashanku astawan qullqita manunankupaj.

Kay wataqa watijmanta a nivel global jinataj regional economía qullqi apaykachanaqa p'akikuj jina qhawakurqa presiones inflacionarias externas jawa llajtakunamantapis uraykurqa, ni chaypis chayawanchischu boliviano qullqinchis mana uraykunchu, thuruta jap'inchis, tukuy llajtamasikuna qullqinchisllataña apayckachaspa. Kay divisas nisqataqa manaña kurajta, qhipan wataspi jina ranqhankuñaachu, reservas internacionales jinata. Jinallataj kay competitividad cambiaria qullqi tijrachina wasikunapi mana anchata uraykuchinkuchu nitaj wicharichinkuchu uj nivel de equilibrio nisqapi qhipakunku.

Chantapis Organo ejecutivo ukhumanta pacha kamachin, mana ni ima wicharinampaj, poquypis watantinta kanampaj, mikhuna mana pisianampaj, a precio justo ranqhanakupaj.

Tukuy jallp'api economía mundial qullqi apaykachanamanta parlaspaqa, 2012 watapi wicharinqa nispa qhawashanku, maychus enero killapi kay watamanta IPM ukhupi nirqanku chayman

jina. Suyashanku tukuy jallp'api 3,5% wicharinqa nispa, chanta tukuy America Latina chiqampitaj 3,4% suyashanku wicharinanta. Ajinamanta nishanku 2012 wata tukukunankama, Bolivia suyupi crecimiento externo nisqaqa 2,8% chayanqa nispa, uj chhikanta uraykunqa IPM enero killapi ruwasqankumanta, imaraykuchus 2011 watapi yachakurqaña mayk'atachus uraykunan karqa.

Jinallataj kay materias primas nisqamanta precio chanitaqa uraykunantapuni uj chhikallatapis suyashanku. Ajinamanta kay inflación externa Bolivia suyupaj 2012 watapi 0,4% chayanman, kayqa 2011 wata pisi kanman.

Suyunchis chiqanmanta parlaspaqa, maychus qhawasqankuman jina, 2012 watapaj kay qullqi wiñayqa crecimiento económico nisunman, mana kuyurispas chayllapi qhipakunqa, kaytaqa enero killamanta IPM nisqapi rijsichirqankuña, nispa 5% jinataj 6% kanqa nispa. 2013 watapajtaj kay qullqi wiñayqa kanman nin 4,8% jinataj 6,2%, kunan 2012 watapi imaynatachus llank'akushan kikin jamuj watapajpis kanqa nin. Suyunchismanta kay proyecciones nisqaqa, organismos internacionales qutuchaykunamanta jina kikin kanku, chayrayku nishanku Bolivia suyupi kay 2012 watapaj crecimiento qullqi wiñayqa, promedio mundial jinataj regional nisqamanta patapi kanqa.

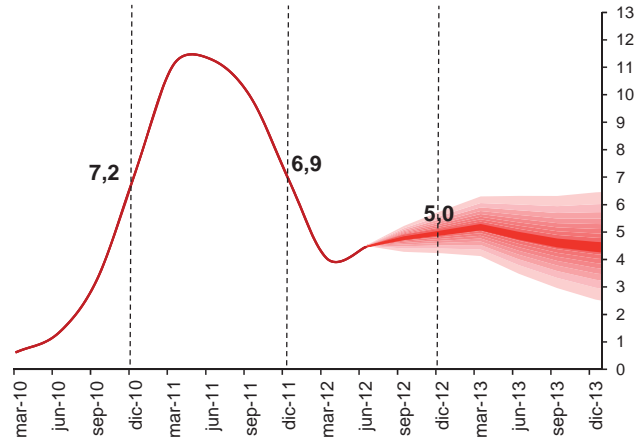
Kayta yachaspa, Bolivia suyumanta cuentas externas 2012 watapi mana wicharinqachu nitaj uraykunqachu chayllapi qhipakunqa. Jinallataj qhawakushan cuenta corriente ukhupi superávit nisqaqa uraykunqa, imaraykuchus chay importaciones de bienes de capital jinataj intermediarios, kay proyectos publicos chantapis privados wakichiykuna ruwakunampaj wicharishan, chanta kay remesas qullqi apachikupi uraykushan imaraykuchus Argentinamanta, Españamanta llank'ajkunaqa manaña ashkhata apachimushankuña. Uraykun disminución de superávit imaraykuchus restricciones cambiarias churakun, chantapis remesas pisiyan chay suyukunapi llank'ay manaña tarikusanrayku.

Suyakun Bolivia suyupi inflación kay wata tukukunankama 5% chayananta, ajinata IPM ukhupi rijsichikurqa, 4,25% jinataj 5,75%; chanta 2013 watapitaj kay tasa 4,5% chayanman nin (kashanman 2,5% - 6,5%, ukhupi). Kay proyecciones nisqata rijsichikushan maychus entorno internacional

qhawakusqanman jina, imaraykuchus economía mundial qullqi apaykachanaqa uraykun p'akikuj jina kaska, chantapis pisillata wiñanqa ajinata organismos internacionales qutuchaykuna kay wata qallarishajtin nirqanku.

2010 – 2013: INFLACIÓN RIKHUSPA CHANTA IMAYNACHUS KANQA

(Sapa kinsa killa ujinataj, porcentaje nisqapi)



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

Imataj jucha kanman, kay inflación nisqa wicharinampajri: suyunchis ukhupi demanda interna kallaspapuni; Paray pacha, ch'aquiy pacha tarpuykunaman taripajtin poquyqa mikhunapaj mana ashkha kanmanchu; precios relativos nisqaman atinkuman yapaykuyta; Jawa llajtakunamanta inflación taripawasunman jinallataj kay crecientes flujos de capital chayawasunman, chay jucharayku socios comerciales nisqakunaqa tukuy imata atinkuman wicharichiyta kayqa apreciación de las monedas nisqapi kutipunman.

Chayrayku jawa suyukunapi tukuy ima urayku jina kanman chayqa, astawampis kay economías avanzadas jinataj emergentes qhapaj suyukunapi, suyunchispajqa mana walijchu kanman, imaraykuchus precios internacionales chay materias primas nisqamanta uraykunmanchá, chayqa mana allinchi.

Pikunachus qullqimanta yachanku chantapis kamachisqa kashanku autoridad monetaria jina políticasninta apaykachanankupaj, Organo ejecutivo nisqawan khuska llank'anallankupuni tiyan, moneda nacional qullqillata apaykachanapaj, ajinamanta suyunchis wiñanampaj yanapashanchis.

Tembikuatia ñemomichivae

Mboapi yasirupi, kuae arasa mokoi eta pañandepo mokoipe, opaeterupi oyekua keräi mbegueyaerupi korepoti jepi oyeupi jokorai oyeecha mbaravikiaporeta jepi niringo jëtaguasuretarpipi EEUU jare Japónpe. Erëi irü mboapi yasirupi omboipi oqueyi ojo korepoti jepi Zona Euro jeevaerupi. Oyeecha keräi tëtaguasureta oikokatupotama yoguiraja vaerupi opa mbae mbaereta iyagui jokorai oyeecha Brasil, India, Chinapevi erëi mbaeti jeietembate kuae teko jokope.

Kuae teko opaete tëtaguaguasuretarupi oyekua jekopegua, ova yasireta oasavaepe, jare opaete itane, mbaravikiaporeta oiporuvae jare opaete mbae mbaereta jepi oqueyi ojoramo, jokoräivi korepotireta jepi oqueyi ojo oiko.

Jaeramo, korepoti iñovatuareta, mbaetima okovarambate oiporukareta ikorepotiyave jekuaeño mbeguerupi ombokuakuavaerä guiraja. Erëi oimevi iru tëtaguasu ikorepotikatu yoguirajavaereta ikorepotireta jepi mbaeti oqueyi ani oyeupi, erei jokuae iyagui ojovaereta omboipi oeka keräirupi oasayepe kuae tekogui.

Arasa mbiterupi, korepotindive oparavikivaereta täta oikorai echa mbaeti oikuakavireta keräitara tëtaguasu Grecia oasayepe mbiagui jokoraiño España jare Italiavi. Kuae tekore oñemboyaye keräi EE.UU imbaravikiguareta mbaetima ombokuakua ikorepoti jare kuae teko ombya iru omboipitaramo omombaraviki ikorepotivaeretare.

Jaema niringoreta ikorepoti, dólar jeevae, oñemomiratareta iru tëtaguasurupi jare oekareta keräi omombaraviki jare okuakuavaerä ojo. Iru tëtaguasureta ikorepoti oqueyi jepi ojo ova yasi mbiterupi jare oyeecha keräi omboveviyereta ikorepoti jepi omboativae yasi iyipi kuae arasapevae

Ñane rëtaguasupe korepoti jepi jendapeño opita, kuae arasape mbaeti mbate oyekua jepi oqueyivae. Jokoraiño mbae mbaereta jepire oñangarekovaereta Indices de Precios del Consumidor (IPC jee karaiñeepevae) jei yasi araroi 2.012 jaeko 1,96%, kuae oechakako mbaeti mbate ñande korepoti oqueyi jepi iru tëtaguasureta Sudamericape. Kuae arasa mboapi yasire mbaeti nunga oyekua kuae tekore oñemboipi yasi aratinipevae 2.011pe, oipiti ndipo yasi yaguiyeppe 4,03%, jaema yasi araiviguive omboipi michimirupi oqueyi ojo jepi 4,54%pe. Ereingatu mbaeti oyekua tekorai jesegua oimerambueve mirata IPM jeevaerupi kuae yasi yasipi 2.012pe

Oqueyivaera ani oyeupivaera ñande korepoti jepi oimeko mbae ejekopegua: i) oñemoikavi jepi opaete mbaemae ojo ova tentañoavevae: i, endi, itaneipitu, (agua, luz, gas) ii) mbae mbaereta yauvae jepi oyovake jepi opaeterupi; iii) Iru tëtaguasureta ikorepoti oqueyiyave mbaeti ñanemanbeko mbate jare iv) tenta iporeta mbaeti oñemambeko kuae tekore. Jokoraimiño omomirata kuae ñande korepotiregua ñande ruvichaguasureta jare ñande korepoti iñovatuaguasu Banco Central de Bolivia (BCB) jeevae

Ëru tëtaguasuretarupi mbaravikireta oñeokenda yoguirajarambueve, ñane rëtaguasupe mbaravikireta oñembokuakua ojo, mbaraviki itaneipituregua, gas natural jaema kuae mbaravikikuakua karambuerupi oyepovae (oñemboguapi kaviyae oyeeya ñanemaendua vaerä jese) Mbaeaporegua industria manufacturera jeevae okuakua ojo echa oyeporuka korepoti, kianunga oipota oyapo añetetepegua kuaenunga mbaravikiretape. Jokoraiño iru tëtaguasupeguareta yogueru ikorepotindive oparavikivaerä koropi.

Yepe iru têtaguasuretarpipi tekoreta ikachi, ñaneretaguasupe mbaeti ova kuae teko jaeramo oyecha kerái opaguire oñemboepi mbiareta ñane rêtaguasupe oimeño korepoti ñanoivae. Echa itaneipitu jepi oyeupirami gas natural jarevi iru têtaguasupeguareta gueru ikorepoti omombaraviki ñane rêtaguasuretaperamo. kuae jekopegua Reservas Internacionales Netas (RIN) jeevae omoiru korepoti, korepotiñovatuguasu BCB guinoi arasa 2011vaegui.

Korepoti oñuvatuvaereta, jekuaevi okuakuareta echa jeta têtaioporeta oyeko jesereta jare omoi jaereta ipope ikorepoti, jokoraiñovi jeta têtaioporeta oiporu korepoti mbaembae oyapovaerä. Kuae teko omomirata mbaravikireta, mburuvichareta oñemongetarupikavi oyeapo ojo kuae mbaraviki oñemomirata ñande korepoti jepi.

Jaeramo ñande korepoti oñemomirata ojo añaverupi echa oyeapo mborokuairera Organó ejecutivo jare BCB oyapovaerä, omoikavi yogueru kuae mborokuairerá Reglamento de Encaje Legal oyeapo yasipipe jare yasi araipevae Jaeramo kuae arasape, ova yasipi iyapipe oyekua oyeupi 74% pe jare 68% oñemboativaere, kuae teko oyapiraa arasa 2011pe oikovae.

Jokorai oyeapo mbeguepekavi ojo kuae teko aguiyevaerä ñande korepoti jepi ogueyi jare jekuae okuakua ojovaerä. Jaeramo oapeterupi oñemboipi oyeecha keráirupi oñembokuata ojo oimevaerä korepoti omeevaeräreta yaiporu mbaravikiapopegua.

Yepe opaeterupi oyeecha oiko tekora korepotiregua erei ñande korepoti jepi mbaeti ogueyi jare oyeecha oñemomirata oikovae. Iru têtaguasureta ikorepoti ogueyiyave ñande korepoti jepi jendapeño opita, mbaetima ogueyi ani omotenonde korepoti ketigua iru arasaretaperami. Jarevi oyekua kerái mbae mbaereta jaekaviño jepiñovae.

Kuae teko oyekuavaerä tätako oparaviki mburuvichareta jese, Organó ejecutivo iporokuairupi oyeechako mbae mbaereta yauvae mbaeti jepimbate jare mbaeti karuai ñandeve.

Têtaguasuretarpipi 2012pe oyeecha mbaaporeta jepi okuakua ojovae IPM yasipi 2012pe jeirami. Kuae arasape opaete têtaguasureta kuae ivipegua okuakuata ndaye 3,5 %pe jare America Latina 3,4%pe. Kuae 2012 iyapipe ñane rëta Boliviape okuata 2,8% peño oyekuata ogueyi korepoti jepivae

IPM jeirupi yasi yasipiperami arasa 2011pe.

Jaeramiñovi itanereta jare iru mbae mbaereta jepi mbeguerupi ogueyita ojo. Jaeramo korepoti jepi oyeechata ogueyi 2012 Boliviape 0,4%, 2011pe oyeechavaegui.

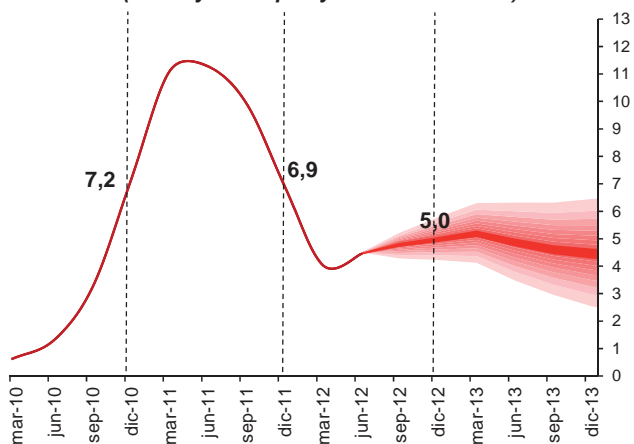
Ñane rêtaguasupe 2012pe IPM yasipipe jeirami, 5% jare 6%peño opitata korepoti oñemboatiyave. 2013pe jokoraiñovi opitata 4,8% jare 6,2%rupiño. Ñemaereta, oyovakevi iru têtaguasureta jei kerái Bolivia, 2012pe oyapirata opaete têtaguasureta ñoguinoi kuae iviarambovaegui. promedio regional jare mundial jei karaiñeepevae

Jokoráiramo Bolivia ipuereta omboepi ipia iru têtaguasuretapevae jare mbaetita ipia okuakua 2012pe. Erei mbaetita oñemboati mbate korepoti, echa oyeporuta korepoti oyeapovaera opaño mbaravikireta, jarevi mbaetima korepoti omboureta oparaviki Argentina jare Españaepevae. Kuae tekoreta oyekuata korepoti iru têtaguasupegua mbaeti jepi mbateramo jare mbaetimaramo mbaraviki iru têtaguasuretape.

Kuae arasa opayave Boliviape 5%rupiño opitata korepotiepigueyi, IPM jeirami, 4,25%rupi jare 5,75%rupi, erei 2013pe oipitita 4,5% (kuae mbapakareta ipiterupi 2,5%-6,5%) michimi oyeupi tenondegui kuae arasape. Kuae teko oyeecha jecha opaete têtaguasuretarpipi omboipi korepoti jepi ogueyiramo.

2010-2013: KOREPOTIEPIGUEYI OYECHA AÑAVERUPI JARE KURIPUGUA

(Irundi yasiretape oyoavi oe iñemboao)



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

Ipuereko korepotiepigueyi jeiete kuae mbaembaereta oasayave: iru tētagusureta ikorepotigueyi ova ñande korepotireyave, arareta oyepoepi jare mbaeti mbaeguiyeretayave, mbaembaereta jepi oyeupirambueve kuae korepotiepigueyi guïrokomeguata opaete mbaembaereta

Jokoraiñovi, yavaita teko ñandeve, iru tētagusureta tenonde ñoguinoi mbaravikipevae opoko oñokenda imbaravikiaporeta, jokorai oasayave ogueyita mbaravikiaporeta jepi, jare opaete mbae mbae ñameevae jepireta ogueyitaviko.

Aguiyevaera kuae mbaembaereta oasa, mburuvichareta jekuaeta oparaviki jare jekuaeta mborokuaireta oñemometeireve Organo Ejecutivo ndive aguiyevaerä ñande korepoti jepi ogueyi jare ombokuakua mbaravikiaporeta jepi ñanereta Boliviapeguara.

I. Contexto internacional

Si bien la actividad económica mundial mostró un repunte positivo a principios de 2012, en los últimos meses se ha evidenciado nuevamente una desaceleración en línea con lo expuesto en el IPM en enero de 2012. El crecimiento global mostró signos de recuperación moderada en el primer trimestre; sin embargo, el resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros afectó negativamente al dinamismo económico en el segundo, constituyéndose en el principal riesgo para la recuperación global. Adicionalmente, se renovó la preocupación por la desaceleración del dinamismo en varias economías emergentes y en desarrollo, destacándose China e India.

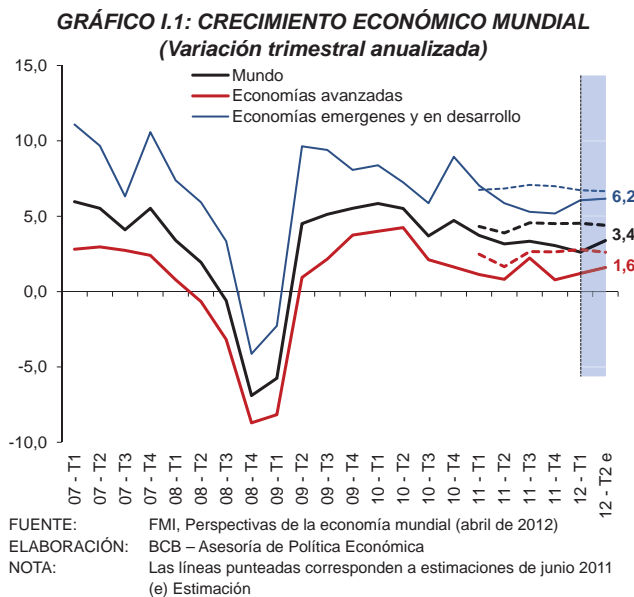
Respecto al nivel de precios global, las presiones inflacionarias han continuado disminuyendo, dada la tendencia descendente de los precios de las materias primas a partir del segundo trimestre de 2012. Este comportamiento se asocia a las menores perspectivas de crecimiento global y su consiguiente disminución en la demanda de commodities, especialmente de China; a las condiciones normales para la oferta y la agudización de las tensiones en los mercados financieros internacionales.

Ante este panorama, los bancos centrales de las principales economías avanzadas sostuvieron la orientación expansiva de sus políticas monetarias con tasas de interés de referencia en niveles bajos y aplicando medidas no convencionales para estimular la demanda. Por su parte, las economías emergentes y en desarrollo, si bien en la mayoría de los casos conservaron sus tasas de interés inalteradas, varias modificaron su política monetaria hacia una orientación expansiva, dando lugar a disminuciones de tasas y la aplicación de medidas no convencionales, para

prevenir los efectos negativos de la desaceleración mundial.

Los mercados financieros internacionales estuvieron fuertemente influidos por la incertidumbre respecto a las medidas para enfrentar la delicada situación de la crisis de deuda en Europa, los efectos contagio a otras economías de la Zona y las cambiantes perspectivas de crecimiento mundial, en particular de EE.UU. y China.

En ese sentido, el dólar estadounidense se apreció en términos multilaterales, reflejando la búsqueda por parte de los inversionistas de activos más seguros. Por otro lado, la mayoría de las monedas de la región se depreciaron en la segunda mitad del semestre, revirtiendo la apreciación acumulada en los primeros meses del año.



I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Después de una marcada desaceleración durante los últimos meses de 2011, debido al débil crecimiento en las economías avanzadas y la desaceleración en las emergentes y en desarrollo, la economía mundial mostró leves signos de recuperación en el primer trimestre de 2012 (Gráfico I.1). Confluyeron en ella un modesto dinamismo en EE.UU y Japón, además de un mayor crecimiento respecto al esperado en las economías emergentes y en desarrollo.

Este comportamiento continuó siendo heterogéneo entre las principales áreas económicas. Al respecto, destaca Asia, dado el repunte en Tailandia y Japón después de los desastres naturales y la orientación expansiva de sus políticas monetarias.

Sin embargo, en el segundo trimestre la actividad económica mundial experimentó nuevamente un importante debilitamiento debido a la agudización de la crisis de deuda y los indicadores de actividad económica menores a los esperados en la Zona Euro, y el debilitamiento de los correspondientes en EE.UU. y China, las tres principales áreas económicas en el mundo.

Con relación a la situación de la Zona Euro, la misma continuó siendo afectada por la agudización de la crisis de deuda en Grecia, a la que se sumaron los efectos contagio a otras economías de mayor importancia sistémica dentro de la Zona de la moneda común, como España e Italia.

A nivel sectorial, el índice global de servicios (basado en las encuestas realizadas a los gerentes de compras, PMI por sus iniciales en inglés), todavía se mantuvo en la zona de expansión (por encima de 50 puntos), mientras que el índice global de manufacturas y los indicadores correspondientes a la Zona Euro se ubicaron en la zona de contracción (por debajo de 50 puntos; Gráfico I.2).

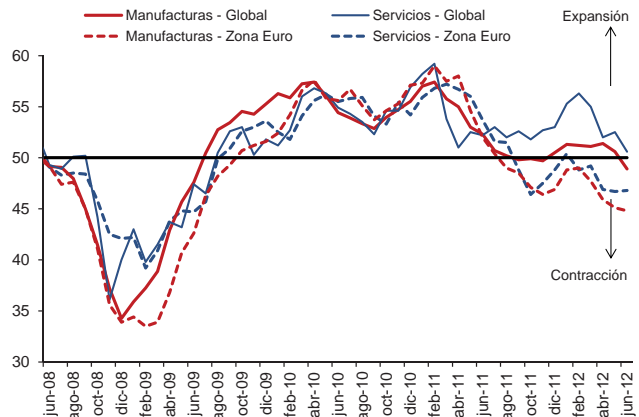
En EE.UU. si bien el crecimiento anualizado del primer trimestre de 2012 registró 1,9% (Gráfico I.3), por debajo del registrado un trimestre antes (3,0%), el consumo privado continuó destacándose entre los componentes de la demanda, especialmente el consumo de bienes duraderos, los cuales mostraron una variación trimestral de 13,7%. Por su parte, la inversión privada moderó su contribución al crecimiento debido a menores inventarios y una menor inversión en bienes no residenciales (estructuras, equipamiento y software). En contraposición, el aporte del gasto del gobierno continuó siendo negativo, situación que se extendería en el mediano plazo dada la necesidad de una consolidación fiscal hasta niveles sostenibles de la deuda pública del país del norte.

El desempeño del consumo privado estadounidense se explica en gran medida por los resultados del mercado laboral. Durante el primer trimestre del año se incrementaron 677 mil nuevos empleos (excluyendo el sector agrícola), donde el sector privado continuó siendo el impulsor, más que compensando la reducción en el sector público. Esto dio lugar a reducciones de la tasa de desempleo en siete de los últimos diez meses, con un leve repunte en mayo, hasta alcanzar una tasa de 8,2% en junio (Gráfico I.4).

Entre las medidas adicionales adoptadas para incentivar el mercado laboral destacan la aprobación de las extensiones al recorte de 2% de impuestos a las nóminas de empleos, de los beneficios a los desocupados y de los reembolsos de pagos del Medicare a los médicos hasta finales de año.

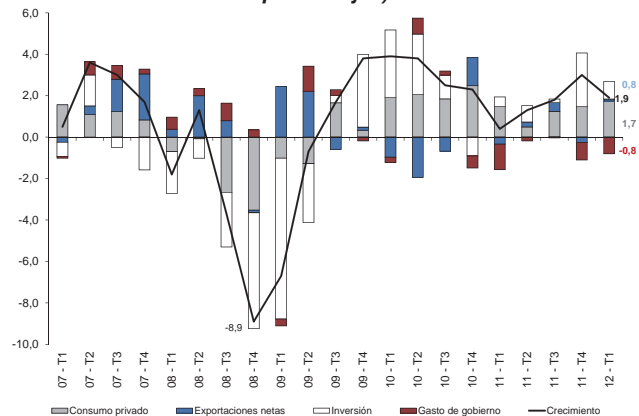
Sin embargo, si bien se crearon empleos a partir del segundo trimestre, la variación fue menor a la esperada, afectando negativamente a los indicadores de confianza de los consumidores y de las ventas al

GRÁFICO I.2: ÍNDICES GLOBALES Y DE LA ZONA EURO DE MANUFACTURA Y SERVICIOS



FUENTE: Bloomberg, Índice PMI elaborado por JP Morgan
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: El nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

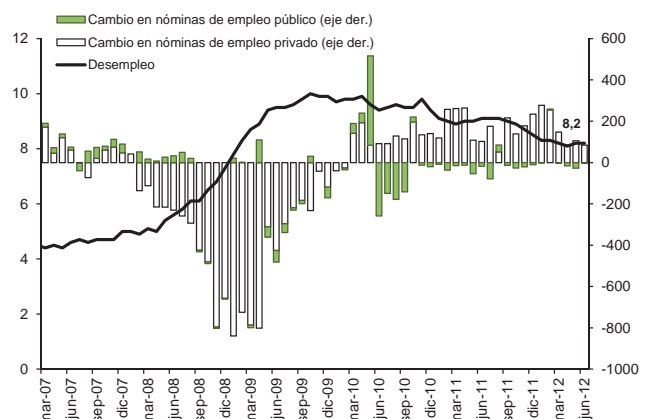
GRÁFICO I.3: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE EE.UU.
 (Tasa anualizada desestacionalizada e incidencias en porcentajes)



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

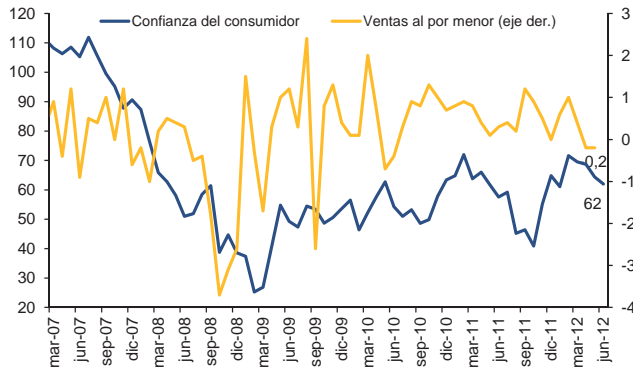
GRÁFICO I.4: CAMBIO EN LA NÓMINA DE EMPLEO Y TASA DE DESEMPLEO EN EE.UU.

(En miles de puestos de trabajo y en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.5: INDICADOR DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y VENTAS AL POR MENOR EN EE.UU.
(En puntos y variación porcentual mensual)

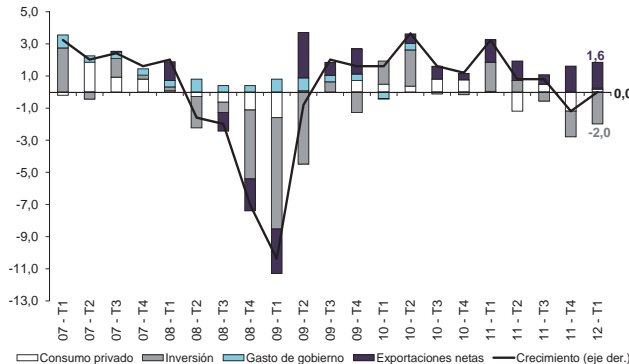


FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

por menor (Gráfico I.5). Respecto al primero, éste registró en junio su quinto descenso consecutivo; en cuanto al segundo, en mayo registró por segundo mes una disminución.

En lo referente a la situación fiscal de este país, continuó la inquietud respecto al proceso de consolidación fiscal que, ante el fracaso de la “Super-Comisión” bipartidaria del Congreso en 2011, se llevaría a cabo de manera automática a partir de 2013, en caso que hasta fin de año no se logre un acuerdo. Según la legislación actual, el déficit fiscal se reducirá notablemente como resultado de la mayor recaudación tributaria y el menor gasto público en 2012. Las estimaciones de esta contracción fiscal fluctúan entre 3,5% y 5% del PIB, lo que implicaría una traba al crecimiento de la economía tanto en 2012 como en el siguiente año. Por esta razón, se espera que los acuerdos políticos que garanticen la sostenibilidad fiscal de largo plazo cobren mayor importancia a finales de año, luego de las elecciones presidenciales de noviembre.

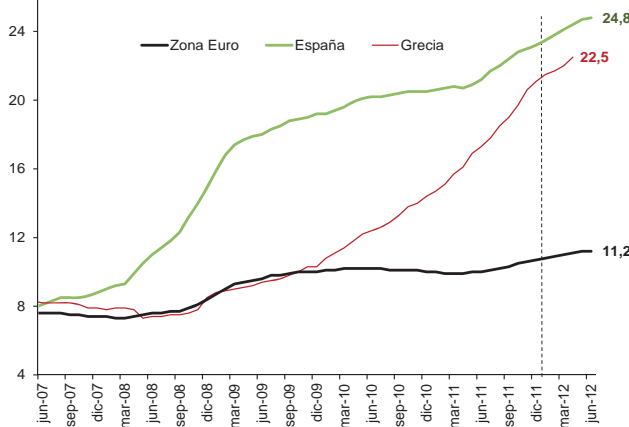
GRÁFICO I.6: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE LA ZONA EURO
(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentajes)



FUENTE: Eurostat y Banco Central Europeo
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

En el caso de la Zona Euro, la caída de la confianza, tanto de consumidores como de inversionistas, y la agudización de la tensión financiera fueron factores importantes que contribuyeron a la contracción anualizada de 1,3% de la región en el último trimestre de 2011. En el primer trimestre de 2012, la Zona no registró ninguna variación,¹ las contribuciones anualizadas de las exportaciones netas y del consumo privado al crecimiento (1,6% y 0,2%, respectivamente) lograron compensar el aporte negativo de la inversión (-2,0%; Gráfico I.6).

GRÁFICO I.7: TASA DE DESEMPLEO DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS
(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

De manera desagregada, al interior de la Zona el crecimiento de Alemania en el primer trimestre de 2012 (2,0% anualizado) contribuyó en gran medida a compensar el declive en el crecimiento de economías como Italia (-3,2%) y España (-1,2%), las cuales entraron en recesión.

Este comportamiento se debió tanto al aumento de las tensiones financieras, lo que a su vez incrementó el costo de financiamiento y provocó un desapalancamiento del sector financiero, como al efecto negativo sobre la actividad económica de las

¹ Según el criterio estándar, una recesión ocurre cuando el PIB disminuye por lo menos dos trimestres consecutivos. En ese sentido, la Zona Euro no entró técnicamente en recesión.

medidas de austeridad fiscal llevadas a cabo para reducir los déficit fiscales y la deuda pública en los países de la región.

Ante este panorama, el mercado laboral continuó con su tendencia hacia el deterioro, de tal forma que la tasa de desempleo se situó en 11,2% a mayo de 2012, la tasa histórica más alta desde la creación de esta zona económica. Dentro de la región, España y Grecia destacan por sus elevados niveles de desempleo, 24,8% y 22,5%, respectivamente (Gráfico 1.7).

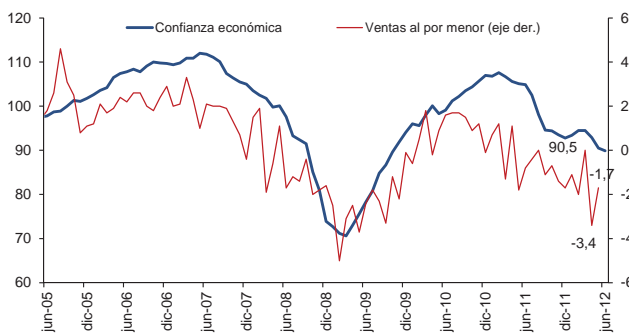
Este desempeño insatisfactorio también se reflejó en el índice de confianza sobre la economía y las ventas al por menor de la Zona, las cuales continuaron mostrando su debilidad, alcanzando los niveles más bajos en dos años y medio (Gráfico 1.8).

Por su parte, Japón, luego de contraerse en 2011 (-0,7%) debido a los desastres naturales de marzo (terremoto) y octubre (inundaciones en Tailandia), registró un crecimiento en el primer trimestre de 2012 de 4,9% anualizado (Gráfico 1.9). Este resultado, por encima de lo esperado, se explica por la inversión pública asociada al mayor gasto en construcción luego de los desastres naturales antes mencionados.

Respecto al crecimiento económico en países emergentes y en desarrollo, éste experimentó cierta ralentización a lo largo de 2011. Sin embargo, durante el primer trimestre de 2012 se observó una dinámica mejor a la esperada, mostrando tasas mayores que las economías desarrolladas, principalmente por el desempeño observado en China, cuyo comportamiento contrasta con la desaceleración en Brasil (Gráfico 1.10).

No obstante, en los últimos meses resurgió la preocupación por la desaceleración de estas economías. En particular, resalta el caso de China por su importancia en el comercio mundial y en la evolución de los precios internacionales de las materias primas. En el primer trimestre de 2012, la tasa de crecimiento interanual de este país fue de 8,1%, nivel por debajo del alcanzado en el último trimestre de 2011 (8,9%). Esta ralentización se debió al menor dinamismo de la demanda externa y a las medidas adoptadas por el gobierno chino con el objeto de evitar la formación de burbujas de precios en los mercados de activos en 2011. Este comportamiento también se vio reflejado

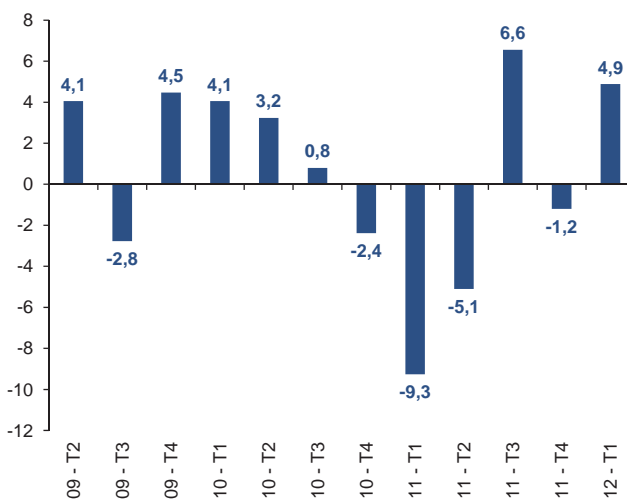
GRÁFICO 1.8: ÍNDICE DE CONFIANZA ECONÓMICA Y VENTAS AL POR MENOR EN LA ZONA EURO (En puntos y variación porcentual interanual)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

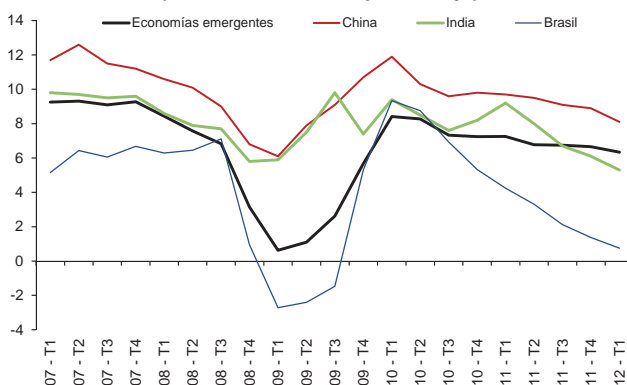
GRÁFICO 1.9: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE JAPÓN

(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentaje)



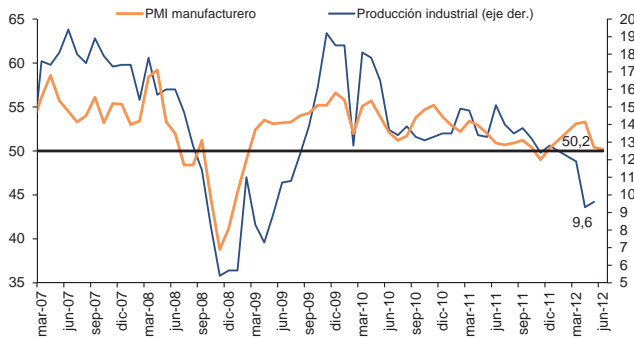
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.10: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO (Tasa interanual, en porcentaje)



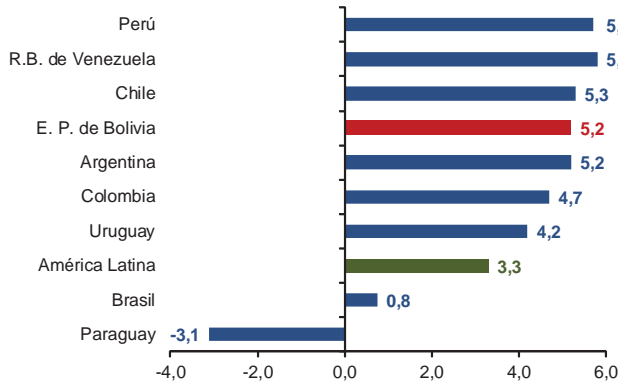
FUENTE: Bloomberg y bancos centrales
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.11: ÍNDICES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL EN CHINA
(Tasa interanual, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: En el caso del índice PMI, el nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

GRÁFICO I.12: CRECIMIENTO ECONÓMICO AL PRIMER TRIMESTRE DE 2012 DE PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA
(Variación porcentual trimestral interanual)



FUENTE: Institutos de estadística, bancos centrales de los países y CEPAL
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

en la menor dinámica de sectores claves como la industria (Gráfico I.11).

Ante este panorama, el gobierno chino confirmó su intención de implementar medidas para contrarrestar la desaceleración, centrando los esfuerzos en estímulos al consumo y apoyo a la inversión. Al respecto, destacan los subsidios para promover la venta de electrodomésticos ahorradores de energía; la inversión en industrias consideradas “estratégicas emergentes” (ahorro de energía, protección ambiental, tecnología de la información, biología, manufactura de equipos avanzados, vehículos basados en nueva energía, etc.); y el apoyo a la inversión privada en el sector de ferrocarriles, finanzas, telecomunicaciones, salud y educación.

En este sentido, para 2012 se espera un déficit fiscal de 1,5% del PIB, ligeramente superior al observado en 2011 de 1,3%. En general, el presupuesto de 2012 refleja cierto incremento del gasto social, medidas de fomento al consumo interno con disminuciones de impuestos y apoyo a las PYMES mediante financiamiento, reducciones de impuestos y contratos públicos. Concretamente, se prevé que el gasto en educación aumentará 17,5% durante la gestión 2012, mientras que el gasto relacionado con la seguridad social y empleo aumentará 16,1%.

Cabe destacar además que las autoridades chinas, en el marco del Plan Quinquenal 2012 – 2017, revisaron a la baja la tasa de crecimiento para 2012 de 8,0% a 7,5%. Debe recordarse que durante el Quinquenio 2006 – 2010, la tasa esperada fue de 8,0%, mientras que en promedio el crecimiento observado fue de 11,2%.

Por su parte, América Latina luego de registrar una desaceleración del crecimiento en los últimos meses de 2011 como consecuencia de los efectos rezagados de una política monetaria más contractiva a inicios de la gestión pasada y un entorno internacional más incierto, a inicios del presente año cambió a perspectivas moderadas, estimándose que alcanzó un crecimiento de 3,3% al primer trimestre de 2012 (Gráfico I.12).

Este cambio a perspectivas moderadas se explica por el dinamismo de los mercados de crédito y laboral,

lo que hizo que la demanda interna se constituyera nuevamente en la base del crecimiento.

Sin embargo, la situación al interior de la región es heterogénea. En Brasil, la actividad se expandió en términos interanuales en 0,8% en el primer trimestre de 2012, tasa de crecimiento que contrasta con el 1,4% alcanzado el trimestre previo. Este débil resultado se explica por el bajo desempeño de la industria, la cual a su vez fue afectada por la disminución de la demanda externa desde otros países emergentes, la apreciación acumulada del real brasileño (aproximadamente 37% entre 2009-2011) frente al dólar estadounidense, las limitaciones del mercado laboral, la baja inversión en infraestructura y la elevada carga tributaria.

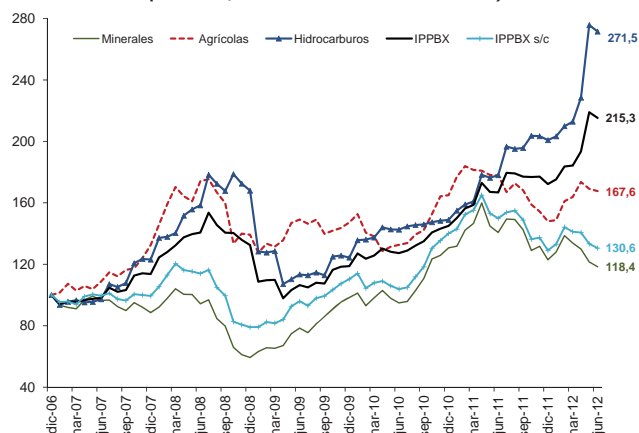
En Argentina, la desaceleración fue más marcada que en los otros países (de 7,3% en el último trimestre de 2011 a 5,2% en el primero de 2012), debido a la caída de la confianza del consumidor, las restricciones a las importaciones adoptadas en los últimos meses, las limitaciones de acceso al financiamiento externo y los problemas en los mercados de divisas.²

I.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Durante el primer semestre del año, los precios de los productos básicos exportados por Bolivia, excluyendo hidrocarburos, registraron un moderado incremento, destacándose los productos agrícolas. En ese sentido el Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación excluyendo hidrocarburos (IPPBX s/c) tuvo una variación positiva de 1,1% en los primeros seis meses del año (Gráfico I.13). Por su parte, el IPPBX general registró un incremento de 25%, principalmente a consecuencia del incremento del 35% del componente hidrocarburos, donde el incremento del gas (43,6%) más que compensó la caída del petróleo (-11,5%).

Sin embargo, durante el segundo trimestre del año, el IPPBX s/c registró una contracción de 7,5%, frente a la ganancia del primer trimestre de 9,4%.³ Esta disminución se observó en el componente de minerales desde marzo (-14,6%) y en los productos agrícolas desde mayo (-3,4%). Este comportamiento

GRÁFICO I.13: 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
IPPBX s/c: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación excluyendo hidrocarburos

² Ver Recuadro 1

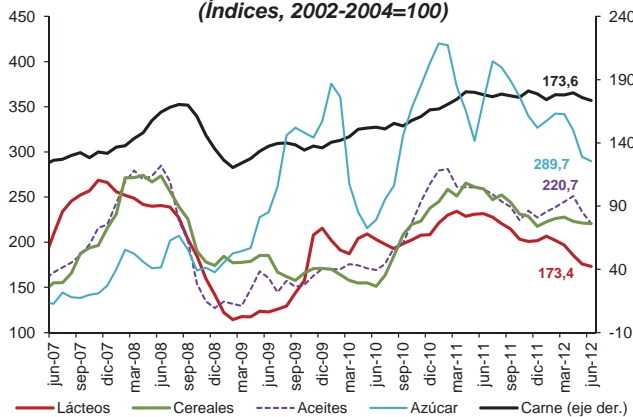
³ Corresponde a la variación de los datos de fin de mes.

CUADRO I.1: COTIZACIONES PROMEDIO DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA (Segundo semestre de 2011 – primer semestre de 2012)

	Segundo semestre 2011	Primer semestre 2012	Variación porcentual
Zinc (\$us/LF)	0,94	0,90	-4,6
Oro (\$us/OTF)	1.693,30	1.652,24	-2,4
Estaño (\$us/LF)	10,34	9,89	-4,4
Plata (\$us/OTF)	35,34	31,09	-12,0
Soya (\$us/TM)	474,83	477,59	0,6
Harina de Soya (\$us/TM)	372,66	390,82	4,9
Aceite de Soya (\$us/TM)	1.201,14	1.185,40	-1,3
Maderas (\$us/M3)	467,61	706,58	51,1
Algodón (\$us/TM)	2.571,48	2.118,11	-17,6
Café (\$us/LB)	2,60	2,03	-22,0
Azúcar (\$us/TM)	650,83	568,79	-12,6
Gas (\$us/MPC)	9,20	11,05	20,1
Petróleo (Brent) (\$us/BBL)	111,16	113,74	2,3
Índice de Precios de Principales Productos Exportables			
IP Minería	137,48	128,38	-6,6
IP Agricultura	161,53	164,00	1,5
IP Comp Soya	12,58	12,55	-0,2
IPPBX	176,97	195,16	10,3
IPPBX s/c	143,42	137,19	-4,3

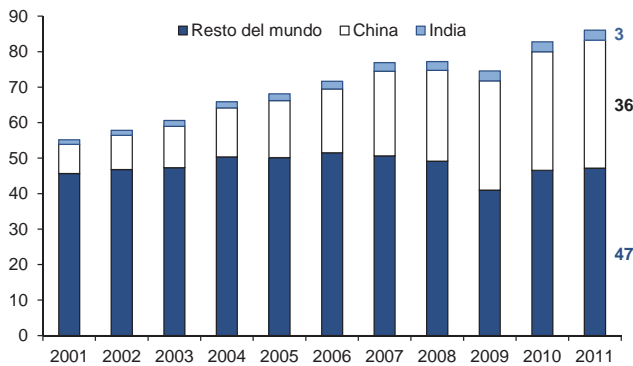
FUENTE: *Bloomberg*
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación
 IPPBX s/c: Sin hidrocarburos exportados por Bolivia
 Los Índices de Precios (IP) corresponden a promedios

GRÁFICO I.14: ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO (Índices, 2002-2004=100)



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

GRÁFICO I.15: CONSUMO MUNDIAL DE METALES REFINADOS (En millones de toneladas)



FUENTE: *Banco Mundial*
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

se asocia a las menores perspectivas de crecimiento global y su consiguiente disminución en la demanda (especialmente de China), condiciones normales para la oferta y la agudización de las tensiones financieras.

En promedio, el IPPBX registró un incremento de 10,3%, aunque excluyendo hidrocarburos tuvo una caída de 4,3%, en virtud a lo observado en agricultura y minería (Cuadro I.1).

Con relación a los precios de productos agrícolas, 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) disminuyó 4,4% en los primeros seis meses del año, destacándose la reducción del precio de lácteos (14%) y del azúcar (11,4%; Gráfico I.14).

Por su parte, los precios de los cereales registraron un crecimiento de 1,4% en lo que va del año por el incremento de 4,7% en el primer trimestre, el cual fue moderado por la caída de 3% en el segundo. Este comportamiento disímil de los precios se debe a los temores iniciales de menor producción en América del Sur por efectos del fenómeno climático “La Niña” (maíz) y, posteriormente, a la mejora de las condiciones climáticas en las zonas productoras de EE.UU. (trigo).⁴

Con relación a los precios de los metales y minerales, éstos mostraron una clara tendencia descendente desde marzo de 2012 (-14,6%), revirtiendo más que proporcionalmente el incremento del primer bimestre (12,8%). Esta disminución también se explica por el resurgimiento de las preocupaciones sobre el crecimiento mundial, especialmente de la economía china, la cual representa aproximadamente el 36% del consumo global de metales (Gráfico I.15). Particularmente, la reducción en los últimos meses de los precios de metales como el zinc se explica por el inesperado incremento de la producción en las regiones productoras y el aumento de los inventarios debido a la elevada incertidumbre provocada por la crisis de deuda soberana en Europa.

En la misma línea, los precios internacionales del petróleo se redujeron en el segundo trimestre

⁴ En el caso del precio internacional de la soja, este alcanzó el nivel histórico más alto a principios de julio de 2012, debido a las condiciones climáticas adversas en las regiones productoras.

(-21,8%), más que compensando el incremento en el primer trimestre (7,7%; Gráfico I.16). La disminución se explica por la menor demanda en el hemisferio norte, dadas las mejores condiciones climáticas, y la reducción de los temores de un desabastecimiento del producto, tras la decisión del gobierno iraní de permitir la verificación de su programa nuclear.

En lo concerniente al precio de exportación del gas natural, principal producto de exportación de Bolivia, cabe destacar que al mes de noviembre el precio de venta a Argentina llegó a \$us11,08/MMBTU, mientras que el precio promedio ponderado de venta a Brasil alcanzó a \$us9,52/MMBTU, registros que constituyen máximos históricos. Sin embargo, es conveniente recordar que estos precios se determinan por los niveles de los precios internacionales de una canasta de hidrocarburos (*fuels*)⁵ con un rezago de 3 y 6 meses para Brasil y Argentina, respectivamente.

I.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y POLÍTICA MONETARIA

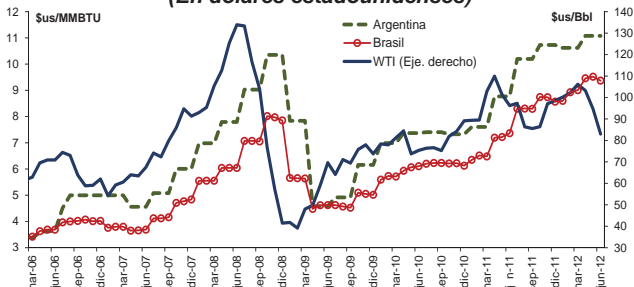
El comportamiento de los precios de las materias primas se transmitió a los indicadores de inflación, reduciendo las presiones inflacionarias a nivel global (Gráfico I.17).

En línea con lo anterior, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron la orientación fuertemente expansiva de su política monetaria, sosteniendo las tasas de interés de referencia en niveles bajos y aplicando medidas no convencionales para estimular la demanda (Gráfico I.18).

En EE.UU., el Banco de la Reserva Federal (*Fed*) continuó con esta orientación manteniendo la tasa de interés de referencia de política monetaria en su rango mínimo histórico, 0,00 – 0,25%, anunciando su intención de mantenerla hasta finales de 2014. Asimismo, la *Fed* extendió su “Operación *Twist*” mediante la compra de \$us267.000 millones en bonos de largo plazo hasta finales de 2012 con el objetivo de presionar aún más hacia la baja las tasas de interés de largo plazo y promover condiciones financieras más expansivas. La primera fase de esta operación concluyó a finales de junio del presente año.

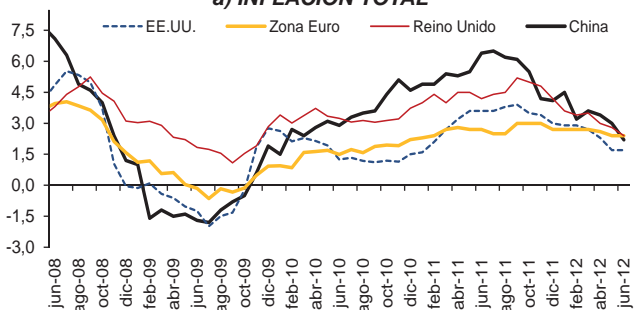
⁵ El precio internacional de esta canasta de hidrocarburos se asocia a las cotizaciones del precio internacional del petróleo.

GRÁFICO I.16: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE PETRÓLEO Y DE EXPORTACIÓN DEL GAS NATURAL DE BOLIVIA (En dólares estadounidenses)

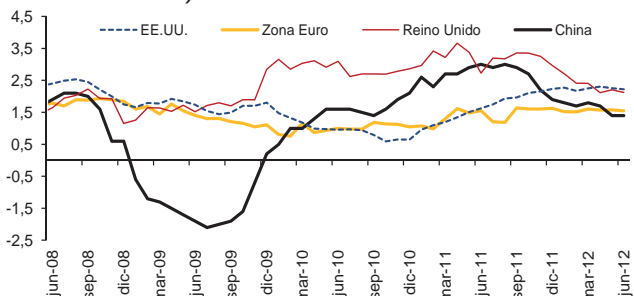


FUENTE: YPFB y Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: WTI: West Texas Intermediate

GRÁFICO I.17: INDICADORES DE INFLACIÓN DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS (Variación porcentual interanual)
a) INFLACIÓN TOTAL

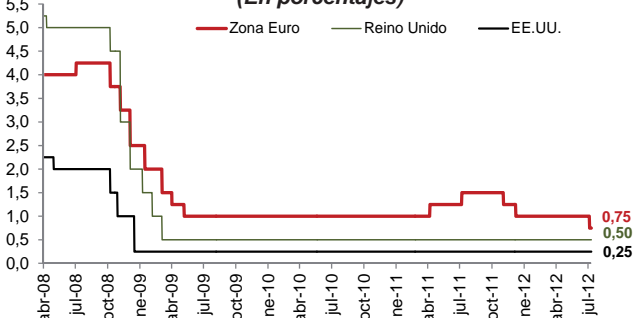


b) INFLACIÓN SUBYACENTE



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.18: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE ECONOMÍAS AVANZADAS (En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En el mismo sentido, el Banco Central Europeo (BCE), luego de reducir su tasa de interés en 50 puntos básicos (pb) en la segunda mitad de 2011, la mantuvo en un nivel de 1% por siete meses, hasta julio de 2012, cuando la redujo nuevamente en 25pb hasta alcanzar su nivel histórico más bajo de 0,75%. Adicionalmente, en diciembre de 2011 el BCE ofreció a los bancos de la Zona financiamiento ilimitado a tres años en euros a través de dos operaciones especiales de financiación a plazo más largo (LTRO, por sus iniciales en inglés) el 21 de diciembre de 2011 y el 29 de febrero de 2012.

Al mismo tiempo, el BCE anunció que los bancos centrales del Eurosistema admitirían un conjunto más amplio de activos de garantía. El banco europeo también rebajó a la mitad su coeficiente de reservas obligatorias a partir del 18 de enero, reduciendo el volumen de reservas obligatorias en €100.000 millones.

Respecto a las LTRO, en el primer programa 523 bancos se adjudicaron un monto de €489.000 millones; mientras que en el segundo, 800 bancos se adjudicaron €529.000 millones. Los montos adjudicados en estas operaciones permitieron incrementar la liquidez en los mercados consiguiendo reducir temporalmente la percepción del riesgo de una intensa crisis bancaria en la Zona.

Adicionalmente, en su reunión de julio de 2012 el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de política monetaria en 0,5% y amplió su programa de flexibilización cuantitativa (QE, por sus iniciales en inglés) en £50.000 millones, de manera que su programa de compra de activos alcance los £375.000 millones.

En Asia, el Banco Popular de China, de manera sorpresiva, disminuyó la tasa de interés de referencia en dos oportunidades, la primera en junio de 2012 en 25pb y la segunda, un mes después en 31pb, hasta situarla en 6%. De igual forma, disminuyó el requerimiento de reservas para los mayores bancos del país y las tasas de depósitos a un año en 100pb y 25pb, respectivamente. Adicionalmente y buscando una mayor liberalización de las tasas de interés, permitió que los bancos ofrezcan un descuento del 20% a la tasa de interés de préstamo referencial, margen por encima de lo permitido previamente (10%), y un premio del 10% a las tasas de depósitos, algo no aplicado previamente. Estas medidas adoptadas por la autoridad monetaria tienen el objeto

de apuntalar el crecimiento de la demanda doméstica y contrastan con el período previo de casi dos años de ajuste monetario que buscaba frenar la inflación y enfriar la economía.

En América Latina, durante el primer trimestre de 2012 la inflación siguió con la tendencia a la baja iniciada en el último trimestre de 2011 en la mayor parte de países de la región (Gráfico I.19), en concordancia con el comportamiento de los precios internacionales de alimentos.

En ese sentido, durante el primer semestre de 2012, Brasil y Chile continuaron con la orientación expansiva de su política monetaria al reducir sus tasas de referencia en 250pb y 25pb, respectivamente, con el objeto de moderar los efectos negativos de la desaceleración internacional (Gráfico I.20).⁶ Por su parte, Perú y México se encuentran entre los países que mantuvieron invariantes sus tasas de interés; mientras que Colombia fue el único país que continuó con su orientación de política, incrementando en 50pb su tasa de intervención a principios de año con el objetivo de lidiar con las presiones inflacionarias.⁷

En el caso de Brasil, a la par de disminuir su tasa de interés de referencia (SELIC), el gobierno modificó el mecanismo de remuneración de las cuentas de ahorro. Previamente, las cuentas de ahorro podían obtener un 0,5% mensual más un factor de corrección equivalente a la mitad de la inflación oficial. Actualmente, los ahorristas obtendrán el 70% de la tasa SELIC más la misma corrección monetaria en el caso de que ésta se sitúe por debajo de 8,5%; y el anterior mecanismo permanecerá en caso de que la tasa SELIC se mantenga igual o mayor a 8,5%. El objetivo de la medida es contribuir a una mayor disminución de la tasa de interés; es decir, evitar que los recursos migren masivamente a las cuentas de ahorro desde los fondos de inversión.

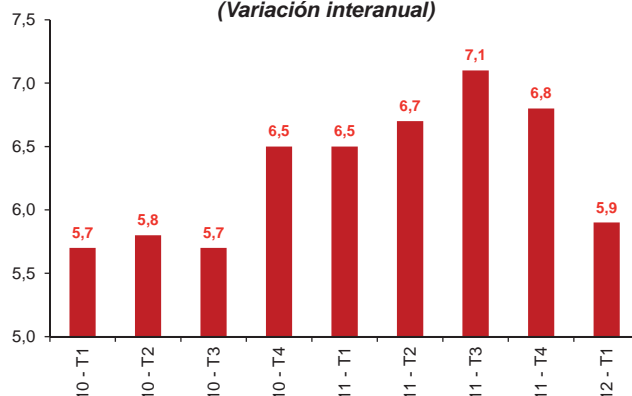
I.4 MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

Durante la primera mitad de 2012, el comportamiento de los mercados financieros estuvo fuertemente influido por la incertidumbre respecto a las medidas para enfrentar la delicada situación de Grecia, el

⁶ El 11 de julio del presente año el Banco Central de Brasil decidió reducir de nuevo su tasa de referencia (*Selic*) hasta 8%.

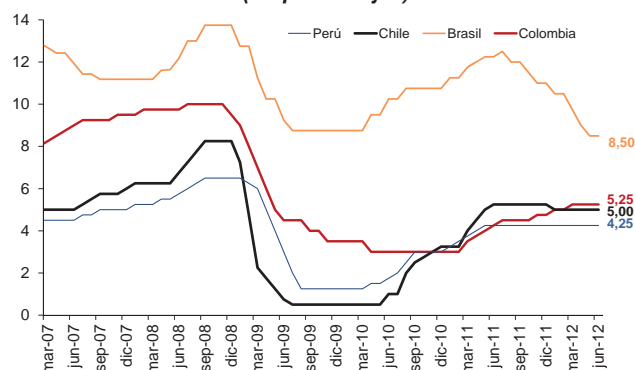
⁷ En fecha 27 de julio el Banco de la República de Colombia decidió disminuir inesperadamente a 5% su tasa de política monetaria, dadas las menores perspectivas de crecimiento económico para el país en 2012 debido a efectos adversos de la ralentización económica mundial.

GRÁFICO I.19: TASA DE INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
(Variación interanual)



FUENTE: CEPAL
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.20: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE PAÍSES SELECCIONADOS DE LA REGIÓN
(En porcentajes)

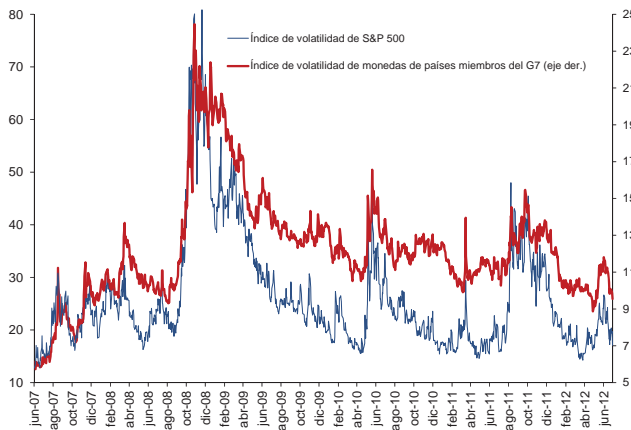


FUENTE: Bancos Centrales
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

deterioro de la situación económica y financiera de España, los efectos contagio a otras economías de elevada importancia como Italia y las cambiantes perspectivas de crecimiento mundial, en particular de EE.UU. y China.

Durante los primeros tres meses del año, las operaciones de financiamiento del BCE, los resultados positivos en EE.UU. y la continuidad del crecimiento en los mercados emergentes permitieron mejorar la confianza de los inversionistas, reduciendo de esta manera la elevada volatilidad observada en 2011 (Gráfico I.21).

GRÁFICO I.21: INDICADORES DE VOLATILIDAD DEL ÍNDICE S&P Y DE DIVISAS DEL G7 (En puntos porcentuales)



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

A partir de mayo, las tensiones volvieron a los mercados financieros debido a la agudización de la crisis de deuda en Europa con el deterioro de la economía española, los efectos contagio a Italia y, en menor medida, las señales de desaceleración en las principales economías emergentes.

Respecto a la situación de la deuda soberana europea, durante el primer trimestre del año se articularon medidas de respuesta frente a la crisis. En la cumbre europea llevada a cabo entre el 1 y 2 marzo de 2012 se firmó un tratado fiscal que obliga a los países firmantes a incorporar en sus legislaciones reglas fiscales que limiten el déficit estructural al 0,5% del PIB, con aplicación a partir de 2016. Este pacto fue firmado por 25 países de la Unión Europea (UE), excluyendo el Reino Unido y la República Checa.

Posteriormente, en julio de 2012 se confirmó la entrada en funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, por sus iniciales en inglés), en vez de mediados de 2013. Por último, la UE y el FMI aprobaron un segundo programa de rescate para Grecia por €130.000 millones para el período 2012–2014, el cual incluye una quita sustancial para los tenedores privados de bonos griegos consistente en un 53,5% en términos nominales y un 74% del valor actual neto.

No obstante, a pesar de estas nuevas medidas todavía se mantuvo la incertidumbre respecto a la solidez financiera de largo plazo de varios de los países afectados, destacando España.

Respecto al país ibérico, después de anunciarse que el gobierno anterior incumplió su objetivo de déficit en el 2011 (6% del PIB) por amplio margen, la nueva

administración informó que tampoco cumplirá la meta de 2012 (4,4%). Ante estos magros resultados, la agencia calificadora de riesgo *Standard & Poor's* (S&P) rebajó la calificación de la deuda soberana de España de "A" a "BBB+" con perspectiva negativa, añadiendo además la posibilidad de que el gobierno tenga que proporcionar mayor apoyo a su sistema bancario.

En mayo de 2012 se anunció la nacionalización del cuarto banco de ese país (Bankia) y una reforma financiera mediante la cual las entidades bancarias estarán obligadas a traspasar antes de que acabe 2012 todos sus activos inmobiliarios problemáticos a otras sociedades especializadas en gestionarlos. De igual forma, se anunció que el gobierno otorgará préstamos públicos a las entidades bancarias como una medida para avanzar en el saneamiento del sector inmobiliario y reactivar la concesión del crédito. Esta escalada de tensiones también se reflejó en un incremento del costo de financiamiento (Gráfico I.22).

Las necesidades de recursos para apoyar a su sistema financiero llevaron finalmente a que el gobierno español formalizara un pedido de asistencia a la Unión Europea (UE) el 25 de junio. La UE, a la par de otorgar ayuda financiera a este país, aprobó la extensión del cumplimiento de las metas de déficit fiscal por un año adicional hasta 2014.

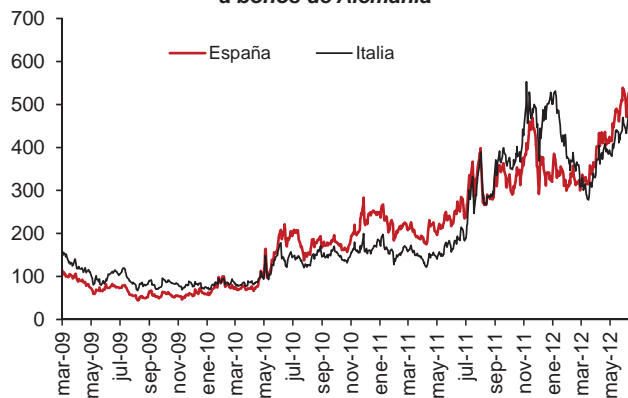
En el caso de Italia, si bien este país avanzó en sus medidas de reducción de déficit fiscal, la escalada del costo de financiamiento respondió al incremento de la incertidumbre en los mercados financieros.

De igual manera, las crecientes tensiones en la Zona empezaron a transmitirse al resto del sector bancario, afectando el perfil crediticio de varias instituciones y, por consiguiente, de sus condiciones de financiamiento. Todo esto se reflejó en crecientes diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento crediticio (*Credit Default Swaps* o CDS) de los bancos europeos, alcanzando inclusive niveles superiores a los observados tras el estallido de la crisis de 2008-2009 (Gráfico I.23).

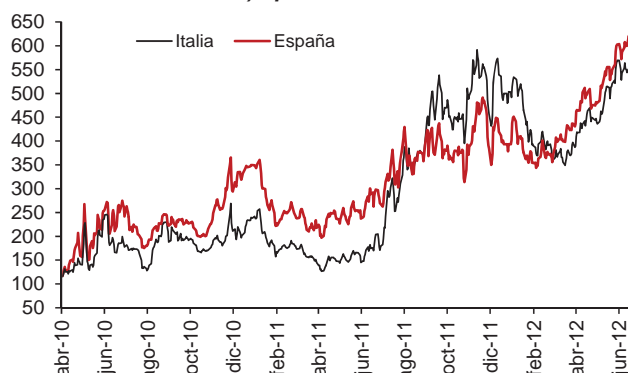
Cabe destacar que el mismo día que el gobierno español formalizó su solicitud de ayuda, el gobierno de Chipre también solicitó asistencia financiera de los fondos de rescate de la UE, dada la elevada exposición de su sistema financiero a Grecia, convirtiéndose en el quinto país de la Zona en hacerlo.

GRÁFICO I.22: PERCEPCIÓN DEL RIESGO EN ESPAÑA E ITALIA
(En puntos básicos)

a) Spread de bonos soberanos a 10 años relativos a bonos de Alemania



b) Spread de CDS



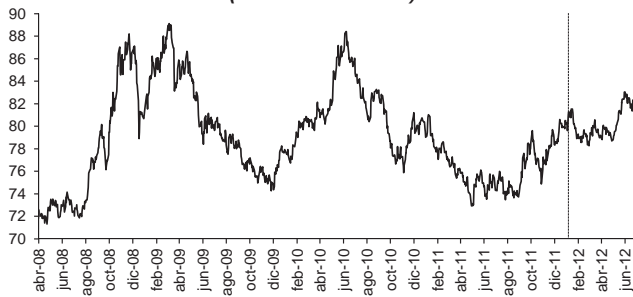
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.23: DIFERENCIAL DE RIESGO DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS) DEL SECTOR BANCARIO DE EUROPA
(En puntos porcentuales)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.24: ÍNDICE DEL VALOR DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE FRENTE A UNA CANASTA DE LAS PRINCIPALES MONEDAS DE LAS PRINCIPALES MONEDAS (Enero 1980 = 100)

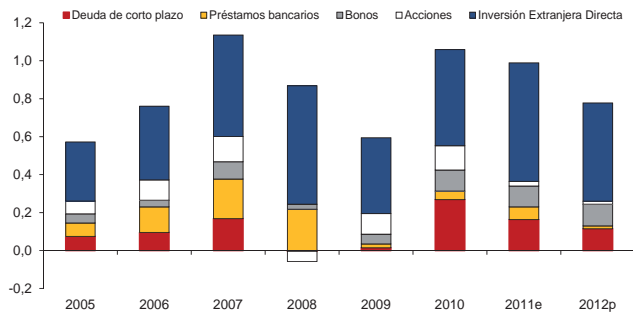


FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Ante este panorama de creciente incertidumbre, el dólar estadounidense mostró una apreciación de alrededor de 1,8% en términos multilaterales en la primera mitad del año, reflejando la búsqueda de los inversionistas de activos más seguros (Gráfico I.24).

Esta búsqueda de activos más seguros, llevó hacia una moderación esperada de los flujos de capital hacia las economías emergentes y en desarrollo en relación a 2011, la cual se ha efectivizado paulatinamente en lo que va del año (Gráfico I.25).

GRÁFICO I.25: FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO NETO HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES (En billones de dólares estadounidenses)

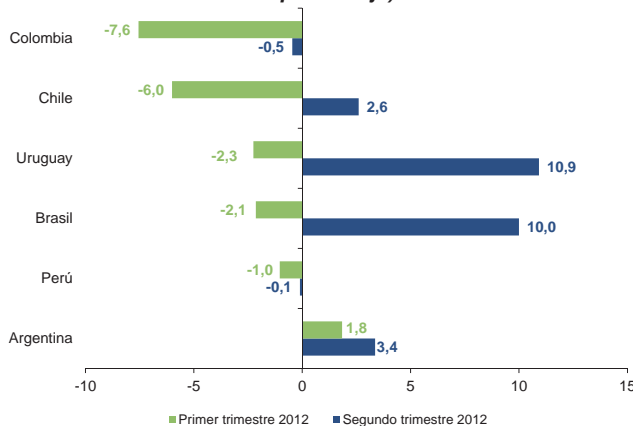


FUENTE: Bancos Mundial
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: (e) estimado (p) proyectado

En línea con los movimientos de capitales y la mayor incertidumbre internacional, la mayoría de las monedas de la región se depreciaron en la segunda mitad del semestre, revirtiendo la apreciación acumulada en los primeros meses del año, destacándose los casos de Uruguay y Brasil (Gráfico I.26). Respecto a Uruguay, la elevada demanda de dólares en el mercado local y las leves intervenciones del banco central explican este comportamiento.

En el caso de Colombia, la intervención del banco central, a través de la reactivación de las compras spot diarias por \$us20 millones prevista hasta agosto del presente año, contribuyó a la moderación de las presiones para la apreciación de su moneda.

GRÁFICO I.26: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS (Variación trimestral respecto al dólar estadounidense, en porcentaje)



FUENTE: Bancos centrales y Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Una variación negativa significa una apreciación, una variación positiva significa una depreciación

Por su parte, el Banco Central de Brasil intervino repetidamente en los mercados cambiarios y extendió el Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF) de un 6% a préstamos en el exterior con plazos de hasta 5 años con el objeto de reducir las presiones hacia la apreciación durante los primeros meses del año. Posteriormente, continuó con sus mecanismos de intervención, esta vez para contener la depreciación del real brasileño (intervención en el mercado de instrumentos derivados y reducción del alcance del IOF hasta créditos a 2 años).

Finalmente, si bien el crecimiento global mostró signos de recuperación moderada en el primer trimestre de 2012, el resurgimiento de las tensiones en los mercados de deuda todavía constituye el principal riesgo y seguirá complicando la recuperación de la actividad económica global.

En ese sentido, en la última cumbre del 28 y 29 de junio de 2012, los líderes europeos llegaron a un acuerdo de emergencia para recapitalizar directamente los bancos de la Zona, de tal manera

de no añadir más presión a la deuda pública de los gobiernos. Además acordaron la creación de un órgano que supervise a las entidades financieras del bloque a fines de año. Asimismo, acordaron asignar un presupuesto aproximado del 1% del PIB de la Zona para estimular el crecimiento y, adicionalmente, re-examinar el programa de ayuda financiera a Irlanda en lo referente al apoyo al sistema bancario, de tal manera de equiparar las condiciones de ayuda a las de España.

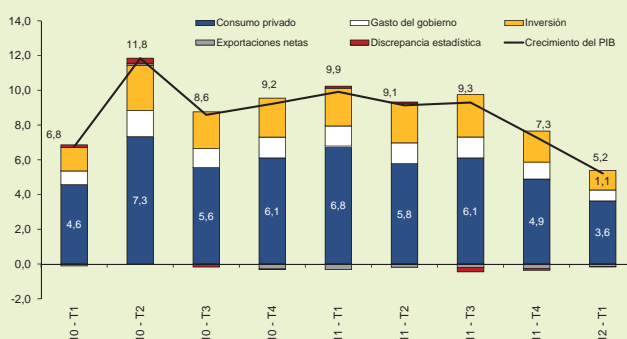
RECUADRO I.1 COYUNTURA ECONÓMICA DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

El presente recuadro expone el desempeño económico argentino en lo referente a: i) actividad económica, ii) inflación y política monetaria, iii) mercados cambiarios, iv) mercados financieros y v) perspectivas.

i) Actividad económica

Durante 2011 la economía argentina se expandió 8,9% impulsada principalmente por los componentes de la demanda interna. A lo largo del año pasado, varias de las políticas utilizadas para hacer frente a los efectos de la crisis internacional se mantuvieron, lo que redundó en tasas de crecimiento por encima del 9% interanual en los primeros tres trimestres. No obstante, en el último trimestre de 2011, se observó una moderación del crecimiento (7,3%), debido principalmente a la reducción de la incidencia del consumo privado (Gráfico I.27). Al primer trimestre de la presente gestión el ritmo de crecimiento se desaceleró a 5,2%.

GRÁFICO I.27: TASA DE CRECIMIENTO E INCIDENCIAS DE ARGENTINA
(Variación trimestral anualizada, en porcentajes)



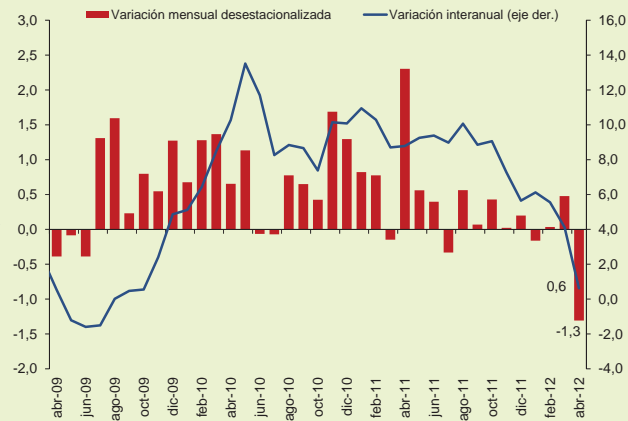
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC)
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Las barras corresponden a las contribuciones al crecimiento

Con relación al comercio internacional, las exportaciones crecieron en torno a 4% interanual en el primer trimestre de 2012, donde el rubro más dinámico fue el de productos primarios. En el caso de las importaciones, durante el primer trimestre crecieron 1,5% en términos interanuales. Al respecto, en febrero de 2012 el gobierno argentino implementó una restricción no arancelaria (la Declaración Jurada Anticipada de Importación) para limitar el flujo de importaciones. Posteriormente, en marzo presentó ante la Comisión de Comercio del MERCOSUR una lista aproximada de 100 productos para el incremento de sus aranceles, como parte de un conjunto de medidas para proteger su industria.

Desde el punto de vista de la oferta, la industria y la construcción redujeron su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2012 (Gráfico I.28). En el primer caso, sólo destacó el sector de metalmecánica que continuó creciendo a 9% interanual. Por su parte, la producción de automotores aumentó 2,7% interanual en el primer trimestre de 2012, alentada por las ventas de automotores de fabricación nacional al mercado local que se incrementó en 21,1%, la cual más que compensó la profunda caída de las exportaciones (-15,9%).

GRÁFICO I.28: ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL

(En porcentajes)



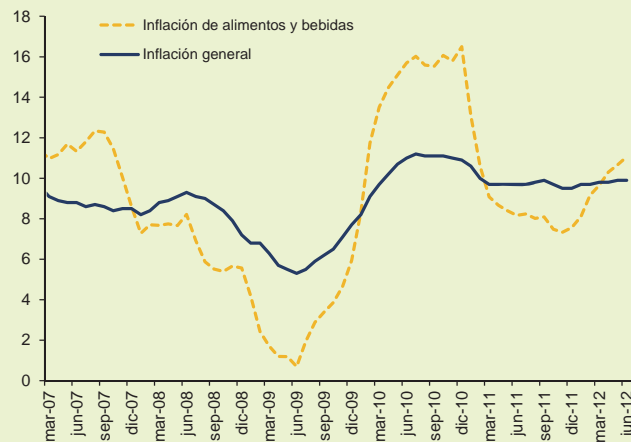
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

ii) Inflación y política monetaria

Durante los primeros meses del año, la tasa oficial de inflación mostró un mayor aumento debido en gran parte al comportamiento de los alimentos, destacándose las cotizaciones más elevadas de los cortes vacunos (Gráfico I.29). Similar comportamiento registraron los precios de otros ítems como Transporte, donde impactó el aumento del pasaje de subterráneo en el Gran Buenos Aires, que a partir del 6 de enero tuvo un ajuste de 127,3%.

GRÁFICO I.29: INDICADORES DE INFLACIÓN DE ARGENTINA

(En porcentajes)

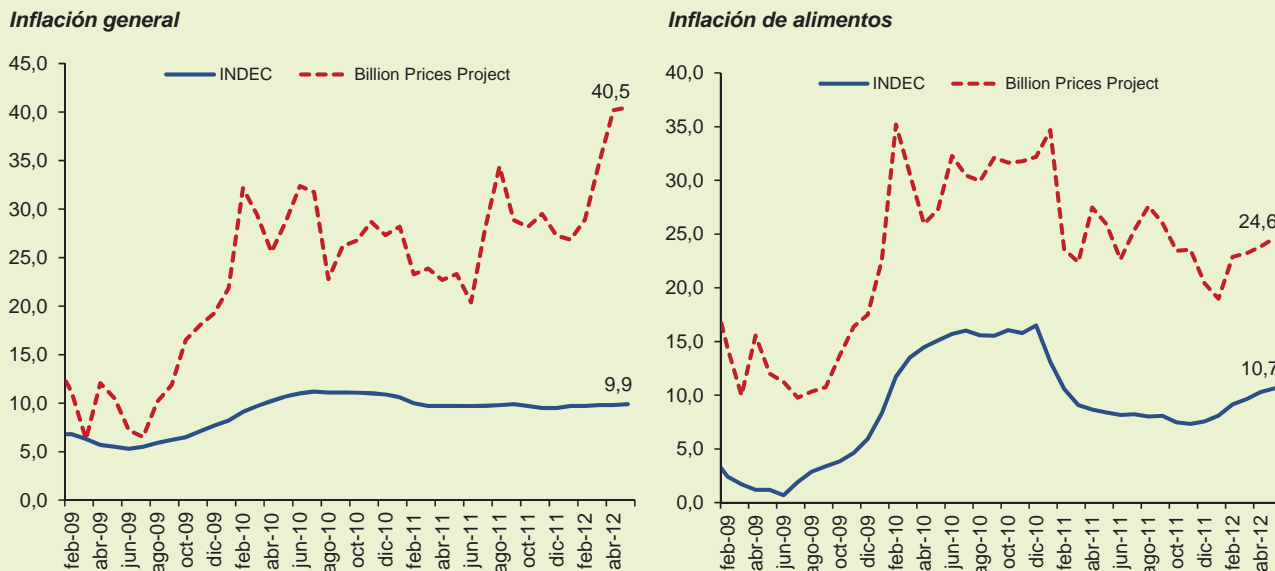


FUENTE: Bloomberg e INDEC
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Sin embargo, y de acuerdo con estimaciones de entidades privadas,⁸ desde principios de 2007 los índices calculados por el INDEC habrían subestimado sistemáticamente la variación de los precios (Gráfico I.30), los cuales se habrían acelerado en los últimos meses.

⁸ El proyecto *Billion Prices Project* es una iniciativa académica que recolecta información sobre precios a lo largo del mundo con el objeto de realizar investigación económica. Este proyecto es financiado por el *Sloan School of Management del Massachusetts Institute of Technology (MIT)* en EE.UU.

GRÁFICO I.30: COMPARACIÓN DE MEDIDAS DE INFLACIÓN
(En porcentajes)



FUENTE: INDEC, Billion Prices Project
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Respecto a la política monetaria, a partir del 6 de abril de 2012 entró en vigencia la nueva Carta Orgánica del Banco Central de la República de Argentina (BCRA), que estableció un mandato múltiple para la entidad promoviendo la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. También se fortaleció el rol de la autoridad monetaria en la política de crédito. En virtud de esta atribución, desde el mes de junio los bancos están obligados a prestar obligatoriamente 5% de sus captaciones al sector productivo.

Junto con la Carta Orgánica, también se modificó la Ley de Convertibilidad, eliminándose la relación fija entre la base monetaria y las reservas internacionales, cuyo nivel será definido por el Directorio a través de un ejercicio dinámico y permanente de evaluación de las condiciones que enfrente la economía argentina. En este sentido, a finales de junio de 2012, el gobierno argentino dispuso la utilización de las reservas de libre disponibilidad del BCRA para cancelar la totalidad de los servicios de deuda con organismos financieros internacionales correspondientes al presente ejercicio fiscal.⁹

iii) Mercados cambiarios

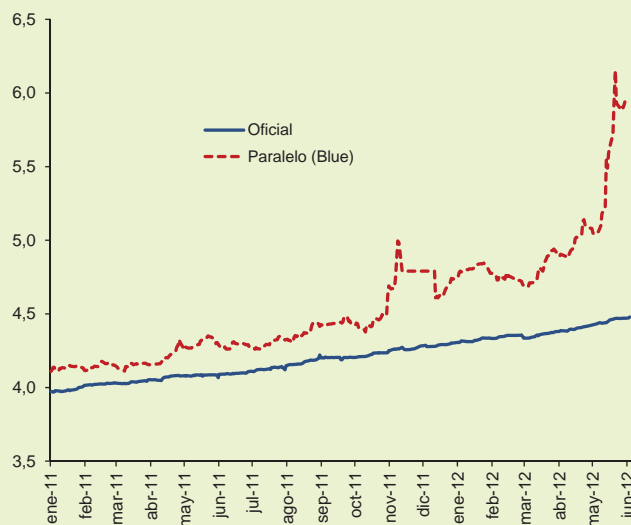
A la par de las medidas antes descritas, el gobierno argentino también adoptó a partir de octubre de 2011 una serie de medidas en el mercado cambiario y de flujo de capitales. Dentro de este conjunto de medidas, destaca la obligatoriedad de todos los negocios cambiarios de contar con un permiso del ente de recaudación fiscal correspondiente (Administración Federal de Ingresos Públicos o AFIP) para concretar cada operación en dólares.

Específicamente establece que las entidades autorizadas a operar en cambios por el BCRA deben consultar y registrar, mediante el sistema informático, el importe en pesos del total de cada una de las operaciones cambiarias. Posteriormente, a partir del 3 de abril de 2012 sólo pueden utilizar cajeros automáticos en el exterior del país quienes tengan cuentas en dólares en Argentina; y desde el 29 de mayo la AFIP implementó un Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias, con lo cual el gobierno incrementó su control cambiario

⁹ En junio 2012, el gobierno utilizó \$us2.100 millones de un total de \$us5.700 millones destinados para su uso. Considerando que ahora se han suspendido las limitaciones en la cantidad de libre disponibilidad de las reservas, el monto que utilizaría el ejecutivo sería mayor que el previsto. Según el reporte *Latin America Economics Update* del 19/jul/2012, el monto estimado que usaría el gobierno alcanzaría a \$us10.000 millones.

sobre el dólar estadounidense para viajes al exterior (por razones de salud, estudios, deportes y otros), además de los programas turísticos. Finalmente, el BCRA oficializó a principios de julio de 2012 la prohibición de comprar divisas para ahorro, quedando vedada esta opción. Estas restricciones para la compra de dólares en el mercado formal impulsaron el desarrollo del mercado paralelo donde el tipo de cambio llegó a máximos históricos (Gráfico I.31).

GRÁFICO I.31: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y PARALELO
(En pesos argentinos por dólar estadounidense)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

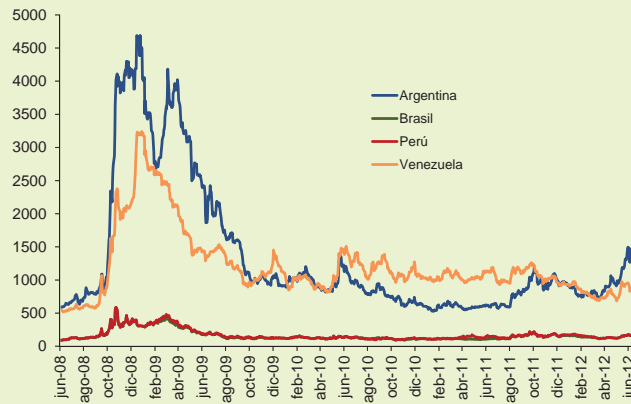
En el mercado cambiario formal, las operaciones en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) de las entidades autorizadas con sus clientes finalizaron el año 2011 con un superávit (\$us1.424 millones) por debajo de lo observado en 2010 (\$us10.108 millones), debido a la mayor demanda neta de activos externos de libre disponibilidad por parte del sector privado no financiero (\$us22.653 millones). Si bien el BCRA realizó compras de divisas por \$us3.371 millones en 2011, las reservas internacionales se redujeron en \$us5.814 millones, dados los pagos por deuda en moneda extranjera y los retiros de los saldos de las entidades financieras en el BCRA.

Al primer trimestre de 2012, las operaciones en el MULC arrojaron un excedente de \$us3.068 millones, implicando un aumento del 20% respecto al valor registrado en el mismo período de 2011, como resultado de las medidas antes descritas. El BCRA efectuó compras netas de \$us3.579 millones en el trimestre, aumentando el nivel de reservas en \$us915 millones.

iv) Mercados financieros

Al elevado nivel de incertidumbre en los mercados financieros internacionales y crecientes restricciones en el mercado cambiario y de control de flujos de capitales en el mercado local, se sumó la expectativa por el cambio de propiedad de la empresa hidrocarburífera Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), filial de la española Repsol, en abril de 2012. En este sentido, si bien S&P mantuvo la calificación de riesgo soberano en B, redujo el panorama de la calificación (de “estable” a “negativo”) de la deuda a largo plazo. Paralelamente, se incrementaron los indicadores de riesgo, alcanzando niveles incluso por encima de otros países de la región (Gráfico I.32).

**GRÁFICO I.32: PERCEPCIÓN DEL RIESGO – CDS A 5 AÑOS DE PAÍSES SELECCIONADOS
(En puntos básicos)**



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Con relación al sistema bancario, al primer trimestre de 2012, los saldos de créditos y de depósitos totales del sector privado crecieron en términos nominales 42,8% y 28,3% en 12 meses, respectivamente; mostrando desempeños algo más moderados en comparación con los observados un año antes. Además, el sistema bancario incrementó la tenencia de activos de mayor liquidez, destacándose las operaciones con el BCRA y las tenencias de bonos LEBAC.¹⁰

v) Perspectivas

Si bien en 2011 Argentina tuvo una de las tasas de crecimiento más altas en la región, para 2012 se espera una tasa considerablemente menor (Gráfico V.3). En relación a la inflación, los registros oficiales se mantendrán en niveles elevados (Gráfico I.30).

No obstante, y dado el carácter de exportador de materias primas, Argentina recuperaría su dinamismo en el mediano plazo. Asimismo, a pesar de la caída del saldo de cuenta corriente de la balanza de pagos, el BCRA todavía cuenta con un importante nivel de reservas internacionales para hacer frente a cualquier necesidad de liquidez. Sin embargo, en el ámbito local, los elevados niveles de inflación constituyen el principal riesgo para la economía; mientras que en el ámbito internacional, la agudización de las tensiones financieras provocadas por la profundización de la crisis de deuda y la consiguiente moderación de la actividad global se constituyen en otra fuente importante de riesgo.

¹⁰ Las LEBAC son Letras emitidas por el BCRA a tasa fija; plazos de 30, 60, 90, 120, 180 y 270 días; y en pesos argentinos o dólares estadounidenses.

II. Comportamiento reciente de la inflación

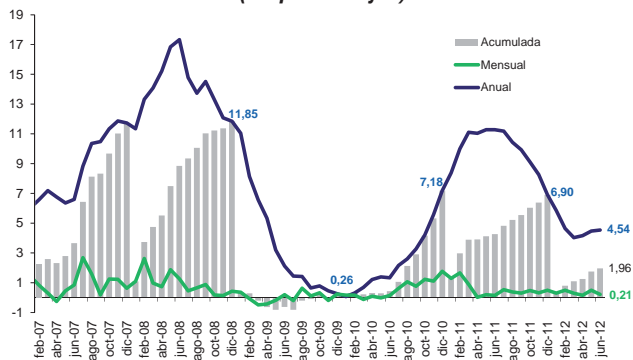
En el primer semestre del año se ha logrado mantener una tasa de inflación baja y estable. En efecto, la variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) a junio de 2012 fue de 1,96%, cifra que sitúa a Bolivia entre los tres países con las tasas de inflación acumulada más bajas de Sudamérica. La inflación interanual mantuvo en el primer trimestre la tendencia decreciente iniciada en julio de 2011, luego de las intensas presiones al alza entre mediados de 2010 y 2011, alcanzando en marzo una tasa de 4,03%. A partir de abril, la variación de precios ingresó en una fase de ajustes leves al alza, de modo consistente con los indicadores de tendencia inflacionaria, alcanzando en junio una tasa de 4,54%. Es importante señalar que la trayectoria adoptada por la inflación a lo largo del semestre se mantuvo acorde con la senda proyectada en el IPM de enero de 2012.

La evolución de la inflación entre enero y junio de 2012 estuvo determinada por los siguientes factores internos y externos a la economía nacional: i) un ajuste de precios relativos en el sector de servicios; ii) estabilidad generalizada de los precios de alimentos; iii) reducidas presiones inflacionarias de origen externo, en línea con el comportamiento de los mercados internacionales de commodities; y iv) expectativas ancladas del público. En términos generales, el comportamiento estable de la variación de precios en 2012 fue direccionado en modo significativo por las acciones de política económica del Órgano Ejecutivo y del Banco Central de Bolivia (BCB).

II.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La variación acumulada del IPC a junio de 2012 fue de 1,96%, cifra que muestra la evolución estable de la inflación en lo que va del año. No se observaron

GRÁFICO II.1: INFLACIÓN ANUAL, ACUMULADA Y MENSUAL (En porcentajes)

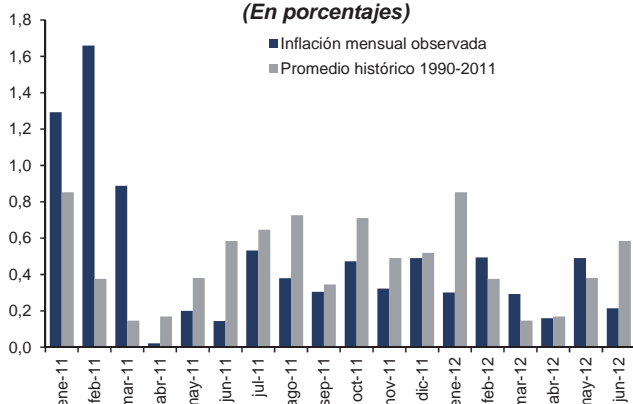


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

diferencias significativas en la inflación acumulada entre el primer (1,1%) y segundo (0,9%) trimestres, a diferencia de 2011 cuando 60% de la inflación anual (3,9 de 6,9 puntos porcentuales o pp) tuvo lugar en los primeros tres meses de la gestión.

En términos interanuales, entre enero y marzo la inflación mantuvo la tendencia decreciente iniciada en julio de 2011, alcanzando a fines del trimestre una tasa de 4%. Cabe recordar que el comportamiento descendente de la inflación interanual entre el segundo semestre de 2011 y el primer trimestre de 2012 respondió al proceso de ajuste a la baja en la variación de precios (luego de las intensas presiones inflacionarias entre mediados de 2010 y 2011), en virtud a la mitigación de la inflación importada, las políticas gubernamentales de abastecimiento de alimentos, las expectativas hacia la baja, junto al rol de las políticas monetaria y cambiaria implementadas por el BCB (véase los IPM de julio de 2011 y de enero de 2012).

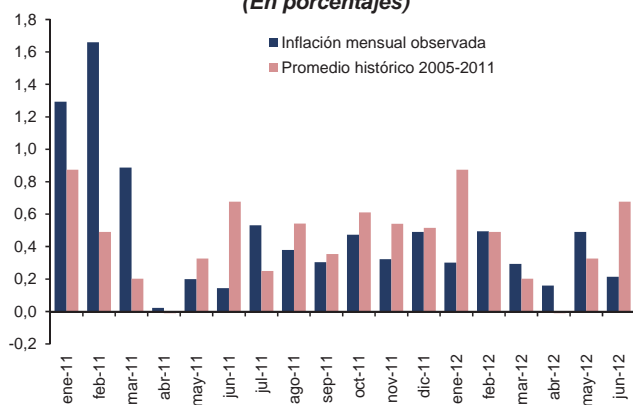
GRÁFICO II.2a: INFLACIÓN MENSUAL Y PROMEDIOS HISTÓRICOS 1990-2011 (En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Los promedios históricos corresponden al período 1990-2011. Los promedios fueron ajustados para excluir la influencia de observaciones atípicas.

A partir de abril de 2012, la variación interanual de precios ingresó en una fase de leves incrementos graduales, comportándose de modo estable, hasta anotar una tasa de 4,5% al cierre del primer semestre (Gráfico II.1).

GRÁFICO II.2b: INFLACIÓN MENSUAL Y PROMEDIOS HISTÓRICOS 2005-2011 (En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Los promedios históricos corresponden al período 2005-2011. Los promedios fueron ajustados para excluir la influencia de observaciones atípicas.

Las tasas de inflación mensuales no difirieron significativamente de sus promedios históricos del período 1990-2011, con las excepciones de enero y junio (meses en los que las tasas observadas se situaron muy por debajo de las medias históricas), hecho que resultó en la moderada cifra de inflación acumulada en la primera mitad de este año (Gráfico II.2a). Incluso, al comparar las tasas observadas con los promedios históricos de un período más reciente (2005-2011), pudo advertirse en la mayor parte del semestre un patrón similar al descrito anteriormente (Gráfico II.2b).

Las mayores tasas de inflación mensual se observaron en febrero y mayo (0,5% en ambos casos) y fueron consecuencia del incremento de precios de alimentos de origen agropecuario (hortalizas y carne avícola) y de los precios de servicios de educación y vivienda.

Un indicador que confirma la naturaleza acotada de las presiones inflacionarias experimentadas en la primera mitad de 2012 es el porcentaje de artículos de la canasta del IPC con incrementos de

precios respecto al mes anterior. Dicho porcentaje se mantuvo en niveles moderados en el primer semestre, registrando un promedio de 59%, muy por debajo de la media de 67% correspondiente a los primeros seis meses de 2011 (Gráfico II.3).

Adicionalmente, es oportuno destacar que el escenario interno de estabilidad de precios, le permitió a la economía boliviana situarse entre los tres países con tasas de inflación acumulada más bajas de Sudamérica, junto a Perú y Chile (Gráfico II.4).

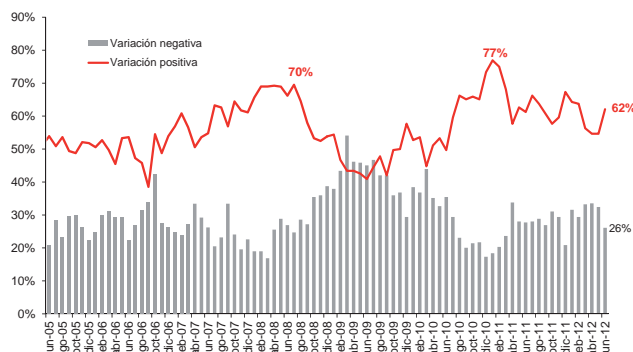
Como se desarrolla en este Capítulo, el comportamiento de la inflación en el primer semestre de 2012 estuvo determinado por los siguientes factores internos y externos a la economía nacional: i) ajuste de precios relativos, especialmente en el segmento de servicios; ii) estabilidad generalizada de los precios de alimentos; iii) reducidas presiones inflacionarias de origen externo, en línea con el comportamiento de los mercados internacionales de *commodities*; y iv) estabilidad en las expectativas de inflación de la población. En términos generales, el comportamiento estable de la variación de precios en 2012 fue propiciado en modo significativo por las acciones de política económica del Órgano Ejecutivo y del Banco Central de Bolivia, además de un contexto global de desaceleración y consecuente reducción de presiones inflacionarias externas.

II.2 INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA

En lo que concierne a los indicadores que se aproximan más al concepto de inflación como el incremento persistente y generalizado de precios, el IPC subyacente (IPC-S), IPC núcleo (IPC-N) e IPC sin alimentos (IPC-SA),¹¹ tuvieron una variación interanual con una orientación descendente, principalmente en los primeros meses de 2012. En el caso de la inflación núcleo y subyacente su trayectoria alcanzó una cota inferior en abril, en tanto que en los meses siguientes se observó un incremento paulatino

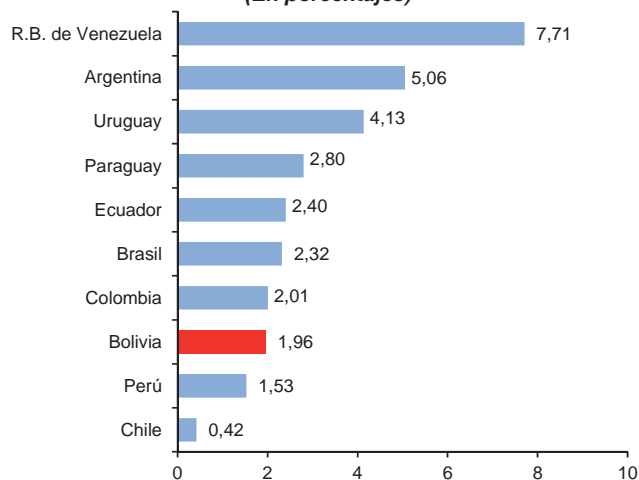
¹¹ La inflación subyacente en Bolivia es una medida de variación de precios construida excluyendo del IPC los cinco productos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional. Por su parte, el núcleo inflacionario calculado por el BCB es un indicador en el que se dejan al margen del IPC los alimentos perecederos, carnes, comidas y granos, junto a productos con precios administrados (p.e. transporte público y pan). Finalmente, la inflación sin alimentos se obtiene al eliminar del IPC los productos alimenticios consumidos dentro y fuera del hogar.

GRÁFICO II.3: PORCENTAJE DE PRODUCTOS QUE AUMENTARON Y DISMINUYERON DE PRECIO POR MES



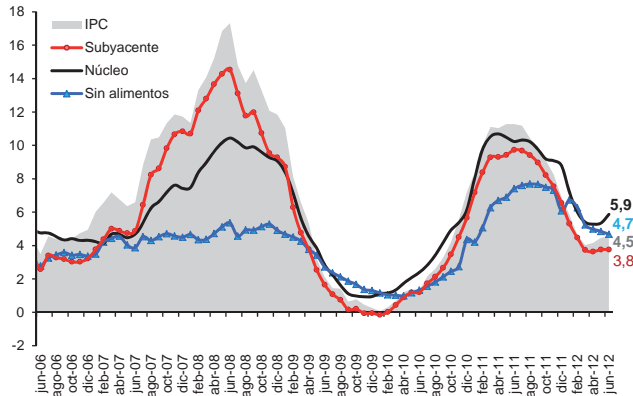
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: La suma de ambos porcentajes no es igual a 100% debido a que no se incluyeron los artículos que mantuvieron constante su precio. Los datos consideran ajustes por el cambio de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

GRÁFICO II.4: INFLACIÓN ACUMULADA A JUNIO DE 2012 EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS (En porcentajes)



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

GRÁFICO II.5: INFLACIÓN TOTAL, SUBYACENTE, NÚCLEO Y SIN ALIMENTOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

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

	2010			2011			2012		
	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun
Núcleo	0,7	1,0	1,7	4,8	0,7	5,6	1,6	1,2	2,8
Alimentos	1,3	2,0	3,4	12,2	-2,3	9,6	1,3	1,2	2,5
No alimentos	0,5	0,7	1,2	2,6	1,7	4,4	1,7	1,1	2,8
Bienes	0,3	0,6	1,0	2,6	1,6	4,2	1,2	1,1	2,3
Servicios	0,8	0,8	1,6	2,6	2,0	4,7	2,6	1,3	3,9
Fuera del Núcleo	-0,2	-0,5	-0,7	3,0	0,0	3,1	0,6	0,6	1,2
Alimentos	-0,3	-0,6	-0,9	4,6	-0,4	4,1	0,8	0,8	1,6
Perecederos	-0,3	-0,5	-0,9	4,6	-0,3	4,3	0,8	0,9	1,8
No Perecederos	-0,3	-1,9	-2,2	4,0	-1,9	2,0	-0,1	-0,4	-0,5
Transporte	-0,5	-1,0	-1,5	0,6	0,6	1,2	0,0	0,7	0,6
Regulados	0,1	0,0	0,2	1,6	0,8	2,4	1,0	0,0	1,0
Combustibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1
IPC	0,2	0,2	0,4	3,9	0,4	4,3	1,1	0,9	2,0

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

en ambos indicadores (mucho más moderado en el caso de la inflación subyacente), alcanzando en junio tasas de variación de 5,9% y 3,8%, respectivamente. Por su parte, la inflación sin alimentos se redujo de forma continua en el semestre, registrando en junio una variación interanual de 4,7% (Gráfico II.5).

En el mismo sentido, cabe mencionar que en lo que va de 2012 la inflación sin alimentos y el núcleo inflacionario se situaron por encima de la inflación total, en tanto que la inflación subyacente alcanzó cifras bastante cercanas (levemente inferiores) a las de la variación del IPC.¹²

La inflación acumulada en el núcleo en el primer semestre de 2012 (2,8%) superó a la registrada al exterior del mismo (1,2%). En esta coyuntura y a diferencia de gestiones precedentes, los segmentos de servicios tuvieron mayor importancia en la dinámica del núcleo inflacionario. En efecto, al interior del núcleo, la inflación acumulada por el sector de servicios entre enero y junio (3,9%) superó a la variación de precios de los alimentos (2,5%) y a la de otros bienes de naturaleza no alimenticia (2,3%; Cuadro II.1).

La mayor parte del alza de precios de servicios tuvo lugar en el primer trimestre del año. Los ítems con mayor incidencia en la inflación acumulada del núcleo fueron el alquiler de vivienda (0,4pp), servicios de empleada doméstica (0,3pp) y educación superior (0,2pp). Por otra parte, en lo que concierne a los productos fuera del núcleo, la mayor tasa de inflación acumulada a junio tuvo lugar en los alimentos perecederos (1,8%), menos de la mitad de la registrada en similar período de 2011 (4,3%).

El moderado crecimiento de los precios de alimentos en el núcleo durante el primer semestre del año contrastó con el escenario de 2010 y más aún con el de 2011, cuando el alza de los precios de alimentos superó al del resto de componentes del núcleo. Como se puntualizará en los siguientes apartados, el patrón observado en el núcleo inflacionario durante el primer semestre (mayor incidencia de segmentos de servicios y menor preponderancia de los alimentos como fuentes de alza de precios) se reprodujo de forma similar a la variación del IPC que considera el total de ítems.

¹² En el caso de la inflación núcleo, ésta ya había superado a la inflación total desde octubre de 2011.

Con relación a los indicadores de velocidad de expansión inflacionaria, éstos descendieron a inicios de año, para luego elevarse gradualmente hacia finales del semestre, aunque con ligeras oscilaciones. A pesar de los incrementos observados en la aceleración de la inflación, el hecho que la velocidad de expansión de los indicadores de tendencia (núcleo, subyacente y sin alimentos) se situó en torno a la velocidad promedio histórica del IPC, denota la naturaleza acotada de las presiones inflacionarias en la economía (Gráfico II.6).

La orientación ligeramente ascendente del IPC y de los indicadores de tendencia fue anticipada en el anterior IPM. En el caso de la inflación núcleo, su posición por encima de la inflación total sugiere una gradual convergencia de la inflación hacia cifras superiores en los próximos meses del presente año, en línea con el escenario planteado en el IPM de enero de 2012.

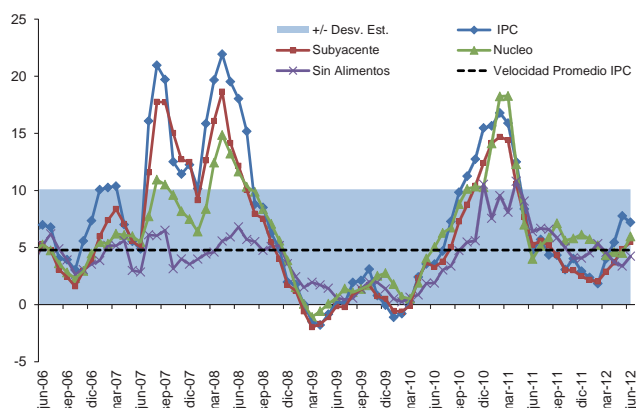
II.3 INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC

En el primer semestre de 2012 once de las divisiones del IPC (con excepción de Educación) registraron una inflación acumulada menor a la observada en similar período del año anterior (Cuadro II.2). Las mayores variaciones de precios correspondieron a rubros con presencia mayoritaria de servicios, más específicamente las divisiones de Educación (5,8%), Salud (4,8%) y Muebles, artículos y servicios domésticos (3,4%). En los dos primeros casos, la mayor parte de los incrementos se concentró en el primer trimestre del año, mientras que en el último las variaciones acumuladas por trimestre resultaron muy similares.

Cabe remarcar que al interior de la división de Educación, los precios aumentaron en mayor cuantía en el caso de la educación superior universitaria (7,5%), educación primaria y educación secundaria (6,5% en ambos casos). Si bien los incrementos de precios de la educación revisten una marcada estacionalidad, acrecentándose típicamente en los primeros tres meses del año (al inicio de las actividades escolares y académicas), la inflación acumulada entre enero y marzo de 2012 superó la registrada en años previos; de hecho, fue la más elevada desde 1999.

En sentido contrario, la división de Comunicaciones fue la que tuvo menor inflación, advirtiéndose en los

GRÁFICO II.6: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DE LOS INDICADORES DE INFLACIÓN (*) (En porcentajes)



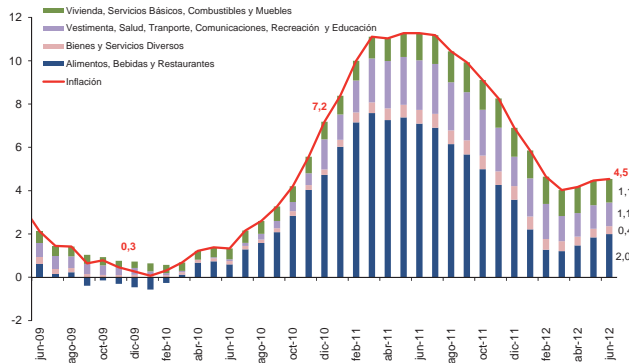
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: (*) Se calcula como la variación anualizada del trimestre móvil de la serie desestacionalizada

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

	2010			2011			2012		
	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	-0,2	-0,4	-0,6	5,9	-1,7	4,2	0,8	0,9	1,7
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	1,4	3,3	4,8	10,7	0,6	11,3	1,4	0,4	1,8
Prendas de Vestir y Calzados	-0,2	0,4	0,3	2,8	1,1	3,9	1,2	0,8	2,1
Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	0,5	0,7	1,2	1,3	1,7	3,0	0,6	1,3	1,9
Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	0,8	1,1	1,9	2,2	2,9	5,1	1,7	1,7	3,4
Salud	0,8	0,4	1,3	4,0	2,2	6,2	2,9	1,8	4,8
Transporte	-0,3	-0,6	-1,0	0,6	0,8	1,4	0,1	0,6	0,7
Comunicaciones	-0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,1	0,5	-0,1	-0,2	-0,3
Recreación y Cultura	0,3	0,2	0,5	1,1	0,5	1,6	0,5	0,1	0,6
Educación	0,2	0,3	0,5	4,7	0,1	4,9	5,7	0,1	5,8
Restaurantes y Hoteles	0,9	0,9	1,8	6,2	0,9	7,1	0,9	0,9	1,8
Bienes y Servicios Diversos	0,6	0,5	1,2	4,0	2,3	6,4	1,6	0,9	2,5
IPC	0,2	0,2	0,4	3,9	0,4	4,3	1,1	0,9	2,0

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

GRÁFICO II.7: INCIDENCIAS DEL IPC POR DIVISIONES
(Incidencias sobre la variación anual, en puntos porcentuales)



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

hechos una reducción de sus precios equivalente a 0,3% durante la primera mitad del año. Los mayores descensos de precios se dieron en el segmento de telefonía móvil, tanto en lo que se refiere al costo de los equipos, así como a las tarifas del servicio de comunicación por telefonía celular. La dinámica de la competencia entre operadores del sector explicaría parte de este comportamiento.

En términos de la participación de las divisiones del IPC en la inflación total, el hecho más destacable en la primera mitad de 2012 correspondió al descenso de la incidencia de las divisiones de Alimentos y Bebidas Alcohólicas, no Alcohólicas y Restaurantes. En efecto, su incidencia se redujo en los primeros meses del año, dando continuidad a la trayectoria iniciada en 2011. La participación de las divisiones indicadas pasó de representar, en promedio, cerca del 68% de la inflación total en el primer semestre de 2011, a tan sólo 36% en la primera mitad del presente año. Las diferencias en las tasas de inflación acumulada entre ambos períodos explican dicho descenso.

CUADRO II.3: ARTÍCULOS DEL IPC CON MAYOR INCIDENCIA EN LA INFLACIÓN ACUMULADA A JUNIO DE 2012

Producto	Variación (%)	Incidencia (pp)
Tomate	47,2	0,3
Alquiler de la vivienda	4,7	0,2
Cebolla entera	19,9	0,1
Empleada doméstica	6,5	0,1
Educación superior universitaria	7,5	0,1
Queso criollo	17,7	0,1
Almuerzo	1,4	0,1
Educación primaria	6,5	0,1
Carne con hueso de res	1,6	0,1
Educación secundaria	6,5	0,0
Incidencia de los 10 productos más inflacionarios		1,2
Inflación acumulada		2,0
Participación de los 10 productos más inflacionarios		61%

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

En contrapartida, las divisiones que cuentan con una mayor concentración de servicios y bienes no alimenticios en su estructura, tendieron a incrementar su incidencia en 2012. El grupo de productos que aumentó en mayor medida su participación en la variación total de precios correspondió a la Vivienda, Servicios Básicos, Combustibles y Muebles (Gráfico II.7).

Por otra parte, el análisis de los artículos con mayor incidencia en la inflación acumulada en el semestre, muestra la presencia de algunos alimentos como el tomate, cebolla, queso criollo y carne con hueso de res (Cuadro II.3). Al respecto, puede señalarse que el alza de precios del tomate tuvo una magnitud significativa (47,2%), relacionada en parte con factores estacionales y efectos climatológicos adversos (específicamente heladas) que redujeron el abastecimiento de esta hortaliza en el mercado doméstico.

Asimismo, seis de los diez ítems más inflacionarios correspondieron a servicios, destacando la incidencia positiva del alquiler de vivienda (0,2pp), servicio de empleada doméstica (0,1pp) y educación superior universitaria (0,1pp). En lo que se refiere a los alquileres, el incremento de su precio se vincula, en parte, a la dinámica del mercado inmobiliario y a la

mayor demanda de espacios habitacionales por parte de las familias.

Finalmente, se debe señalar que en línea con el ambiente de estabilidad de precios, los diez productos más inflacionarios explicaron casi dos terceras partes del incremento acumulado en la primera mitad del año.

II.4 INFLACIÓN POR CIUDADES

Con relación al comportamiento de la inflación en las diferentes ciudades capitales, Tarija registró la mayor inflación acumulada en el primer semestre, con una tasa de 3,4%. Las regiones del eje troncal (Cochabamba, Santa Cruz y La Paz) experimentaron una cifra menor, alrededor de 2%. En contraposición, Sucre y Oruro registraron los menores incrementos de precios, de 0,7% y 0,5%, respectivamente. En todos los casos y de modo congruente con la actual coyuntura, las tasas de inflación acumulada fueron menores a las registradas en el primer semestre de 2011 (Cuadro II.4).

En lo que concierne a la ciudad con mayor variación de precios (Tarija), la parte más considerable del alza de precios tuvo lugar en el segundo trimestre del año, en virtud a la elevada tasa del mes de abril (1,3%) atribuible principalmente al incremento de precios del tomate, alquiler de vivienda y el precio del sábalo. No obstante, en el contexto nacional, la incidencia sobre la inflación por parte de Tarija fue acotada, reflejando su baja ponderación en la estructura del IPC, coherente con la participación obtenida mediante la Encuesta Continua de Hogares llevada a cabo en 2003.

Las mayores incidencias positivas correspondieron a Santa Cruz, La Paz y Cochabamba que tuvieron, en promedio, una participación en la inflación nacional cercana al 88% entre enero y junio, que representó un incremento de 5pp respecto a la participación anotada en el primer semestre de 2011, en contraposición con lo sucedido con las incidencias del resto de las capitales del país (Gráfico II.8).

II.5 INDICADORES COMPLEMENTARIOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS

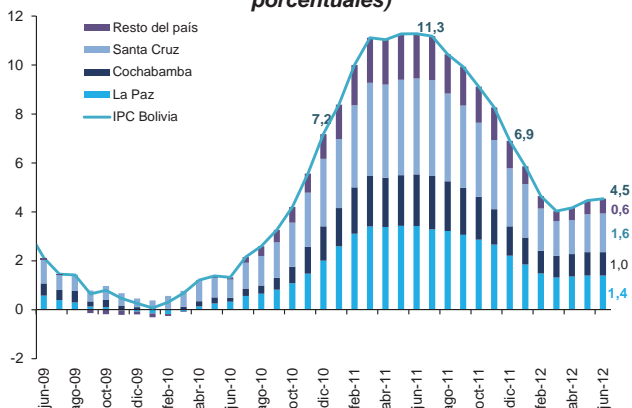
El BCB realiza un seguimiento a otros indicadores que proporcionan señales adicionales sobre el comportamiento de los precios en sectores o mercados

CUADRO II.4: INFLACIÓN POR CIUDADES
(Variaciones acumuladas por período, en porcentajes)

	2010			2011			2012		
	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun
Bolivia	0,2	0,2	0,4	3,9	0,4	4,3	1,1	0,9	2,0
Tarija	0,3	-0,9	-0,6	6,1	0,1	6,2	1,1	2,2	3,4
Cochabamba	-0,1	-0,1	-0,2	3,1	0,2	3,3	1,5	0,5	2,1
Santa Cruz	0,8	0,4	1,2	3,4	0,7	4,1	0,9	1,1	2,1
La Paz	-0,3	0,4	0,2	4,2	0,5	4,7	1,2	0,7	2,0
Cobija	0,6	0,2	0,8	5,0	2,6	7,7	2,6	-0,7	1,8
Potosí	-0,4	0,0	-0,4	6,9	-1,2	5,5	0,4	1,0	1,4
Trinidad	0,6	-0,2	0,4	3,6	0,1	3,7	0,7	0,4	1,1
Sucre	-0,1	0,0	-0,1	4,1	-0,6	3,5	0,0	0,7	0,7
Oruro	0,1	-0,5	-0,4	6,5	-1,6	4,8	0,5	0,0	0,5

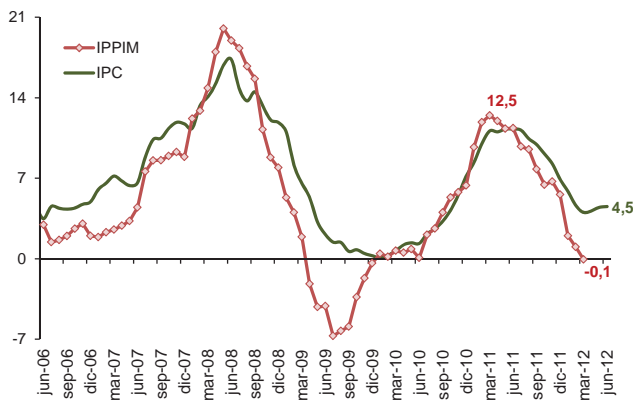
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.8: INCIDENCIA DE LA INFLACIÓN POR CIUDADES
(Incidencia sobre la variación interanual, en puntos porcentuales)



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

GRÁFICO II.9: ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO E IPC (*)
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) La última información disponible del IPPIM corresponde a marzo de 2012

específicos de la economía nacional. La evolución de estos indicadores, dadas las diferentes interacciones existentes, tiende a reflejarse eventualmente en la trayectoria del IPC. Los indicadores analizados de forma complementaria son 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 calculado por el INE cuantifica la evolución de los costos de los insumos empleados en diferentes actividades productivas y de comercialización de la industria manufacturera. Las variaciones de precio de los insumos, a través de su efecto en los costos industriales, influyen en los precios finales de un subconjunto de productos del IPC. Estos efectos tienen lugar con cierto rezago, cuya extensión varía dependiendo de la naturaleza específica de la industria y sus productos.¹³

Luego de obtener un crecimiento interanual de 12,5% en marzo de 2011, el ritmo de variación del IPPIM registró un descenso sistemático que continuó hasta el primer trimestre de 2012, cuando alcanzó una tasa de variación interanual negativa de 0,1% (Gráfico II.9).

Este descenso se originó principalmente en la disminución de los costos de insumos en las industrias de fabricación y refinación de azúcar, fabricación de vidrio y productos de vidrio, junto al segmento de metales no ferrosos. Para la primera fue relevante la normalización del abastecimiento del azúcar en el mercado interno, siendo también importante el efecto estadístico de base de comparación luego de las pronunciadas alzas de precios del azúcar registradas a finales de 2010 e inicios de 2011.

II.5.2 Índice de costos de la construcción

El ICC es un indicador que refleja el comportamiento de los precios de los insumos más importantes empleados en la actividad de la construcción, abarcando tanto costos de mano de obra como de materiales. El Índice engloba los costos incurridos

¹³ 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.

en la edificación de residencias urbanas, edificios no residenciales y otras obras de infraestructura. Los productos incluidos en el ICC mantienen un vínculo 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.¹⁴

Hasta finales de 2011 el ICC continuó reflejando una tendencia creciente, orientación que cambió en la presente gestión, al pasar la variación interanual de 14,1% a 10,3% entre diciembre de 2011 y marzo de 2012 (Gráfico II.10).

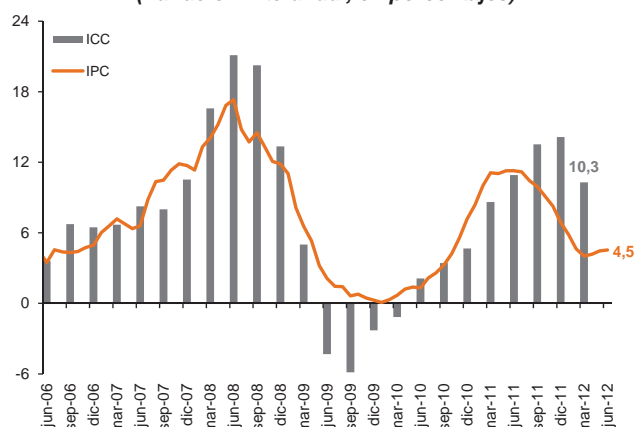
Según tipo de edificación, se constata que en la construcción de edificios residenciales urbanos se moderó en mayor medida la variación de costos, que alcanzó en marzo una tasa de 10,3% (5pp inferior respecto a finales de 2011). A marzo del presente año, las menores variaciones interanuales de los costos de construcción se dieron en las ciudades de El Alto (9,8%) y Cochabamba (8,6%).

Finalmente, en términos del tipo de insumos empleados, se observó un comportamiento diferenciado entre las remuneraciones a trabajadores y los costos de materiales. En el primer caso, se advirtió al mes de marzo un crecimiento moderado en la variación de los costos de mano de obra, en tanto que los materiales redujeron su inflación interanual en cerca de 8pp entre el último trimestre de 2011 y el primero de 2012 (cuando alcanzaron una tasa de 8,5%). Un factor importante que influyó para la menor variación de costos de los materiales de construcción fue la normalización de precios de los productos de madera, cuyas cotizaciones se incrementaron significativamente, pero transitoriamente, en 2011, luego de la introducción de una normativa que regula las operaciones de comercialización de los agentes del sector.

II.5.3 Índice de precios de actividades remuneradas

Con base en información correspondiente a servicios personales del IPC, el BCB elabora tres indicadores de precios de actividades remuneradas: i) el Índice de precios de mano de obra calificada (IPC-MC), que

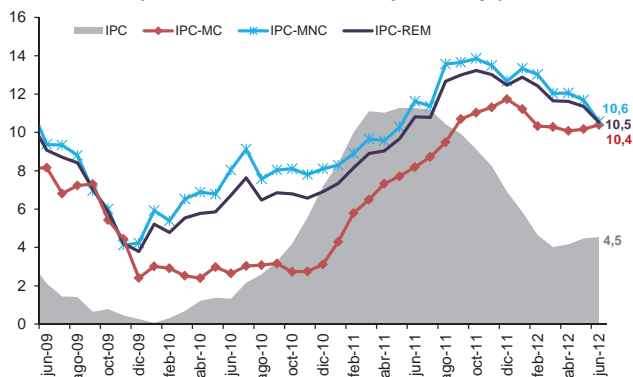
GRÁFICO II.10: IPC E ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN
(Variación interanual, en porcentajes)



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

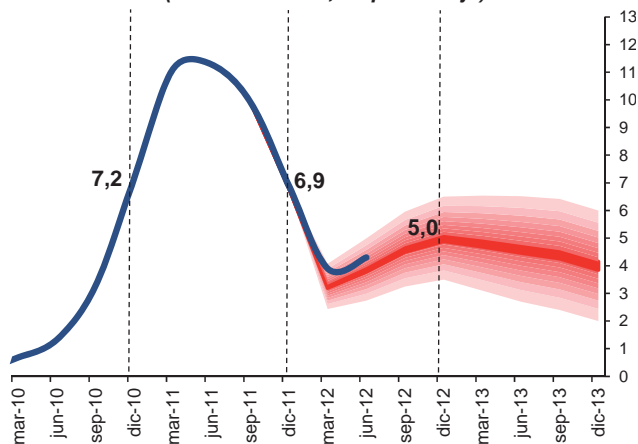
¹⁴ El ICC tiene una periodicidad trimestral y su cobertura geográfica abarca a las ciudades de La Paz, El Alto, Santa Cruz y Cochabamba. La última información disponible para la elaboración del presente IPM corresponde a marzo de 2012.

GRÁFICO II.11: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS (Variación interanual, en porcentaje)



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

GRÁFICO II.12: PROYECCIONES DE LA INFLACIÓN IPM DE ENERO DE 2012 (Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: La línea azul denota la trayectoria observada de la inflación a junio de 2012
 El área roja refleja la proyección efectuada en el IPM de enero de 2012

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 albañilería y 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.

En términos generales, si bien la inflación interanual de los tres indicadores se mantuvo en cifras superiores a las del IPC, pudo advertirse un comportamiento descendente en las tasas a lo largo de 2012, con leves repuntes hacia fines del primer semestre en el caso del IPC-MC. Al mes de junio, el IPC-REM alcanzó un incremento interanual igual a 10,5%, inferior al máximo verificado en la etapa reciente de 13,2% en octubre de 2011 (Gráfico II.11).

En términos de los componentes del IPC-REM, pudo observarse que la tasa de inflación en el segmento de mano de obra no calificada superó levemente la registrada en las actividades que requieren de mayor cualificación por parte de los trabajadores, tendiendo a converger ambas tasas en los últimos meses. En efecto y luego de continuar en una senda descendente, el IPC-MNC alcanzó en junio una variación interanual de 10,6%, ligeramente mayor a la obtenida por el IPC-MC (10,4%).

En el sector de mano de obra no calificada, los mayores incrementos interanuales se observaron en las remuneraciones a las empleadas domésticas, equivalentes a 14,5% al mes de junio. En lo que concierne a los ítems que conforman el IPC-MC, destacaron las alzas verificadas en los servicios médicos, específicamente en las consultas médicas generales (13,2%) y en los servicios de salud dental (12,9%).

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

A lo largo del primer semestre de 2012, la tasa de variación del IPC siguió una trayectoria acorde con las previsiones efectuadas desde el IPM de enero de 2011 hasta el de inicios de 2012. En efecto, la inflación siguió la orientación esperada (con descensos hasta el primer trimestre e incrementos graduales desde entonces), manteniéndose su valor dentro de las bandas del rango de proyección (Gráfico II.12).

La evolución de la inflación y sus determinantes siguió una trayectoria acorde a los principales supuestos formulados en la sección de perspectivas del anterior IPM, entre los que destacan el mayor ritmo de variación de la inflación núcleo respecto a la inflación total, el origen y la magnitud acotada de las presiones en segmentos de servicios al interior del núcleo, junto al buen desempeño productivo del sector agropecuario y la moderación de presiones inflacionarias originadas en el rubro de alimentos. En términos del contexto externo, resaltó el descenso de los precios internacionales de *commodities*, en línea con el escenario de desaceleración económica global.

Asimismo, se materializaron parte de los riesgos anticipados en el IPM de enero de 2012, destacando entre aquellos al alza la presencia de moderadas presiones de demanda interna y los ajustes de precios relativos que, como se observará en la siguiente sección, se materializaron especialmente en los rubros de servicios del IPC.

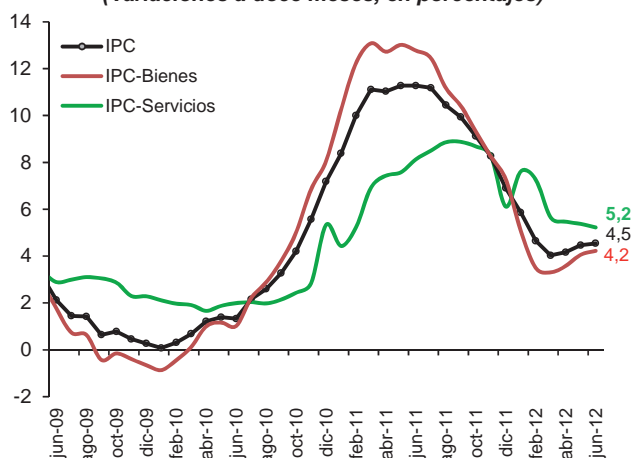
En términos generales y dados los elementos mencionados, la evolución de la inflación en el primer semestre de 2012 estuvo asociada con cuatro factores señalados en la parte inicial del capítulo que, a continuación, se analizan en profundidad.

II.6.1 Ajuste de precios relativos en el sector de servicios

Un aspecto de importancia respecto a la evolución de la inflación en el primer semestre de 2012, fue la mayor relevancia de los precios de algunos servicios en su determinación, a diferencia del rol menos protagónico asumido en gestiones pasadas. En principio, pudo observarse que entre enero y junio de 2012 la inflación a doce meses de los servicios superó a la variación de precios de los bienes y a la del IPC (en promedio, la inflación de los servicios superó en 1,5pp a la inflación total). Las mayores tasas de inflación interanuales en servicios se registraron en el primer trimestre, alcanzando posteriormente en junio cifras en torno a 5,2%. Entretanto, la variación de precios de los bienes fue de sólo 4,2% (Gráfico II.13).

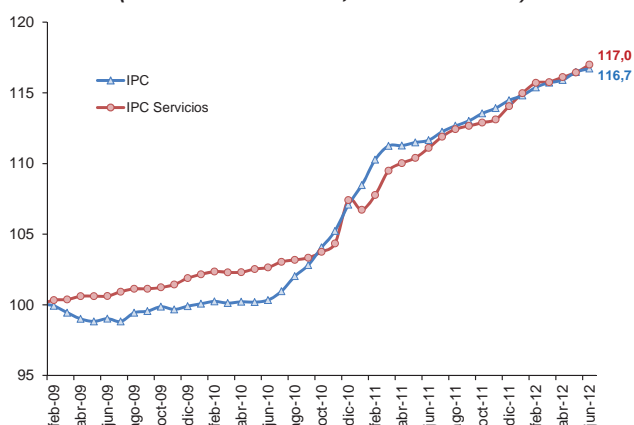
Al examinar el comportamiento del IPC y del IPC-Servicios, pudo observarse que, en términos generales, ambos siguieron una evolución bastante similar, especialmente desde mediados de 2011 (Gráfico II.14). Ello denotaría que los incrementos

GRÁFICO II.13: INFLACIÓN, INFLACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



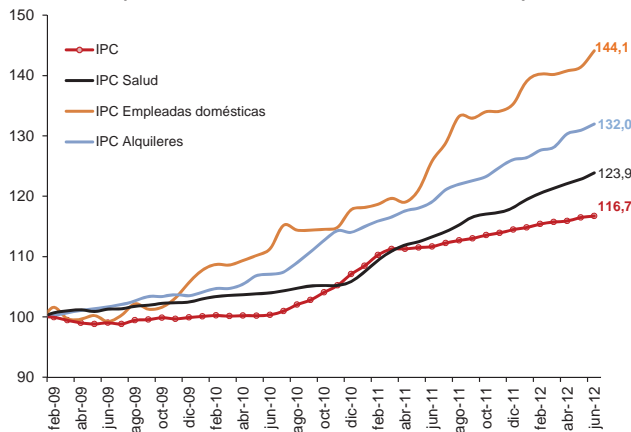
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.14: IPC E IPC DEL SECTOR SERVICIOS
(Índices normalizados, enero 2009 = 100)



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

GRÁFICO II.15a: IPC, IPC DE EMPLEADAS DOMÉSTICAS, SALUD Y ALQUILERES
(Índices normalizados, enero 2009 =100)



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

de precios en servicios, en lugar de ser un fenómeno generalizado, respondieron más bien a una aceleración de la inflación en segmentos específicos de dicho mercado. Asimismo, la divergencia en el ritmo de variación del IPC total y del IPC de servicios sería un fenómeno temporal, esperándose que converjan paulatinamente sus tasas de inflación interanual en los próximos trimestres.

Los incrementos de precios se asociaron con distintos factores en función del tipo de servicio específico objeto de análisis. En lo que concierne a servicios personales, las mayores variaciones de precios se advirtieron en los servicios de empleadas domésticas, que registraron una inflación interanual de 14,5% en junio de 2012. Al observar la trayectoria del Índice de precios de este servicio, se constata que tendió a distanciarse del IPC especialmente a partir del primer trimestre de 2011 (Gráfico II.15a). Los incrementos de precios de los servicios de empleada doméstica no dejan de tener una connotación social. Ello en la medida que éstos respondieron a un proceso de ajuste salarial en un segmento del mercado de trabajo que ocupa una gran cantidad de fuerza laboral y cuyas remuneraciones se caracterizaron por sus bajos niveles. Los avances en política social desde 2006 por parte del Gobierno Nacional permitieron un incremento de ingresos y una mejor calidad de vida en un conjunto de trabajadoras postergadas hasta entonces.

Por otra parte, en lo que concierne a las cifras de inflación interanual en los servicios de salud, éstas alcanzaron un promedio de 9,7% en el primer semestre del año. Si bien los índices de precios del sector salud se incrementaron en mayor medida respecto al IPC desde abril de 2011, no obstante cabe señalar que la tendencia ascendente de su nivel de precios puede estar relacionada también con factores de mediano plazo. En efecto, una variable que pudo incidir en la senda observada de los precios de servicios médicos es la mayor demanda al interior de este mercado (especialmente por servicios de tipo especializado), originada en los mayores niveles de renta disponible de la población en los últimos años (según datos del INE el PIB per cápita paso de \$us1.016 en 2005 a \$us2.270 en 2011). En 2012, los factores mencionados se vieron amplificados por una mayor demanda transitoria por servicios médicos

de carácter privado, asociada a conflictos sociales experimentados en el sector, particularmente en los meses de abril y mayo.

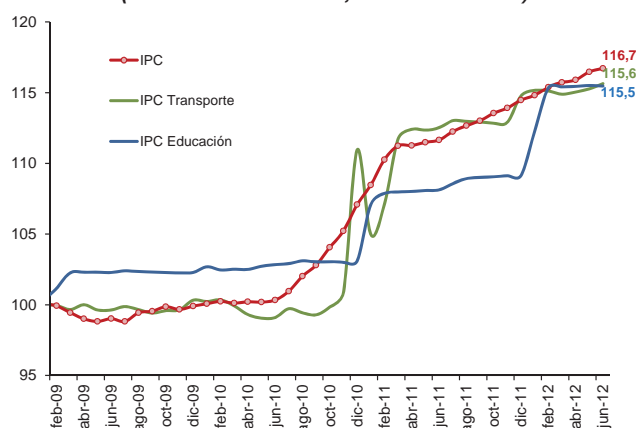
Respecto a los servicios básicos y de vivienda, las mayores variaciones de precios se concentraron en el alquiler de vivienda. En este caso, el ajuste de precios pudo estar relacionado a una mayor demanda de espacios habitacionales por parte de las familias (generada por el crecimiento demográfico en regiones urbanas y el mayor poder adquisitivo al que se hizo referencia anteriormente), junto a la dinámica observada en el mercado inmobiliario. La menor oferta de contratos en anticrético, hecho constatado en las últimas gestiones, propició también una sustitución por inmuebles en alquiler, sesgando al alza las tarifas de este servicio.

A su vez, en lo que atañe a los servicios de educación, se observó que las tasas de inflación anotadas a inicios de 2012 (especialmente en pensiones de educación primaria, secundaria y universitaria) respondieron, aunque en una forma mayor a la típicamente observada, a los patrones estacionales propios de inicios de año. Este ajuste de precios relativos se denota claramente al examinar el Índice de precios de este tipo de servicio. En efecto, luego de seguir una senda estable desde el primer trimestre de 2011, los precios del sector se incrementaron de forma importante entre enero y marzo de 2012. Como fuera mencionado, dicho incremento fue el más elevado desde el año 1999 (Gráfico II.15b). Finalmente, en lo que concierne al transporte, las elevadas tasas de inflación interanual anotadas en el primer bimestre de 2012 (alrededor del 8,5%) fueron ocasionadas por incrementos no consensuados por parte de los agentes del sector, que no respondieron en todos los casos al comportamiento de sus fundamentos.

II.6.2 Estabilidad generalizada de los precios de alimentos

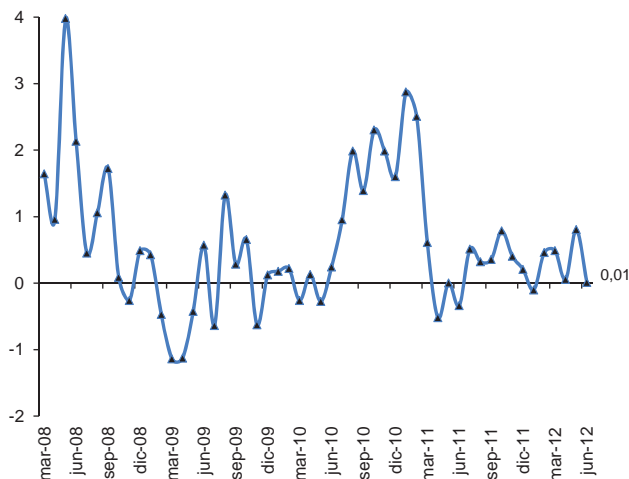
La inflación de alimentos siguió una trayectoria estable en la primera mitad de 2012, advirtiéndose tan solo leves repuntes focalizados en productos específicos de origen agropecuario en el segundo trimestre. La evolución favorable de los precios de alimentos respondió en gran medida al buen desempeño de la producción doméstica, que permitió un adecuado abastecimiento de los mercados y fue propiciada, en

GRÁFICO II.15b: IPC, IPC DE TRANSPORTE Y EDUCACIÓN
(Índices normalizados, enero 2009 =100)



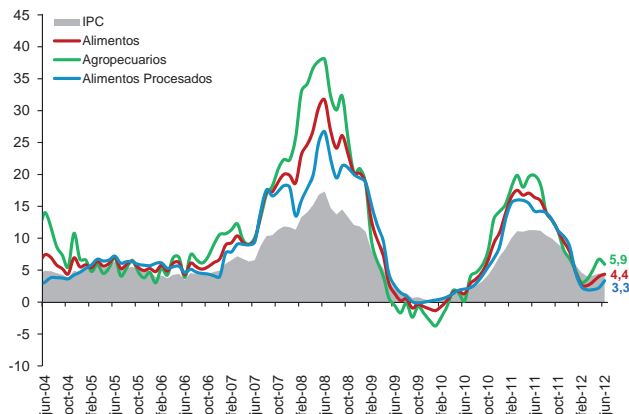
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.16: 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.17: 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

buena parte, por las permanentes políticas de estímulo del Gobierno Nacional. Asimismo, las condiciones climatológicas fueron en general positivas, con una adversidad moderada respecto a gestiones pasadas, con la excepción de las lluvias y heladas registradas a inicios y mediados de 2012, respectivamente.

El contexto externo también contribuyó a este escenario de estabilidad, con mercados internacionales de *commodities* en los que, si bien las cotizaciones de los alimentos todavía se mantuvieron en niveles elevados comparados con los de 2009, se denotó una tendencia decreciente en los índices de precios en los últimos meses, aspecto que se analiza con mayor detalle en la subsección siguiente sobre inflación de origen externo.

En suma, las mejoras importantes en el funcionamiento del mercado interno de alimentos (en virtud a los determinantes internos y externos), permitieron que se moderen de forma significativa las presiones inflacionarias originadas en este rubro, que fueron determinantes en los repuntes de precios entre 2007-2008 y 2010-2011.

Para constatar la atenuación de la inflación alimentaria conviene examinar el comportamiento de su tasa mensual. Entre enero y junio, las variaciones mensuales se mantuvieron en niveles bajos que alcanzaron en promedio a 0,3%, valor inferior al promedio del primer semestre de 2011 (0,9%). En febrero, incluso se obtuvo una variación negativa de 0,1% (Gráfico II.16).

En términos interanuales, pudo observarse en el primer trimestre del año la continuidad del ajuste a la baja de la inflación de alimentos, alcanzando en marzo una tasa de 2,6%, inferior en cerca de 15pp a la registrada un año atrás y menor a la inflación total. A este descenso, le siguió desde abril una serie de incrementos muy leves, anotando en junio una tasa a doce meses de 4,4% (Gráfico II.17). Cabe mencionar que la notable desaceleración de la inflación del sector de alimentos implicó una significativa reducción de su incidencia en la inflación total. En efecto, su participación promedio en el total de variación del IPC pasó de 67% en el primer semestre de 2011 a 35% en la primera mitad de este año.

En el caso de los alimentos agropecuarios, sus precios mantuvieron en algunos meses de 2012

tasas levemente superiores a los de los otros bienes alimenticios, anotando en el segundo trimestre repuntes ligeramente más pronunciados que los del resto. Éstos dieron paso a una leve reducción en junio, con una variación interanual de 5,9%, que pese a situarse por encima de la inflación total fue muy inferior al incremento anotado en similar mes de 2011 (19,8%).

Cabe recordar que estos productos se caracterizan por una mayor volatilidad en sus precios, asociada a la condición perecedera de muchos de ellos. Por su parte, los precios de los alimentos procesados, luego de descender a inicios de año, se incrementaron a un ritmo más moderado y registraron en junio una tasa de 3,3%.

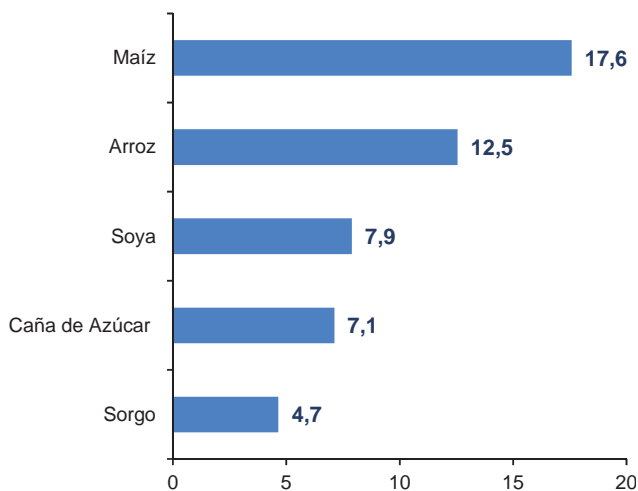
Los incrementos acotados en la inflación del rubro de alimentos, respondieron al comportamiento de los precios de un grupo específico de bienes de origen agropecuario. Entre estos destacaron ciertas hortalizas (como el tomate y cebolla) junto al queso y otros productos cárnicos.

El caso más referencial fue el del tomate que registró en junio una inflación acumulada de 47,2% y que en términos interanuales fue superior al 100%. Varias fueron las razones detrás del crecimiento inusitado del precio de este producto. Por una parte, tuvo lugar una caída en sus volúmenes de producción en virtud a una sustitución con otro tipo de cultivo por parte de los agricultores del sector; a ello se adicionaron problemas logísticos de transporte hacia los centros de abasto debido a la mala transitabilidad de caminos ocasionada por las lluvias, junto a factores estacionales y los efectos de las heladas que se sintieron con mayor rigor a inicios del invierno.

En términos generales, especialmente en productos de condición perecedera, los incrementos acotados en la inflación de alimentos en el primer semestre del año respondieron a factores estacionales, amplificados en ciertos casos por los efectos climatológicos de las lluvias y heladas experimentadas en el primer y segundo trimestre respectivamente.

Es oportuno analizar con mayor detalle el reciente desempeño productivo del sector agropecuario que, como fuera establecido anteriormente, tuvo un importante rol en el descenso de la inflación de alimentos. La producción agropecuaria tuvo un

**GRÁFICO II.18: VARIACIÓN DE LA SUPERFICIE SEMBRADA
CAMPAÑA DE VERANO 2011-2012
(En porcentajes)**



FUENTE: Cámara Agropecuaria del Oriente
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

comportamiento favorable en 2012 esperándose, según estimaciones del Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT), una producción de 14 millones de toneladas (TN) de alimentos en esta gestión, que representa un importante incremento respecto a las 12 millones de TN obtenidas en 2011.

El incremento de la producción agrícola no sólo permitió la corrección de los desequilibrios entre oferta y demanda experimentados en períodos anteriores (que debieron mitigarse, en parte, con importaciones) sino que en muchos casos permitió la generación de excedentes susceptibles de exportación, como en los granos, oleaginosas y carne. Estos aspectos denotaron un fortalecimiento de las condiciones de seguridad y soberanía alimentaria de la economía boliviana, mitigando también los riesgos inflacionarios en los segmentos de alimentos.

Una muestra específica del buen desempeño sectorial corresponde al incremento de la superficie cultivada en la Campaña de Verano del año agrícola 2011/2012, que alcanzó a 1,3 millones de hectáreas, 9% por encima de la superficie de la campaña anterior. Los mayores crecimientos de superficie se dieron en el maíz, arroz y soya (Gráfico II.18). En términos del volumen de producción puede mencionarse los incrementos de 27% en el caso del arroz, 23% en el azúcar y las cerca de 34 mil TN adicionales obtenidas por los productores de soya.

La menor recurrencia de eventos climáticos adversos fue relevante para los resultados obtenidos. No obstante, es importante enfatizar el rol de las políticas públicas de apoyo al sector, puesto que fueron uno de los principales determinantes del crecimiento observado en el sector agropecuario.

En principio se dio continuidad a la otorgación de créditos sectoriales, fortaleciéndose además las instancias de coordinación con los agentes productivos privados. Debe recordarse además que se encuentra en vigencia la liberación de aranceles para la importación de maquinaria e insumos para la agricultura.

Asimismo, una vez que se verificó el potencial de abastecimiento del mercado interno, fueron aprobados dos Decretos Supremos (DS) que autorizaron la exportación de un conjunto de

alimentos. En primera instancia, se aprobó el DS N° 1163 (de fecha 14 de marzo de 2012) que autorizó la exportación de 2 mil TN de carne de res, de 30 mil TN de maíz amarillo, junto a la exportación de 30 mil TN de arroz adicionales a las establecidas en el DS N° 373 del 2 de diciembre de 2009. La norma señalaba la posibilidad de que pueda incrementarse el volumen de exportación, previa verificación de suficiencia y abastecimiento interno a precio justo.

Posteriormente, el 9 de mayo de 2012 fue aprobado el DS N° 1223, que suspendió las restricciones temporales a las exportaciones de girasol y productos derivados. Asimismo se amplió el cupo de exportación de maíz amarillo hasta un máximo de 60 mil TN (30 mil TN adicionales a las autorizadas previamente).

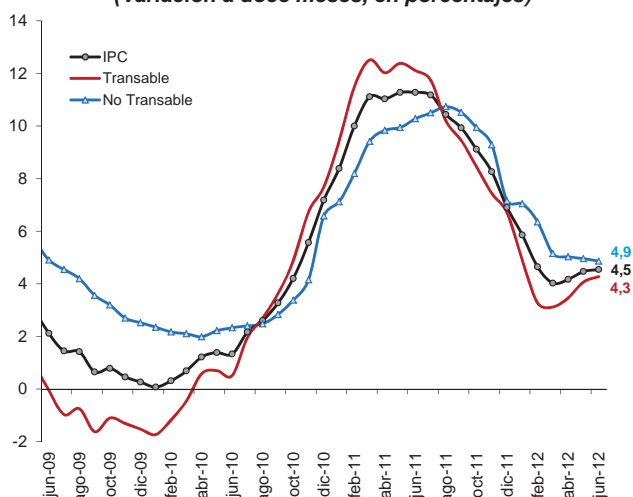
Ambas disposiciones se originaron ante la constatación de volúmenes de producción superiores a los demandados por el mercado interno. Las medidas fueron importantes para complementar los ingresos de los productores, generando incentivos a la producción futura de estos alimentos.

Finalmente puede mencionarse los planes de contingencia a ser implementados por autoridades gubernamentales para hacer frente a los efectos de las heladas sobre los hatos ganaderos y los cultivos de invierno. Estas medidas incluyen la entrega de refugios para los animales (especialmente en regiones del centro y occidente del país) así como la asistencia e infraestructura y recuperación productiva.

II.6.3 Reducidas presiones inflacionarias de origen externo

En el primer semestre de 2012 el contexto internacional no se constituyó en una fuente importante de presiones inflacionarias para la economía boliviana, a contramano de lo acaecido entre mediados de 2010 y 2011 donde las elevadas cotizaciones en los mercados externos se erigieron en uno de los principales determinantes del alza de precios domésticos. La evolución del mercado global de productos básicos, cuyos precios disminuyeron, junto a las variaciones cambiarias de nuestros socios comerciales, crearon en los últimos meses un entorno con menores riesgos para la generación y transmisión de presiones inflacionarias de origen externo.

GRÁFICO II.19: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

Los indicadores de inflación transable y no transable reflejan el escenario descrito anteriormente.¹⁵ En efecto, a inicios de 2012 la inflación interanual de bienes transables siguió la orientación descendente adoptada a mediados del año anterior, observándose un leve repunte a partir de abril, alcanzando en junio una tasa de 4,3% (Gráfico II.19). Cabe destacar que en todo 2012 la inflación transable se mantuvo consistentemente por debajo de la inflación total y de la de artículos no transables. Asimismo, en términos de su incidencia, la participación del sector transable en la inflación interanual representó en promedio cerca del 46% del total, cifra inferior en 15pp a la registrada en el primer semestre de 2011.

Como fuera señalado, la presencia de un entorno externo caracterizado por el crecimiento moderado de la actividad económica mundial y bajo dinamismo en los mercados internacionales de *commodities* mitigó en gran medida las presiones externas a los precios internos. Al interior de este entorno, destacó el descenso del precio internacional del petróleo, verificado con mayor fuerza en el segundo trimestre de la gestión. Debe tenerse presente el carácter estratégico del petróleo, dada su condición de importante insumo productivo, cuyas fluctuaciones de precios afectan de modo significativo a los precios de otros bienes. Las variaciones de precios de estos bienes finales son las que, a su turno, se transmiten a la economía boliviana.

En el mismo sentido, igualmente fue relevante el comportamiento de los índices de precios internacionales de alimentos, con incrementos ligeros o una tendencia a la estabilidad (dependiendo del tipo de alimento) a inicios de 2012, que se tornaron en reducciones generalizadas en el segundo trimestre. Si bien los precios aún se situaron en márgenes elevados, resultaron muy inferiores respecto a los anotados en la primera mitad de 2011, especialmente en los casos del azúcar y cereales, aspecto abordado en el primer Capítulo del presente Informe.

¹⁵ 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.).

Al examinar el comportamiento de los componentes importados del IPC, pudo observarse que en términos generales todos los segmentos siguieron una senda descendente en los indicadores de inflación interanual. Al respecto, en el primer semestre de 2012 destacaron los casos de los alimentos y bienes duraderos. El primero por la marcada reducción de la variación de precios durante el semestre (con un suave incremento en junio), en tanto que el segundo alcanzó las cifras más bajas de inflación entre los ítems importados. La inflación a doce meses en los precios de alimentos y bienes duraderos importados alcanzó en junio a 8% y 0,6%, respectivamente (Gráfico II.20).

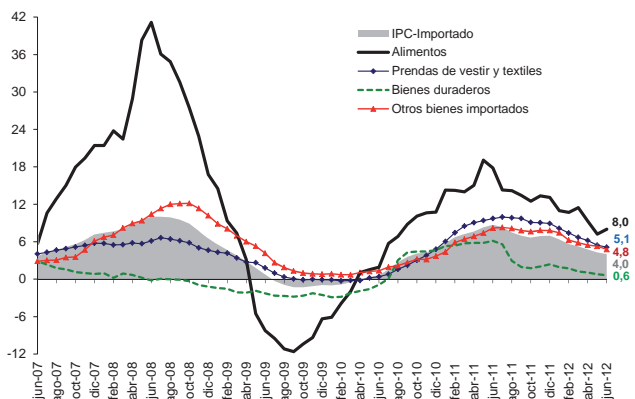
Complementariamente y con el propósito de corroborar la magnitud moderada de las presiones inflacionarias externas, es oportuno analizar la evolución del Índice de Precios Externos relevante para la economía boliviana (IPE). Éste es un promedio ponderado de la inflación de los principales socios comerciales de Bolivia, que combina tanto las variaciones de precios de estos países, como el efecto de las fluctuaciones cambiarias de sus monedas en los precios de las importaciones nacionales.

La información del IPE confirma el descenso de las presiones inflacionarias externas en los primeros seis meses de 2012. Las variaciones interanuales del Índice fueron muy inferiores a las consignadas en el primer semestre de 2011, alcanzando en junio una tasa negativa (-2,9%; Gráfico II.21). Es importante anotar que en el caso del Índice de Precios Externos en el que se excluyen los efectos de las variaciones cambiarias (IPE-STC), su trayectoria fue más estable que la del IPE total, tal como ha acontecido en los últimos meses. La diferencia en el comportamiento de ambos índices respondió a los efectos de la depreciación de las monedas de los socios comerciales sobre la inflación externa relevante. Estas depreciaciones tuvieron lugar principalmente en el segundo trimestre de 2012 y fueron más significativas en Brasil y Uruguay, como se comentó en el primer capítulo del presente IPM.

II.6.4 Expectativas ancladas del público

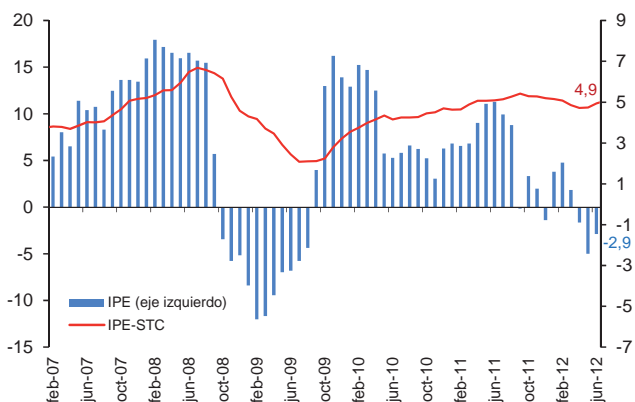
En el primer semestre de 2012, las expectativas del público evolucionaron positivamente en línea con el entorno de estabilidad en la inflación, reflejando

GRÁFICO II.20: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS (*)
(Variación interanual, en porcentajes)



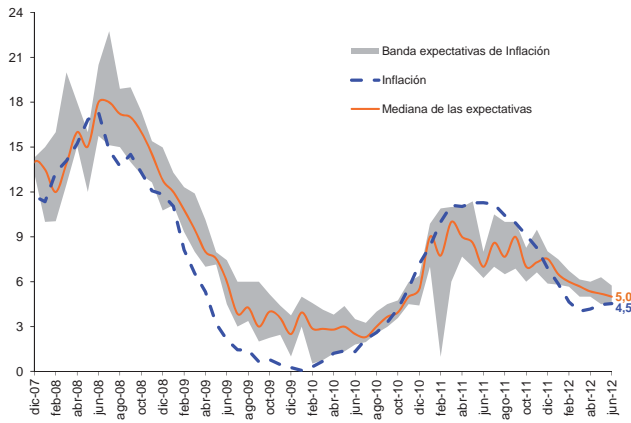
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) Los ítems que se muestran en el gráfico corresponden sólo a productos importados del IPC

GRÁFICO II.21: 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.22: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO (*)
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) 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

la internalización de los resultados exitosos de las medidas del Órgano Ejecutivo y del BCB que posibilitaron el control de la inflación en 2011 y que mantuvieron sus efectos positivos en los meses recientes.

La evolución favorable de las expectativas del público se verifica al observar los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas.¹⁶ En efecto, la mediana de las expectativas de inflación anual tendió a reducirse continuamente en la primera mitad de 2012, contraponiéndose a la dirección marcadamente ascendente observada en el primer semestre de 2011 (Gráfico II.22). El descenso de las expectativas contribuyó a que se preserven los equilibrios entre la demanda y oferta en los mercados, evitando que se generen distorsiones o sesgos al alza en el ritmo de variación del IPC, contribuyendo así a la obtención de la moderada cifra de inflación acumulada a junio de 2012.

¹⁶ 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

En el primer semestre de 2012 la actividad económica continuó con un elevado crecimiento. Considerando cifras del PIB al primer trimestre, destacaron los servicios financieros con la más alta incidencia junto al buen desempeño de la industria manufacturera y la producción de gas natural que registró niveles récord. Por el lado del gasto, el crecimiento fue impulsado mediante la demanda interna, que a su vez fue resultado del dinamismo del consumo privado y la inversión pública y privada. Esta última guarda relación con el incremento del crédito del sistema financiero nacional al sector privado y los importantes niveles de inversión extranjera directa.

Pese a la fragilidad del contexto internacional, tanto la cuenta corriente como la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos registraron superávit. En el primer caso, debido principalmente al incremento de las exportaciones de gas natural, y en la cuenta financiera por la mayor inversión extranjera directa. En consecuencia, las RIN del BCB aumentaron respecto al nivel observado al cierre de 2011.

Con relación al comportamiento del sistema financiero, los depósitos registraron niveles históricamente altos, constituyéndose en una fuente importante de liquidez para las entidades financieras. A su vez, el crecimiento sostenido del crédito contribuyó a apuntalar la actividad económica. En línea con el buen desempeño macroeconómico y las políticas adoptadas, la bolivianización financiera continuó profundizándose y se preservó la fortaleza del sistema financiero.

III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

Al primer trimestre de 2012, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) fue de 5,2%. De esta forma, el PIB creció a tasas superiores a 5% desde el

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

	Crecimiento		Incidencias	
	T1-11 ^{pl}	T1-12 ^{pl}	T1-11	T1-12
PIB a precios de mercado	5,6	5,2	5,6	5,2
Impuestos indirectos	16,6	13,8	1,6	1,5
PIB a precios básicos	4,5	4,1	4,0	3,7
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	4,1	4,0	0,6	0,5
Petróleo crudo y gas natural	14,8	7,7	0,9	0,5
Minerales metálicos y no metálicos	1,2	-6,7	0,1	-0,4
Industria manufacturera	2,3	5,0	0,4	0,8
Electricidad, gas y agua	8,4	6,6	0,2	0,1
Construcción	8,1	11,5	0,2	0,2
Comercio	4,0	3,5	0,3	0,3
Transporte y comunicaciones	7,6	5,1	0,8	0,6
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas	5,2	8,3	0,6	1,0
Servicios de la administración pública	3,7	6,8	0,3	0,6
Otros servicios	2,8	3,1	0,2	0,2
Servicios bancarios imputados	13,0	18,1	-0,5	-0,7
PIB pb actividades extractivas	7,3	5,2	0,9	0,0
PIB pb actividades no extractivas	4,0	4,8	3,1	3,7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{pl} Cifras preliminares

último trimestre de 2010, con excepción del segundo de 2011, cuando el crecimiento interanual fue de 4,2%.

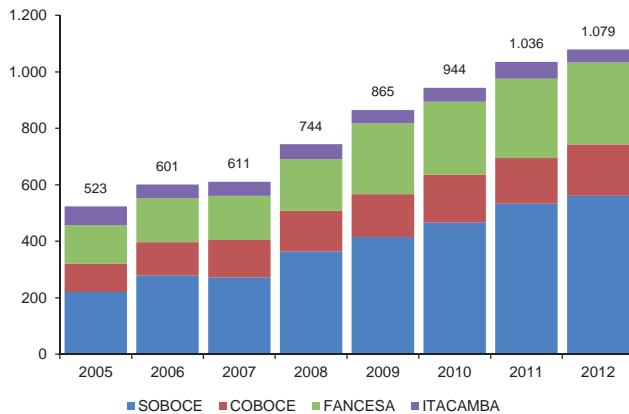
Desde el punto de vista sectorial, todas las actividades aportaron al crecimiento del producto global, exceptuando la minería. Destaca la dinámica de los servicios financieros, cuya incidencia en el crecimiento del PIB es la más alta. El recuadro III.1, analiza con mayor detalle la contribución de este sector al crecimiento global.

Por el lado del gasto, al primer trimestre de 2012, la demanda interna continuó siendo el principal impulsor del crecimiento, en tanto que la demanda externa neta aportó negativamente a la dinámica del producto.

III.1.1 Actividad Económica

Al primer trimestre de 2012 el dinamismo de la actividad económica interna estuvo apuntalado por el desempeño del sector de Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios a las empresas (1pp; Cuadro III.1). De hecho, el Índice Global de Actividad Económica (IGAE) acumulado al mes de abril de 2012, da cuenta que el sector de Servicios Financieros lidera el ranking de las actividades con mayor aporte al crecimiento.¹⁷

GRÁFICO III.1: PRODUCCIÓN ACUMULADA DE CEMENTO SEGÚN EMPRESA AL MES DE MAYO DE CADA GESTIÓN
(En miles de toneladas métricas - M/Tm)



FUENTE: Sociedad Boliviana de Cemento (SOBOCE) S.A.
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

El segundo sector que coadyuvó a la actividad económica fue la Industria manufacturera (0,8pp), con un crecimiento de 5,0%, guarismo explicado fundamentalmente por el desempeño de industrias no alimenticias, en las que destaca la producción de cemento que al mes de mayo de 2012 alcanzó 1.079 miles de TM mayor en 43,5 miles de TM respecto al registrado en similar periodo de 2011 (4,2% de variación; Gráfico III.1).

Por otra parte y acorde con la participación activa que el Estado tiene en el desempeño de la economía, la actividad de Servicios de la administración pública se posicionó en el tercer rubro que aportó en mayor medida al producto (0,6pp).

En lo concerniente al sector de Transporte y comunicaciones, éste registró un crecimiento acumulado de 5,1%. El transporte de hidrocarburos

¹⁷ La sección III.3 inherente a Intermediación Financiera del presente capítulo desarrolla lo acontecido en el sector.

por ductos y el traslado de carga fundamentalmente por líneas férreas del oriente, impulsaron esta dinámica. Su aporte al crecimiento global fue de 0,6pp, hecho que posiciona esta actividad en el cuarto rubro con mayor incidencia en el crecimiento.

Respecto a las actividades extractivas no renovables, el desempeño en el sector de hidrocarburos en lo que va de 2012 mantuvo la dinámica observada desde inicios de 2010. En efecto, al primer trimestre, la actividad de Petróleo crudo y gas natural registró un crecimiento de 7,7% con una contribución al producto de 0,5pp. Al interior de esta actividad, las cifras acumuladas al mes de mayo de 2012 dan cuenta que la producción de gas natural alcanzó niveles récord (46,6 millones de metros cúbicos por día, MMm3/d), mientras que la producción de petróleo crudo superó los registros de las tres últimas gestiones (Gráfico III.2).

El importante dinamismo del sector hidrocarburos se fundamenta principalmente en la demanda de gas natural por parte de Brasil y Argentina. Además, año tras año la demanda interna cobra más relevancia,¹⁸ debido a los programas de intensificación de uso de gas natural en el mercado interno por parte del Órgano Ejecutivo — conexiones de gas a domicilio y conversión de vehículos a Gas Natural Vehicular (GNV) — sumados al desempeño del sector termoeléctrico e industrial. Cabe resaltar que en el marco del Contrato de exportación de gas natural entre ENARSA de Argentina y YPFB, firmado en octubre de 2006 y su posterior adenda en marzo de 2010, las ventas a la Argentina determinaron el crecimiento del sector desde 2011.

Entre enero y mayo de 2012 las exportaciones de gas natural alcanzaron los 36,9MMm3/d, guarismo que posiciona a estos envíos en un récord histórico.¹⁹ Por contratos, las ventas realizadas al Brasil alcanzaron los 27,3MMm3/d en tanto que los envíos a Argentina

GRÁFICO III.2: PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL Y PETRÓLEO¹¹ AL MES DE MAYO DE CADA GESTIÓN
(En millones de metros cúbicos por día y en millones de barriles mes)

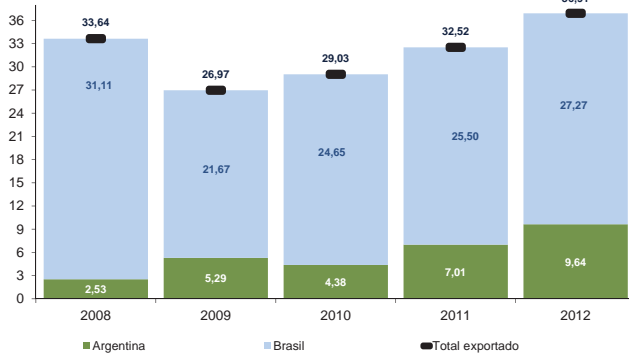


FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: ¹¹ La producción de petróleo no incluye la producción de gasolina natural

¹⁸ En la gestión 2005 la relación entre la demanda interna de gas natural y la producción total oscilaba alrededor del 10%. Este mismo ratio para la gestión 2011 se situó por encima del 16%.

¹⁹ Las exportaciones bolivianas de gas natural al Brasil y a la Argentina se cuantifican según el poder calorífico que el hidrocarburo tiene. 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 tanto y para resolver este inconveniente técnico, se realizan ajustes para los volúmenes exportados.

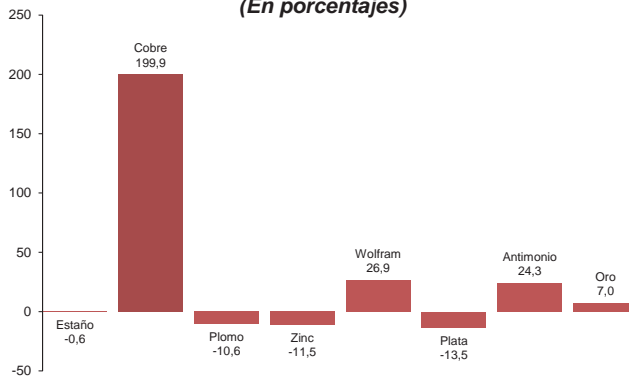
GRÁFICO III.3: VOLUMEN DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL AL MES DE MAYO DE CADA GESTIÓN (En MMm3/d)



FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

llegaron a 9,6MMm3/d. En ambos, las exportaciones no sólo superaron los registros de lo acontecido en similar periodo de 2011: en el caso de Brasil solamente en 2008 se realizaron envíos superiores a los observados en los primeros cinco meses de 2012; mientras que con Argentina, dando cumplimiento al contrato de exportación, la demanda alcanzó cantidades superiores a los 13MMm3/d en el mes de mayo (Gráfico III.3).

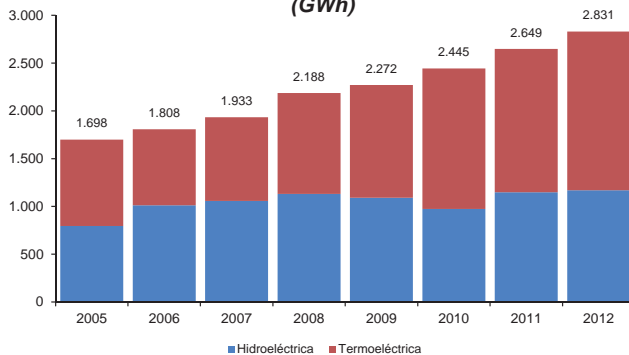
GRÁFICO III.4: PRODUCCIÓN DE MINERALES VARIACIÓN ACUMULADA RESPECTO AL MES DE ABRIL DE 2011 (En porcentajes)



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

Respecto al desempeño del sector minero, la producción registró un retroceso en el primer trimestre de 2012 (-6,7%). Este hecho se atribuye a problemas coyunturales propios del sector, que afectaron exclusivamente la producción del complejo polimetálico plomo-plata-zinc. Sin embargo, los incrementos en la producción de cobre, wólfam, antimonio y oro atenuaron la caída del sector (Gráfico III.4).

GRÁFICO III.5: PRODUCCIÓN ACUMULADA DE ENERGÍA ELÉCTRICA POR TIPO DE GENERACIÓN AL MES DE MAYO DE CADA GESTIÓN (GWh)



FUENTE: Comité Nacional de Despacho de Carga
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Los rubros de comercio y construcción mantuvieron el crecimiento registrado en periodos anteriores. La dinámica del primero fundamentada en el desempeño global de la actividad, en tanto que la segunda impulsada, en gran medida, por la inversión en proyectos de construcción.

Finalmente el desempeño del sector Electricidad, gas y agua (6,6% de crecimiento y 0,1pp de incidencia), se explicó principalmente por el incremento en la generación bruta de energía eléctrica en el Sistema Interconectado Nacional (SIN). A mayo de 2012 la generación alcanzó 2.831GWh, con 6,9% de crecimiento respecto a la registrada en similar periodo de 2011 (Gráfico III.5). El comportamiento descrito se atribuye fundamentalmente a la puesta en marcha de tres centrales térmicas: i) Carrasco, ii) Moxos y iii) Kenko.²⁰

En suma, el crecimiento acumulado a marzo de 2012 estuvo fundamentado en el desempeño de las siguientes actividades económicas: i) Servicios financieros, ii) Industria manufacturera, iii) Servicios de la administración pública, iv) Transporte y comunicaciones, v) Petróleo crudo y gas natural, vi) Agropecuario y vii) Electricidad, gas y agua.

²⁰ Mayores detalles, véase el Plan Óptimo de Expansión del Sistema Interconectado Nacional 2012-2022, elaborado por el Ministerio de Hidrocarburos y Energía.

Considerando la información del IGAE al mes de abril de 2012, en promedio la dinámica de los rubros señalados, superó al promedio del periodo 2006-2011. Las restantes actividades mantuvieron el ritmo de crecimiento observado en el periodo de comparación, exceptuando la minería por los problemas puntuales en el sector (Gráfico III.6).

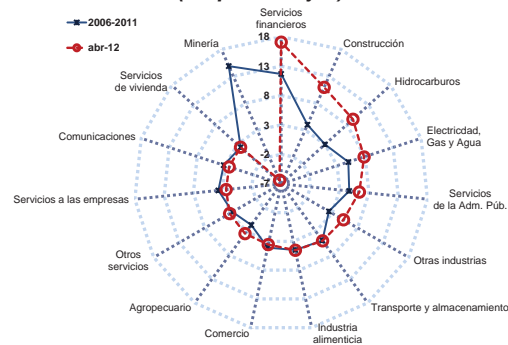
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

Por el lado del gasto, el crecimiento del PIB estuvo fuertemente explicado por el Consumo privado, con 3,7pp de incidencia. Por su parte, la Formación bruta de capital fijo (FBKF) aportó al crecimiento 3,1pp. Al agregar estos guarismos con el Consumo público (0,7pp), la demanda interna se constituyó en el promotor del crecimiento del PIB. En lo inherente a la demanda externa neta, dado que las importaciones registraron un crecimiento mayor que las exportaciones, ésta incidió negativamente en el crecimiento del producto (-2.1pp; Cuadro III.2).

El Consumo privado fue el principal determinante del crecimiento del producto, tanto por el aumento del ingreso nacional disponible, como por las políticas de redistribución del ingreso implementadas por el Órgano Ejecutivo. Coherente con lo anterior, el Consumo público se concentró principalmente en la creación de ítems para Educación y Salud, además de incrementos salariales a sectores como la Policía y Fuerzas Armadas. La FBKF mantuvo también un dinamismo importante contribuyendo al crecimiento en 3,1pp, su desempeño se explica por la inversión pública y privada. De esta forma la demanda interna, continúa determinando el crecimiento de la actividad económica, su incidencia superó al crecimiento del PIB desde el cuarto trimestre de 2010, compensada parcialmente por el aporte negativo de la demanda externa (Gráfico III.7).

Un balance parcial, considerando información al primer trimestre de cada gestión, da cuenta del dinamismo de la actividad económica en 2012. En efecto, el Consumo público, Consumo privado, la FBKF y las Importaciones, registraron en el primer trimestre de 2012, crecimientos por encima del promedio de los últimos seis años. Otro aspecto relevante es el fuerte dinamismo de la FBKF que superó ampliamente al del resto de los componentes del gasto, comportamiento que explica la trayectoria

GRÁFICO III.6: CRECIMIENTO POR ACTIVIDAD ECONÓMICA Acumulado al mes de abril de cada periodo^{1/} (En porcentajes)



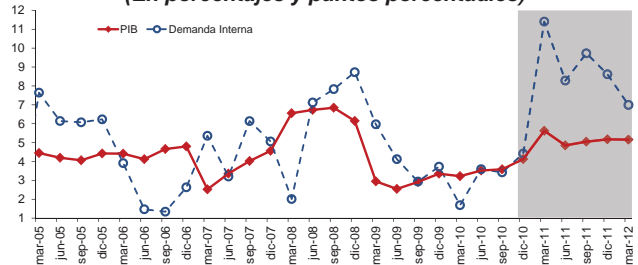
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Para el periodo 2006-2011 las cifras reportadas corresponden al promedio de los crecimientos acumulados al mes de abril de cada gestión

CUADRO III.2 CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTE DE GASTO (En porcentajes y puntos porcentuales)

	Crecimiento		Incidencias	
	T1-11 ^{pl}	T1-12 ^{pl}	T1-11 ^{pl}	T1-12 ^{pl}
PIB	5,6	5,2	5,6	5,2
Consumo	5,5	5,2	4,7	4,4
Público	5,0	6,9	0,5	0,7
Privado	5,6	5,0	4,1	3,7
Inversión	46,7	14,6	6,6	2,8
FBKF	15,9	19,0	2,3	3,1
VAREX	-	-	4,2	-0,2
Exportaciones netas	-330,7	56,6	-5,6	-2,1
Exportaciones	2,0	5,1	0,7	1,7
Importaciones	19,2	10,2	6,3	3,8
Demanda Interna	11,4	7,0	11,2	7,2

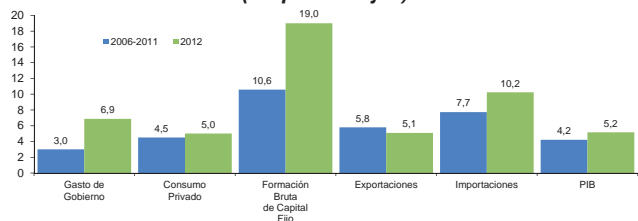
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: VAREX = Variación de existencias
^{pl} Cifras preliminares

GRÁFICO III.7 CRECIMIENTO ACUMULADO DEL PIB E INCIDENCIA DE LA DEMANDA INTERNA (En porcentajes y puntos porcentuales)



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

GRÁFICO III.8: CRECIMIENTO ACUMULADO DEL PIB AL PRIMER TRIMESTRE, POR TIPO DE GASTO (En porcentajes)



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

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

	Enero - Marzo		
	2010 ^P	2011 ^P	2012 ^P
I. CUENTA CORRIENTE	229,7	143,7	171,0
1. Balanza Comercial	158,6	131,4	222,0
Exportaciones FOB	1.326,7	1.676,6	2.086,2
Importaciones CIF	1.168,1	1.545,3	1.864,2
2. Servicios	-58,9	-69,5	-66,5
3. Renta (neta)	-120,8	-204,5	-265,4
4. Transferencias	250,8	276,3	280,9
Oficiales (excluido HIPC)	26,2	26,9	46,9
Donaciones HIPC	0,1	4,3	4,0
Privadas	224,4	245,2	229,9
II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	244,0	576,9	487,0
1. Sector Público	57,5	76,1	95,6
2. Sector Privado	186,5	500,8	391,5
III. ERRORES Y OMISIONES	-500,7	-85,2	-142,6
IV. BALANCE GLOBAL(I+II+III)	-27,0	635,4	515,5
V. TOTAL FINANCIAMIENTO	27,0	-635,4	-515,5
RIN BCB (aumento= negativo) ^{1/}	27,0	-635,4	-515,5
Items pro memoria:			
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	1,2	0,6	0,7
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	1,2	2,4	1,9
RIB en meses de importaciones ^{2/}	18,1	17,6	18,1

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 y 2012 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 período
^P Cifras preliminares

creciente de la inversión como proporción del PIB (Gráfico III.8). En efecto, el ratio FBKF/PIB creció de 13% en 2005 a 19% en 2011.

III.2 BALANZA DE PAGOS

En el periodo enero - marzo de 2012, la balanza de pagos registró un superávit global de 2% del PIB anual estimado (\$us516 millones),²¹ como resultado del superávit en la cuenta corriente de 0,7% del PIB y en la cuenta capital y financiera de 1,9% del PIB, parcialmente compensados por la partida errores y omisiones²² (Cuadro III.3).

El superávit de \$us171 millones alcanzado en cuenta corriente fue explicado principalmente por el saldo comercial positivo, las remesas familiares recibidas, donaciones y también por los mayores intereses percibidos en la inversión de las reservas internacionales.

Asimismo, la cuenta capital y financiera presentó un saldo positivo de \$us487 millones. El sector privado representó el 80% (\$us392 millones) y el resto correspondió al sector público (\$us96 millones). Este último se explica principalmente por el incremento en desembolsos de la deuda pública externa; por su parte los flujos privados se originaron en la Inversión Extranjera Directa (IED) bruta, que aumentó 29,2% pasando de \$us243 millones en el primer trimestre de 2011 a \$us314 millones en igual periodo de 2012, recursos que ingresaron principalmente a los sectores de hidrocarburos, minería y telecomunicaciones.

Como resultado de ambos superávit las RIN se incrementaron en \$us516 millones en el primer trimestre.

Información disponible de algunas partidas de la balanza de pagos muestran que hasta mayo, la balanza comercial presentó un saldo positivo de \$us611 millones, mayor a los superávit alcanzados en similares periodos de las gestiones pasadas y equivalente a 5 veces al registrado en 2009 (Cuadro III.4).

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

DESCRIPCIÓN	Enero - Mayo			Var. (%)		
	2009 ^P	2010 ^P	2011 ^P	2011/2010	2012/2011	
BALANZA COMERCIAL	124,2	291,8	357,4	610,6	22,5	70,9
Exportaciones FOB	1.851,7	2.332,7	2.998,8	3.834,0	28,6	27,9
Importaciones CIF	1.727,5	2.040,9	2.641,4	3.223,4	29,4	22,0

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^P Cifras preliminares
 CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores

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

DESCRIPCIÓN	Enero - Mayo			Var. (%)	
	2010 ^P	2011 ^P	2012 ^P	2011/2010	2012/2011
Minerales	955,8	1.386,8	1.293,0	45,1	-6,8
Hidrocarburos	1.066,6	1.447,2	2.120,0	35,7	46,5
Gas natural	1.024,1	1.328,0	2.042,5	29,7	53,8
No tradicionales	476,7	405,3	593,3	-15,0	46,4
Otros bienes	110,0	104,8	108,0	-4,7	3,0
Total Exportaciones CIF	2.609,1	3.344,1	4.114,2	28,2	23,0
Total Exportaciones FOB	2.332,7	2.998,8	3.834,0	28,6	27,9

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

²¹ Para los ratios respecto al PIB, se utilizó un PIB nominal anual estimado para 2012 de \$us26.192 millones.

²² La partida errores y omisiones es la cuenta equilibradora o de discrepancia estadística que compensa toda sobreestimación o subestimación de los componentes registrados en la balanza de pagos.

Las exportaciones de bienes FOB registraron un valor de \$us3.834 millones, el más alto en los últimos años, alcanzando un crecimiento de 28% con relación al mismo período de 2011 como resultado de mayores volúmenes y precios de algunos productos. Resalta, el incremento en el valor exportado de gas y de productos no tradicionales (Cuadro III.5) principalmente los componentes del complejo soya, palmitos y prendas de vestir.

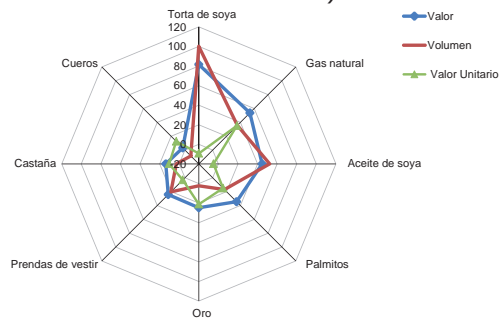
A pesar del entorno internacional adverso, el valor de las exportaciones continuó creciendo debido a incrementos de volumen y valor unitario de varios productos. El crecimiento del valor exportado de la torta de soya, aceite de soya, palmitos y prendas de vestir se explica principalmente por el incremento del volumen.²³ En el caso del gas natural y oro, el aumento en el valor se explica esencialmente por el incremento en el valor unitario (Gráfico III.9).

Las importaciones CIF ajustadas alcanzaron a \$us3.223 millones, cifra mayor en 22% a la observada en el mismo período de 2011. Este aumento se explica principalmente por mayores importaciones en Bienes de capital e intermedios (Cuadro III.6). Cabe resaltar que estas importaciones representan el 80% del total y son destinadas en su mayor parte a la agricultura, industria y transporte.

Por otra parte, las remesas de trabajadores provenientes del exterior alcanzaron a \$us417 millones, cifra ligeramente inferior a la de similar período de 2011, pero superior a los montos recibidos en 2009 y 2010 (Gráfico III.10).

Por origen, entre enero y mayo de 2012, 41% de las remesas provinieron de España, 15% de Argentina y 14% de Estados Unidos. Por destino, las remesas llegaron principalmente a los Departamentos de Santa Cruz, Cochabamba y La Paz (Gráfico III.11).

GRÁFICO III.9: EXPORTACIONES POR PRODUCTOS ENERO-MAYO 2012
(Variación porcentual respecto a similar período del año anterior)



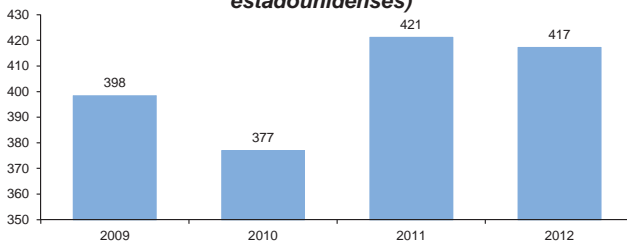
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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

DESCRIPCIÓN	Enero - Mayo			Var. (%)	
	2010 ^P	2011 ^P	2012 ^P	2010/2011	2012/2011
Bienes de consumo	388,2	572,4	639,9	47,4	11,8
Bienes intermedios	1.070,4	1.398,0	1.644,9	30,6	17,7
Bienes de capital	547,7	660,3	909,7	20,6	37,8
Diversos	37,6	13,9	28,9	-63,2	108,2
Total Importaciones CIF	2.043,9	2.644,5	3.223,4	29,4	21,9
Total Importaciones CIF ajustado	2.040,9	2.641,4	3.223,4	29,4	22,0

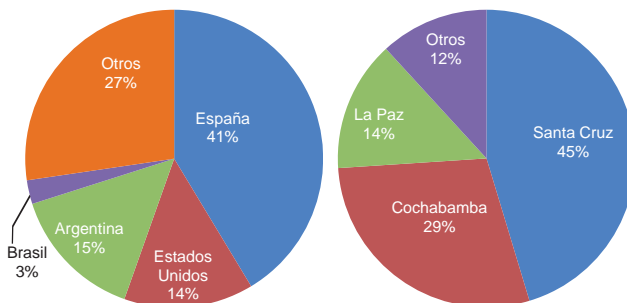
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores.
^P Cifras preliminares

GRÁFICO III.10: REMESAS RECIBIDAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR
(Acumuladas a mayo de cada año, en millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: Sistema de intermediación financiera, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.11: REMESAS RECIBIDAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR
(Acumuladas a mayo de 2012, participación porcentual)
Según país de origen Según plaza de destino



FUENTE: Sistema de intermediación financiera, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

²³ Del mismo modo, productos con una menor incidencia en las exportaciones totales como el azúcar y el café muestran crecimientos notables debido al aumento en el volumen. En el primer caso, a raíz de la suspensión de la prohibición temporal de la exportación de azúcar (DS 1111 del 21 de diciembre de 2011).

**GRÁFICO III.12: RIN EN PAISES SELECCIONADOS
(Como porcentaje del PIB)**

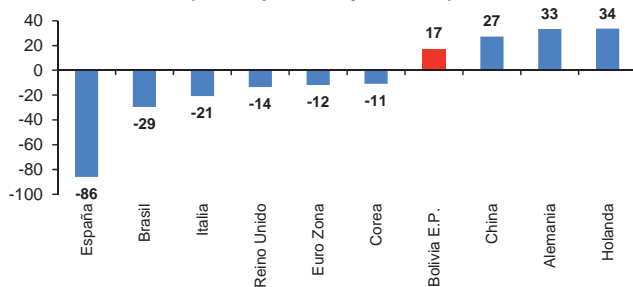


FUENTE: Bancos Centrales - Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

De esta manera, el resultado de las cuentas externas se reflejó en un importante incremento de las RIN cuyo saldo a fines de junio fue de \$us12.440 millones, nivel que permite cubrir 18 meses de importaciones de bienes y servicios, y representa el 47% del PIB, uno de los más altos del mundo (Gráfico III.12). Asimismo se destaca la posición acreedora frente al resto del mundo (Gráfico III.13). Estos resultados reflejan el bajo grado de vulnerabilidad externa de la economía boliviana.

III.3 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

**GRÁFICO III.13: POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
EN PAISES SELECCIONADOS
(Como porcentaje del PIB)**

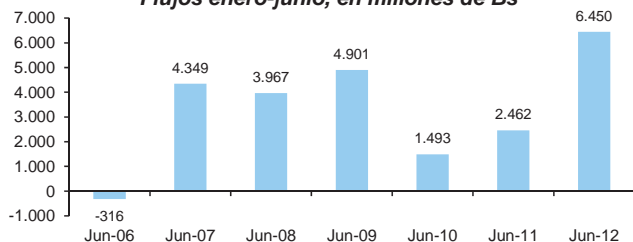


FUENTE: Bancos Centrales - FMI
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: Cifras a diciembre 2011. Bolivia E.P. y Corea con datos a marzo 2012 y China con datos a junio 2011

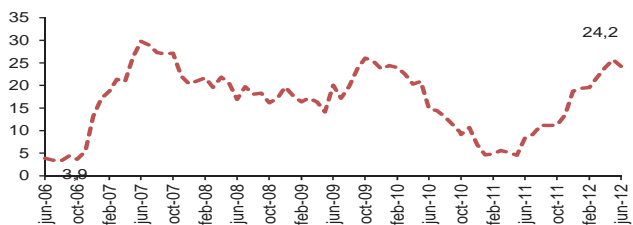
En el primer semestre de 2012 las operaciones del sistema financiero continuaron creciendo de manera importante, los depósitos registraron niveles históricamente altos, los créditos reflejaron un fuerte dinamismo que contribuyeron al crecimiento de la actividad económica y se profundizó el proceso de bolivianización.

Los depósitos del público en el sistema financiero se incrementaron de forma sostenida, cerrando el semestre con un crecimiento interanual de 24,2% y un saldo de Bs79.952 millones. El flujo de depósitos (Bs6.450 millones) constituye una cifra récord (Gráfico III.14) y que tuvo un efecto importante en la liquidez del sistema financiero durante el periodo.

**GRÁFICO III.14: DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO
EN EL SISTEMA FINANCIERO
Flujos enero-junio, en millones de Bs**



Tasas de variación interanual



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

El incremento mencionado se registró principalmente en operaciones a plazo fijo en MN. De esta manera las captaciones en bolivianos crecieron 47,4% en variación anual, mientras que los depósitos en ME y UFV registraron disminuciones de 5,3% y 79,2%, respectivamente. Se debe mencionar que la expansión de los depósitos a mayor plazo y en MN, muestra la consolidación de la confianza del público en el sistema financiero y la mayor preferencia por el boliviano como reserva de valor (Cuadro III.7).

Asimismo, el crédito del sistema financiero al sector privado continuó creciendo a tasas interanuales por encima del 20%, presentando un flujo de Bs5.314 millones, constituyéndose también, al igual que los depósitos, en un registro récord (Gráfico III.15). De esta manera el saldo de la cartera alcanzó a Bs65.551 millones. Este resultado refleja un importante dinamismo de la intermediación financiera que contribuye al crecimiento de la actividad económica.

La colocación de fondos se realizó íntegramente en MN, en efecto los créditos en MN registraron un crecimiento interanual de 44,1% frente a una contracción de 14,7% en los correspondientes a ME. Por su parte, se debe mencionar que los bancos siguen liderando la participación (78%) en el crédito otorgado por todo el sistema (Cuadro III.8).

Es importante destacar que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) presentan en su portafolio de inversión, un incremento en la adquisición de bonos de empresas privadas, constituyéndose en otra fuente de financiamiento a este sector. Agregando este financiamiento al crédito concedido por las entidades de intermediación financiera, se observa que el crecimiento interanual del crédito total al sector privado en el primer semestre de 2012 alcanza a 22,1% (1,3pp adicionales; Gráfico III.16).

Dada la importante expansión de los depósitos y créditos en bolivianos, la remonetización de la economía se vio fortalecida, implicando beneficios para: i) el país en su conjunto puesto que aumenta la efectividad de las políticas monetaria y cambiaria, incrementa el señoreaje y fue una de las razones para la mejora en la calificación de riesgo soberano del país; ii) el sistema financiero, ya que contribuye a su solidez al reducir los riesgos de incumplimiento y fortalece la capacidad del BCB en su rol de prestamista de última instancia; y iii) las familias, debido a que mejora su capacidad de pago, puesto que los sueldos e ingresos de la mayoría de los bolivianos están expresados en MN, además sus ahorros en MN perciben una remuneración mayor y no incurren en pérdidas asociadas al cambio de monedas o a operaciones financieras en ME, como el spread cambiario y/o el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF).

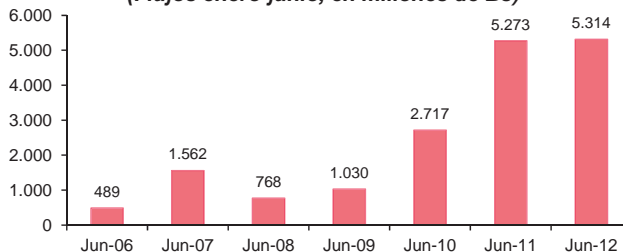
Cuadro III.7: DEPÓSITOS POR TIPO Y MONEDA
(Flujos en millones de Bs)

Concepto	Trimestres 2011			Trimestres 2012		
	I	II	1er Sem.	I	II	1er Sem.
A LA VISTA	531	-423	108	781	939	1.720
MN	517	-793	-276	533	475	1.008
ME	74	375	449	251	463	714
UFV	-59	-5	-64	-3	1	-2
CAJA DE AHORROS	982	1.172	2.154	-57	824	766
MN	774	1.042	1.816	-175	887	712
ME	440	290	729	133	-58	75
UFV	-232	-159	-391	-15	-6	-21
DEPÓSITOS A PLAZO	-134	488	353	2.519	1.438	3.958
MN	830	963	1.793	3.315	2.478	5.794
ME	-828	-457	-1.285	-625	-933	-1.558
UFV	-136	-19	-155	-171	-107	-278
OTROS	-204	50	-154	53	-47	6
MN	-77	77	0	28	-10	17
ME	-127	-27	-154	25	-37	-11
UFV	0	0	0	0	0	0
MN	2.043	1.289	3.333	3.700	3.830	7.531
ME	-441	181	-261	-216	-564	-780
UFV	-427	-184	-611	-189	-112	-301
TOTAL	1.175	1.286	2.462	3.296	3.155	6.450
Bolivianización	57,5%	58,2%		65,8%	67,9%	

FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.15 CREDITOS DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
(Flujos enero-junio, en millones de Bs)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

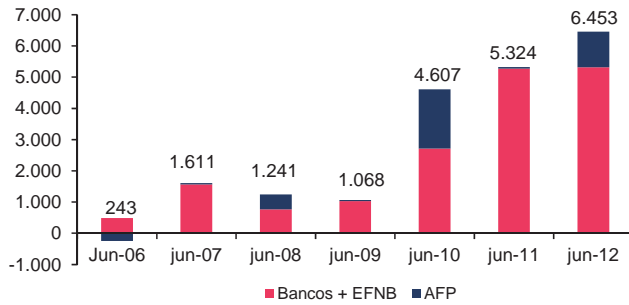
CUADRO III.8: CRÉDITOS POR TIPO DE ENTIDAD Y MONEDA
(Flujos en millones de Bs)

Concepto	Trimestres 2011			Trimestres 2012		
	I	II	1er Sem.	I	II	1er Sem.
Bancos	1.001,6	3.446,4	4.448,1	837,5	3.106,4	3.943,9
MN	1.888,8	3.096,0	4.984,8	1.580,8	3.298,6	4.879,4
ME	-887,2	350,5	-536,7	-743,3	-192,2	-935,5
No bancos	335,0	563,3	898,2	630,7	787,9	1.418,6
MN	568,1	769,5	1.337,6	796,6	1.023,0	1.819,7
ME	-233,1	-206,2	-439,3	-165,9	-235,2	-401,1
E. Funcionamiento	1.337	4.009,7	5.346,3	1.468	3.894,2	5.362,5
MN	2.456,9	3.865,4	6.322,4	2.377,4	4.321,7	6.699,9
ME	-1.120,3	144,3	-976,0	-909,2	-427,4	-1.336,6
E. Liquidación	-65,6	-8,0	-73,6	-26,4	-22,4	-48,8
MN	-1,2	-1,3	-2,5	-1,5	-1,0	-2,5
ME	-64,4	-6,7	-71,1	-24,9	-21,4	-46,3
Total	1.271,0	4.001,7	5.272,7	1.441,8	3.871,8	5.313,6
MN	2.455,8	3.864,1	6.319,9	2.375,9	4.320,7	6.696,5
ME	-1.184,7	137,6	-1.047,2	-934,1	-448,8	-1.382,9
Bolivianización	59,9%	62,7%		71,6%	74,2%	

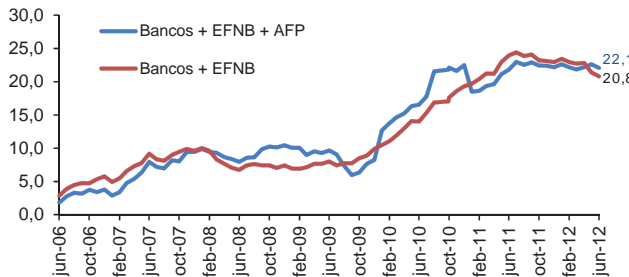
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.16: FINANCIAMIENTO AL SECTOR PRIVADO
Flujos enero-junio, en millones de Bs

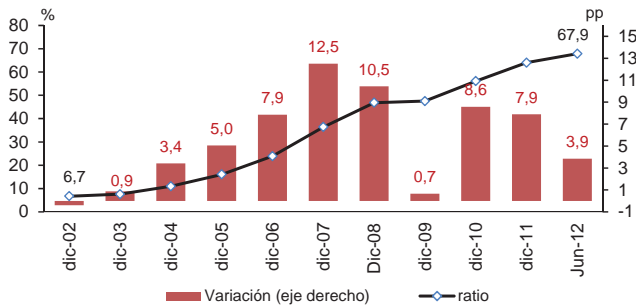


Tasas de variación interanual

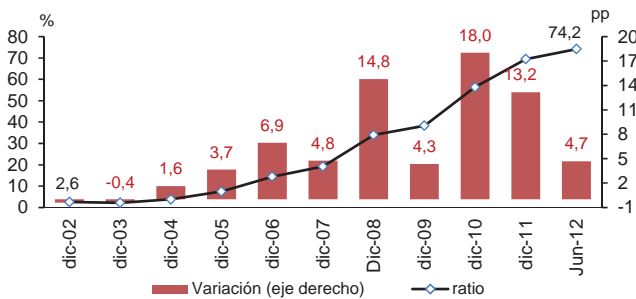


FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.17: BOLIVIANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO
(Ratios en porcentajes y variación en puntos porcentuales)
Depósitos



Créditos



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

La bolivianización de depósitos alcanzó a 67,9% a fines de junio de 2012, 3,9pp más que en diciembre 2011. Asimismo, la proporción de créditos en bolivianos llegó hasta 74,2%, 4,7pp mayor respecto al nivel observado a fines de 2011 (Gráfico III.17).

La profundización del sistema financiero en MN continuó incrementándose, acorde con el proceso de bolivianización. Los ratios Depósitos MN/ PIB y Créditos MN/PIB alcanzaron 30% y 26%, respectivamente, frente a cocientes inferiores a 6% y 3% en 2005 (Gráfico III.18).

La fortaleza del sistema financiero se vio reflejada en indicadores de baja morosidad, elevada solvencia y suficiencia de la liquidez. La pesadez de cartera se mantuvo en 1,7% constituyéndose en el ratio más bajo observado, aspecto que es destacable si se considera el fuerte dinamismo del crédito registrado en los últimos años. El Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) se incrementó y continúa con ratios mayores a los que exige la normativa. Además, las entidades de intermediación financiera exponen importantes niveles de liquidez. Estos indicadores brindan señales de holgura y potencialidad para una mayor expansión del crédito. Por su parte, la rentabilidad se mantuvo elevada, aunque con una leve reducción con relación a fines del pasado año (Cuadro III.9).

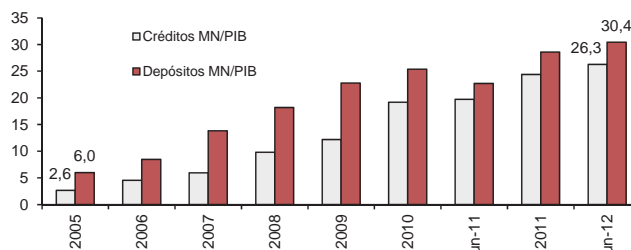
III.4 AGREGADOS MONETARIOS

Durante la primera mitad del año, el crecimiento de la emisión se mantuvo estable, registrando a final del semestre una tasa anual de 15,1%, ligeramente inferior a la de fines de 2011. Este comportamiento no implicó desequilibrios en el mercado monetario, pues estuvo en línea con sus determinantes. Por su parte, los agregados monetarios en MN continuaron registrando crecimientos mayores con respecto a los más amplios (Cuadro III.10). Este hecho evidencia un mayor uso de la MN como reserva de valor y medio de pago en la economía.

Se debe mencionar que la principal fuente de crecimiento de los agregados más amplios fue el comportamiento de los depósitos a plazo fijo en MN,

reflejándose en un elevado crecimiento del M3. Por su parte, el agregado monetario M'3, que incluye el total de depósitos, presentó un crecimiento más moderado debido a la disminución de los depósitos en ME (Gráfico III.19).

GRÁFICO III.18: PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA EN MN (Como porcentaje del PIB)



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

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

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

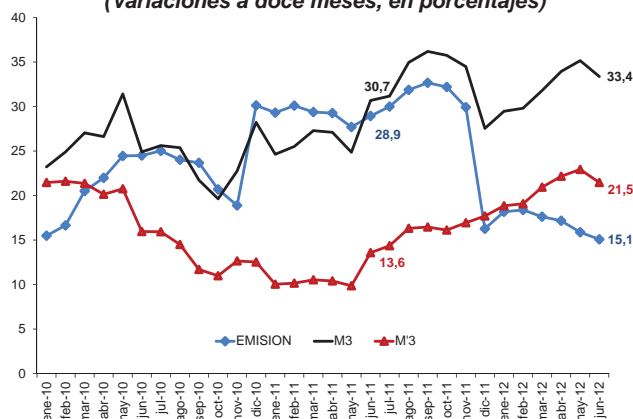
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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

	dic-10	mar-11	jun-11	sep-11	dic-11	mar-12	jun-12
Base monetaria	10,2	5,0	4,2	19,8	28,2	21,4	20,4
Emisión monetaria	30,1	29,4	28,9	32,7	16,3	17,6	15,1
M1	28,0	27,8	27,4	30,9	16,1	18,9	19,9
M1	22,9	21,1	22,5	25,0	14,8	17,6	18,5
M2	25,1	23,8	27,1	32,4	20,7	20,7	20,9
M2	14,3	12,0	16,2	19,0	17,8	17,4	17,1
M3	28,2	27,3	30,6	36,2	27,6	31,8	33,4
M3	12,5	10,5	13,5	16,4	17,7	20,9	21,5

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

GRÁFICO III.19: EVOLUCIÓN DE EMISIÓN, M3 Y M'3 (Variaciones a doce meses, en porcentajes)

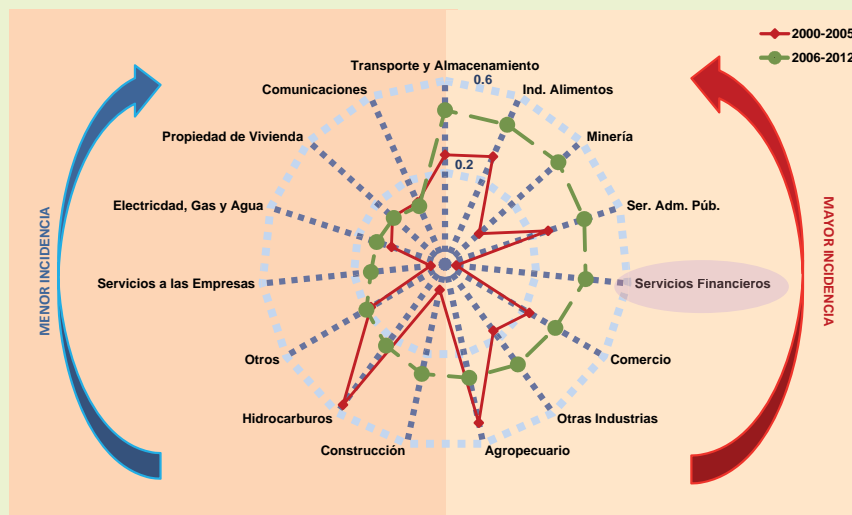


FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

RECUADRO III.1 LA IMPORTANCIA DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN LA ACTIVIDAD Y CRECIMIENTO ECONÓMICOS

En el último sexenio, el crecimiento del PIB se aceleró, pasando de una tasa de variación promedio de 3%, entre 2000 y 2005, a 4,7%. Al interior de este comportamiento, los Servicios financieros destacaron por su mayor aporte a la actividad económica. En efecto, su incidencia, negativa en el primer sub periodo (-0,15pp), se situó posteriormente como una de las más relevantes (0,42pp; Gráfico III.20).

GRÁFICO III.20: INCIDENCIAS SOBRE EL PIB A PRECIOS BÁSICOS
(En puntos porcentuales)



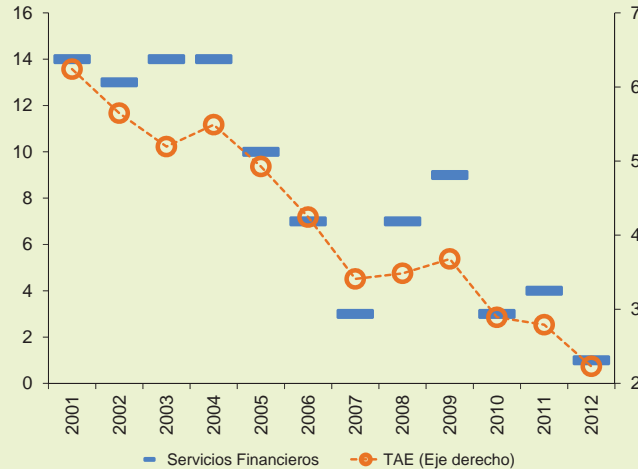
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

El mayor dinamismo de los Servicios financieros, como se observa en el Gráfico III.21, se relacionaría con la caída de tasas activas reales. Mientras el promedio ponderado²⁴ de estas últimas fluctuaba alrededor de 5,9% entre 2000 a 2005, el sector Servicios financieros, ordenado según su aporte en el crecimiento del PIB, se encontraba en el décimo tercer puesto de las quince grandes actividades que reporta el INE. En 2006, frente a la disminución en 60pb de la tasa activa real, la intermediación financiera se posicionó en el décimo lugar. Paulatinamente, tras nuevos descensos en la tasa, esta actividad alcanzó el primer sitial en el primer cuatrimestre de 2012.

Conforme redujo el costo de financiamiento, las colocaciones del sistema financiero fueron apuntaladas. En esta línea, la cuenta de producción más importante de servicios financieros fue la imputada o ficticia, que responde al diferencial de tasas por tenencia y colocación de recursos o *spread* financiero.

²⁴ De tasas activas en Moneda Nacional (MN) y Moneda Extranjera (ME) de acuerdo con el nivel de bolivianización.

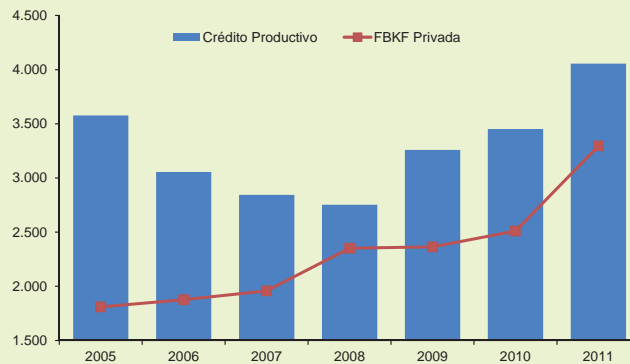
GRÁFICO III.21: SERVICIOS FINANCIEROS Y TASAS DE INTERÉS ACTIVA EFECTIVA REAL
(Posición en el ranking de crecimiento sectorial y porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Por otra parte, la caída de tasas activas reales también incidió positivamente en la Formación Bruta de Capital Fijo del sector privado (FBKFP) a través de la mayor otorgación de créditos al sector productivo (Gráfico III.22), aspecto que no solo incide en la actividad en el corto plazo, sino también en el crecimiento de largo plazo.

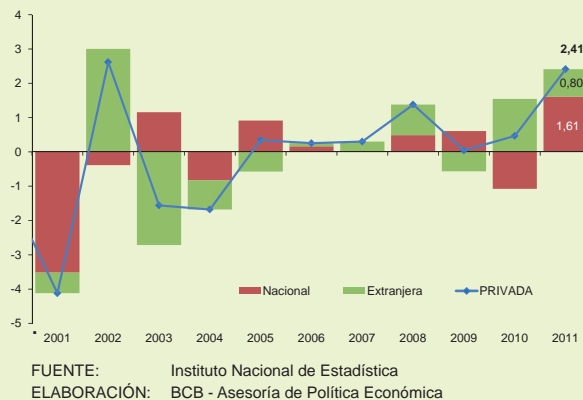
GRÁFICO III.22: CARTERA PRODUCTIVA REAL Y FBKF PRIVADA REAL^{1/}
(En millones de bolivianos de 1990)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística
Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Deflactor del capital

Efectivamente, la mayor disponibilidad de recursos financieros por parte de micro, pequeños y medianos empresarios se habría reflejado en la contribución promedio de 0,8pp de la FBKFP registrada en el periodo 2006-2011, incidencia que contrasta notablemente con la de 2000-2005, cuando fue negativa (-0,9pp). El mismo escenario se observa en la FBKF nacional que pasó de tasas de variación negativas a un crecimiento promedio de 0,3pp (Gráfico III.23), a un aporte positivo y superior al de la inversión extranjera.

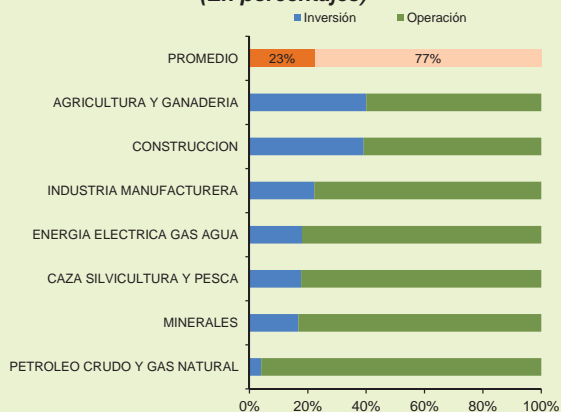
GRÁFICO III.23: APORTE DEL COMPONENTE NACIONAL Y EXTRANJERO EN LA FBKF PRIVADA
(En variaciones porcentuales)



Un análisis preliminar realizado en el BCB, mediante datos de panel para el periodo 2001 a 2011, muestra que un incremento de 10% del crédito al sector agropecuario impulsaría su actividad en 6%; mientras que en el caso de la construcción e industria, el impacto del mayor financiamiento sería de 3% y 8%, respectivamente. En lo que a FBKF se refiere, el principal efecto se observa en la construcción, con un impacto de 5% ante el mayor crédito productivo a este rubro.

Los efectos señalados responden a la actual estructura de financiamiento productivo, en la cual una mayor proporción del crédito es destinada a capital de operaciones, 77% en promedio (Gráfico III.24). Este porcentaje fluctúa de acuerdo con la estructura de producción de cada sector (si es intensiva en capital o mano de obra), y a su acceso a financiamiento a través de distintas fuentes. Por ejemplo, la agricultura y ganadería, la construcción y la industria manufacturera son las actividades que registran la mayor utilización de financiamiento para fines de inversión. En tanto, las actividades extractivas (hidrocarburos y minerales) emplean la mayor parte en capital de trabajo, puesto que el monto que obtienen de esta fuente es pequeño, debido a su acceso a financiamiento externo.

GRÁFICO III.24: ESTRUCTURA DE LA CARTERA PRODUCTIVA
Flujo sep 10 – may 2012
(En porcentajes)



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

En síntesis, la caída de tasas activas reales incentivada por la orientación de la política monetaria y las acciones del Órgano Ejecutivo, estarían impulsando tanto la actividad económica por medio del capital de operaciones, como el crecimiento de largo plazo, mediante la inversión privada nacional. El desafío se concentra en incrementar continuamente la participación del crédito productivo en la inversión.

RECUADRO III.2 EXPORTACIONES DE GAS NATURAL: CONTRATOS Y NOMINACIONES

El gas natural es un hidrocarburo utilizado como fuente de energía, demandado principalmente para usos industriales y domésticos. La demanda mundial de éste, en la primera década del siglo XXI, se incrementó en 31%, en tanto que en Centro y Sudamérica se incrementó en 54%,²⁵ expansión mayor a la registrada en otras regiones como Europa y Norte América. En este escenario, el E.P. de Bolivia se posiciona como un país estratégico, con un alto potencial para satisfacer las necesidades energéticas de la región.²⁶ Bajo este panorama, Bolivia tiene firmado dos contratos de exportación, uno con Argentina y otro con Brasil.

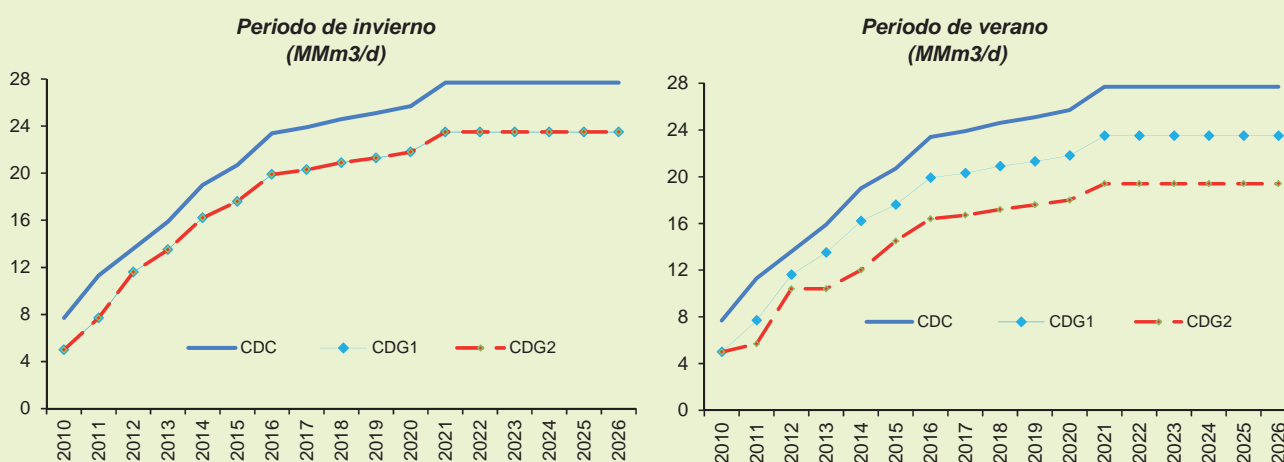
Respecto a las exportaciones de gas natural a Argentina, las ventas se iniciaron en 1972 y en el marco de este contrato se suministró gas hasta 1999; luego de algunas interrupciones, se retomaron las mismas en el año 2001. En 2006, en el marco de la política de nacionalización de hidrocarburos, Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) firmó un nuevo contrato de exportación con Energía Argentina Sociedad Anónima (ENARSA), que en marzo de 2010 incluyó una adenda con el objetivo de dar cumplimiento a expansiones continuas en las cantidades comprometidas.

Los volúmenes de exportación contemplados en la adenda, consideran diferentes conceptos de cantidades:

- i. CDC: Cantidad Diaria Contractual. Volumen referencial en el marco del contrato.
- ii. CDG1: Cantidad Diaria Garantizada Uno. Volumen que YPFB se compromete a entregar a ENARSA.
- iii. CDG2: Cantidad Diaria Garantizada Dos. Volumen que ENARSA se compromete a comprar de YPFB.

Estas cantidades, además de estar definidas para los años 2010 – 2026, lo están para periodos inferiores al año, contándose con volúmenes comprometidos para épocas de invierno y verano. En los meses de invierno tanto los volúmenes suministrados por YPFB y los demandados por ENARSA deberían coincidir, hecho que no necesariamente debe suceder en el periodo de verano. En efecto, en este periodo la cantidad que ENARSA se compromete a comprar es menor a la que YPFB garantiza suministrar (Gráfico III.25).²⁷

GRÁFICO III.25: CANTIDADES DE GAS NATURAL VIGENTES EN LA ADENDA AL CONTRATO DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL FIRMADAS ENTRE YPFB Y ENARSA



ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

FUENTE: Adenda al contrato de exportación de gas natural firmada entre YPFB y ENARSA

²⁵ Un análisis más completo sobre el consumo mundial de gas natural puede encontrarse en BP *Statistical Review of World Energy / June 2011*.

²⁶ Los actuales niveles de reservas probadas de gas natural en Bolivia (9,8 Trillones de Pies Cúbicos, TCF) y las cantidades internas de consumo, sitúan a Bolivia como un exportador neto de este recurso natural.

²⁷ El periodo de invierno comprende desde el 1 de mayo al 30 de septiembre, en tanto que el de verano desde el 1 de enero hasta el 30 de abril y desde el 1 de octubre hasta el 31 de diciembre.

La adenda al contrato de exportación, además de definir la trayectoria descrita que tomarían las exportaciones de gas natural, considera un conjunto de cláusulas destinadas a garantizar el cumplimiento del contrato. En este sentido, en lo inherente a las garantías de suministro se prevé dos elementos:

- Para los casos en los cuales las nominaciones realizadas por ENARSA sean inferiores a CDG1 (volumen que YPFB se compromete a entregar a ENARSA) y no se compruebe que hubo faltante de suministro, el gas exportado será considerado como CDG1 y se entenderá por cumplida la obligación de YPFB.
- Si los envíos fuesen menores a CDG1 y se comprueba que hubo faltante de suministro, YPFB pagará a ENARSA una multa expresada en términos monetarios.

En lo concerniente a las exportaciones de gas a Brasil, iniciadas en julio de 1999,²⁸ el contrato firmado entre YPFB y Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRAS) sufrió varias adendas a la fecha. En el contexto del presente documento, las más relevantes son las inherentes a las garantías de suministro, en las que se destacan las cláusulas de *Take or Pay* (toma o paga). Esta penalización señala que PETROBRAS no podrá nominar cantidades inferiores a 24,06MMm³/d en un año, ni cantidades inferiores a 19,25MMm³/d en forma mensual. De incumplirse este acuerdo PETROBRAS pagaría a YPFB el volumen no demandado. Por su parte, si YPFB no cumple con las nominaciones de PETROBRAS, también existen multas monetarias que YPFB deberá resarcir.

No obstante el actual contexto de desaceleración económica mundial, las garantías de suministro de gas natural a PETROBRAS y ENARSA, junto a los compromisos de demanda que éstos suscribieron con YPFB, en un contexto de desaceleración económica mundial, son elementos que junto al dinamismo económico de la demanda interna fortalecen las perspectivas de un buen desempeño de la economía nacional.²⁹

²⁸ El contrato de exportación considera el año 2019 como el horizonte de cumplimiento del mismo.

²⁹ En lo que va de 2012, las nominaciones realizadas por PETROBRAS y ENARSA superaron con amplios márgenes los volúmenes sujetos a penalización.

IV. Políticas del Banco Central de Bolivia

En el primer semestre de 2012, la orientación de la política monetaria estableció un balance cuidadoso entre el objetivo de mantener una inflación baja y estable y el de contribuir al ritmo de la actividad económica. En un contexto de buen desempeño de la economía, inflación en el rango proyectado y altos niveles de liquidez, se disminuyó gradualmente la oferta semanal de títulos induciendo menores colocaciones netas a tasas monetarias decrecientes, lo que a su vez impulsó reducciones en las tasas de interés de intermediación financiera. Por tanto, se afianzó el dinamismo de la actividad económica y se redujeron los excedentes de liquidez apoyando al descenso de las presiones inflacionarias. Además, las colocaciones netas fortalecieron la capacidad del BCB para actuar contracíclicamente. En el primer semestre destacan también las modificaciones introducidas al régimen de encaje legal que incentivan la bolivianización de las operaciones financieras. En efecto, la soberanía monetaria se afianzó sin haberse registrado movimientos del tipo de cambio.

Destacan también medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo orientadas al control de la inflación, como la aprobación de normas que garantizan la provisión de azúcar al sector panificador y la producción y comercialización de productos agropecuarios y derivados a precio justo. Asimismo, otras dirigidas a complementar los ingresos de los productores, generando incentivos a la producción futura de ciertos alimentos.

Congruente con la disminución de las presiones inflacionarias externas, como resultado del descenso de los precios internacionales de alimentos, el tipo de cambio nominal se mantuvo inalterado, anclando las expectativas en un entorno de elevada volatilidad

cambiaría a nivel internacional. Por su parte, el índice de tipo de cambio efectivo y real no ha presentado desalineamientos persistentes respecto al de equilibrio, reflejando un comportamiento acorde al determinado por sus fundamentos.

IV.1 POLÍTICA MONETARIA

En cumplimiento del mandato establecido en la Constitución Política del Estado 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. Con oportunidad y de manera activa están dirigidas, junto a las del Órgano Ejecutivo, 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 sostener la actividad económica frente a los efectos negativos que la coyuntura internacional podría haber generado en la economía nacional. En 2010, producto de la mejora en la situación económica, principalmente de países emergentes, los mayores ingresos de origen externo, el incremento 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.

En el primer trimestre de 2011, la continuidad de las presiones inflacionarias mencionadas y la aparición de otras de origen interno como la nivelación transitoria del precio de los combustibles, en un contexto de alta liquidez en el sistema financiero, determinaron que se mantenga la orientación contractiva con incrementos en la oferta de títulos de regulación monetaria. Sin embargo, esta política fue revisada a partir del segundo trimestre, una vez que la reducción de la inflación y de sus expectativas, el superávit del sector público y las señales de deterioro de la situación económica global se hicieron más evidentes. En este sentido, hasta fines del tercer trimestre no se realizaron nuevos incrementos en la oferta de títulos. En el cuarto trimestre debido a la mayor liquidez estacional, el BCB incrementó la oferta y las colocaciones netas de títulos, generando vencimientos futuros sin incrementos significativos de las tasas monetarias.

En 2012, en un contexto de buen desempeño de la economía, inflación en el rango proyectado y altos niveles de liquidez, se disminuyó gradualmente la oferta semanal de títulos induciendo menores colocaciones netas. La disminución de la oferta de títulos de regulación monetaria junto al alto nivel de la liquidez, resultaron en excesos de demanda que permitieron dichas colocaciones a tasas monetarias decrecientes,³⁰ propiciando también reducciones en las tasas de interés de intermediación financiera. De esta forma, se contribuyó al dinamismo de la actividad económica y se redujeron los excedentes de liquidez en línea con el objetivo de alcanzar una inflación baja y estable. Además, acumulando vencimientos que podrían inyectar liquidez a la economía cuando así lo requiera, se fortaleció la capacidad del BCB para actuar contracíclicamente.

La elevada liquidez se presentó tanto en el sector público como en el sector privado, como resultado del superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y el dinamismo de la actividad económica interna. En el sector privado, lo anterior se reflejó en el crecimiento excepcional de los depósitos del público en el sistema financiero, constituyéndose en una fuente adicional de recursos a disposición de las entidades financieras. En este sentido, las colocaciones netas de títulos se orientaron a regular esta liquidez sin afectar el crecimiento del crédito del sistema financiero al sector privado.

Por su parte, el sector público no financiero registró también importantes incrementos de liquidez que fueron depositados principalmente en el BCB. Debido a que estos recursos se originaron en mayores ingresos y en vista de que estacionalmente el gasto del sector público es más alto en el segundo semestre, no se consideró necesario compensar el ahorro fiscal con redenciones netas de títulos de regulación monetaria.

IV.1.1 El Programa Monetario

El BCB elabora anualmente un Programa Monetario que recoge las políticas específicas orientadas al cumplimiento de su objeto establecido en la Constitución Política del Estado de mantener la

³⁰ Se refiere a las tasas de los títulos de regulación monetaria transados mediante OMA.

CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FISCAL - FINANCIERO A JUNIO DE 2012^{p/}
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2012)

		Meta Acordada ^{q/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	-426	-6.898	6.473
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-2.057	-7.525	5.468
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	-1.248	-3.504	2.256
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs	-1.707	-5.898	4.190
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	\$us	157	478	321

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica (APEC)

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 el 7 de febrero de 2012

^{p/} Cifras preliminares

estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, a través de una inflación baja y estable, para contribuir al desarrollo económico y social del país.

El programa monetario forma parte del Programa Macroeconómico anual elaborado de manera conjunta entre el MEFP y el BCB, donde se establecen metas a cinco variables macroeconómicas: Resultado del Sector Público no Financiero (SPNF), Financiamiento Interno al SPNF, Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF), Crédito Interno Neto total del BCB (CIN) y Reservas Internacionales Netas (RIN). Manteniendo la práctica de los últimos años, en 2012 las metas del Programa Macroeconómico fueron incorporadas en el acuerdo suscrito entre las principales autoridades del MEFP y del BCB el 7 de febrero de 2012 (Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2012), habiéndose fijado límites máximos para: i) el Déficit Fiscal del SPNF (Bs7.058 millones para todo el año), ii) el Financiamiento Interno al SPNF (Bs2.104 millones), iii) la expansión del CIN SPNF (Bs2.329 millones), iv) el incremento del CIN (Bs5.565 millones) y, v) la pérdida de RIN (\$us210 millones).³¹

El acuerdo señala también que los objetivos de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria deben enfocarse a preservar la estabilidad macroeconómica y a fomentar el crecimiento económico sostenido. Las políticas monetaria y cambiaria mediante el control de la inflación, la promoción de la bolivianización, el resguardo de la estabilidad del sistema financiero y la mitigación de choques externos. La política fiscal dando impulso a los sectores productivos estratégicos mediante la inversión pública.

Todas las metas del Programa Fiscal-Financiero correspondientes al primer semestre de 2012 fueron cumplidas con importantes márgenes (Cuadro IV.1). El SPNF acumuló un superávit de Bs6.898 millones, equivalente al 3,8% del PIB anual estimado, lo que resultó en una disminución del financiamiento interno a este sector de Bs7.525 millones y del CIN SPNF en Bs5.898 millones. El CIN registró una contracción (Bs3.504 millones) menor que el CIN SPNF debido a

³¹ 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.

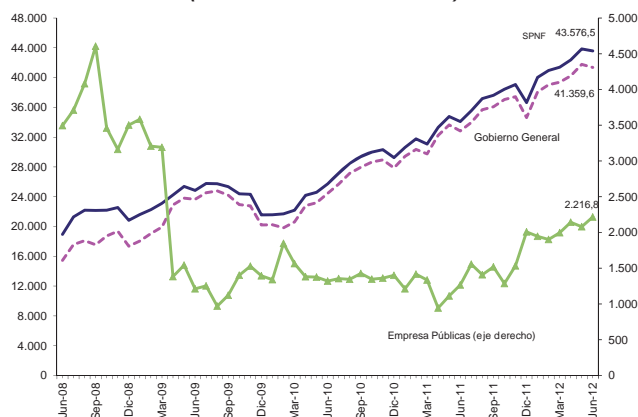
la expansión del crédito neto al sector financiero, lo que coadyuvó al dinamismo observado en la cartera al sector privado no financiero.³² Cabe destacar que este resultado fue posible incluso con colocaciones netas de OMA como se analiza más adelante. La ganancia de RIN (\$us478 millones) superó a la meta del semestre y se constituyó también en fuente adicional de liquidez.

El superávit del SPNF en el primer semestre del 2012 fue el más alto de los alcanzados en iguales períodos de los últimos siete años. Este incremento se explica principalmente por mayores recaudaciones tributarias y el aumento de los ingresos por ventas de hidrocarburos. Consecuentemente, los depósitos del sector público en el BCB se incrementaron en Bs6.868 millones habiendo alcanzado a fines de junio de 2012 un saldo de Bs43.577 millones (24,3% del PIB; Gráfico IV.1), recursos que constituyen un colchón de liquidez que fortalece la capacidad del sector público para generar impulsos fiscales ante una eventual desaceleración de la actividad económica.

El incremento de las RIN se originó principalmente en el aumento del valor de las exportaciones de hidrocarburos y minerales tanto por mejores precios como por mayores volúmenes, remesas familiares recibidas del exterior, así como por la continuidad del proceso de bolivianización.

En 2012, al igual que en 2011, el CIN disminuyó y las RIN crecieron aunque en menores magnitudes (Cuadro IV.2). Por su parte, la emisión monetaria registró variaciones acumuladas poco significativas en ambos semestres (0,2% en 2011 y -0,8% en 2012). Como fue señalado, los componentes del CIN muestran la fuerte expansión del crédito al sistema financiero en 2012 (Bs1.865 millones), que contribuyó a dinamizar la cartera al sector privado, no obstante la colocación neta de títulos de regulación monetaria a este sector.³³ Destaca también la contracción del CIN SPNF por la acumulación de depósitos del sector público que excedió a los créditos otorgados a las empresas públicas.

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



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

CUADRO IV.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO A JUNIO DE 2012^{1/}
(Flujos en millones de Bs)

	2011 Ejec	2012 Ejec
1. EMISIÓN	58	-224
2. CRÉDITO INTERNO NETO (CIN)	-5.206	-3.504
2.1 SECTOR PÚBLICO	-4.410	-6.044
Crédito Neto del BCB (CIN SPNF)	-4.085	-5.898
Cuasifiscal	-325	-146
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	-11	1.865
Desarrollo	1	0
Encaje legal	1.476	4.041
OMA (LT y BT "D")	-1.348	-2.174
Otros	-140	-2
del cual Préstamos de liquidez	-110	0
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	-4	111
2.4 OTROS	-963	468
d/c: OMA subasta y directa (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	-641	172
2.5 OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	182	96
3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)	5.264	3.280
(en mill.\$us.)	765	478
PRO MEMORIA: OMA total	-1.989	-2.002
OMA total + encaje legal + préstamos de liquidez.	-622	2.039

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

³² Sin embargo, cabe aclarar que parte de la expansión señalada se explica también por la constitución de encaje adicional en títulos en ME y MVDOL (en cuentas externas al BCB), en aplicación del nuevo Reglamento de encaje legal descrito más adelante.

³³ El signo negativo en la partida de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) indica colocación neta de títulos.

CUADRO IV.3: CRÉDITOS DEL BCB A LAS EPNE Y A YPFB
(Al 29 de junio de 2012, en millones de bolivianos)

	Saldo 2011	Desembolsos 2012	Saldo 2012
YPFB	1.781,4	698,5	2.479,8
ENDE	1.292,1	35,0	1.327,1
COMIBOL	162,0	0,0	162,0
EASBA	0,0	337,0	337,0
TOTAL	3.235,5	1.070,4	4.306,0

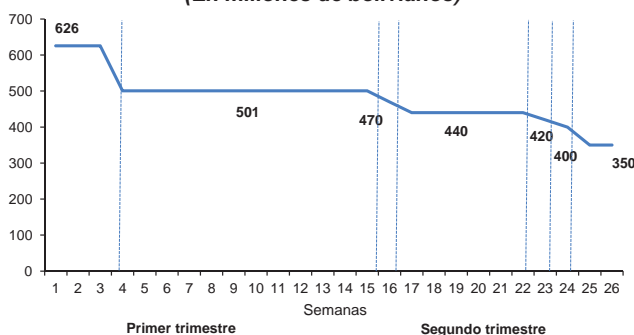
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En el primer semestre de 2012, en el marco de la normativa vigente, el BCB otorgó crédito a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE) y a YPFB por un total de Bs1.070 millones. A fines de junio el saldo total desembolsado a estas entidades fue de Bs4.306 millones (Cuadro IV.3).

IV.1.2 Operaciones de mercado abierto (OMA)

El BCB regula la liquidez de la economía a través de las OMA, mecanismo mediante el cual interviene en el mercado monetario colocando o redimiendo títulos públicos, constituyéndose en el principal instrumento indirecto de la política monetaria.

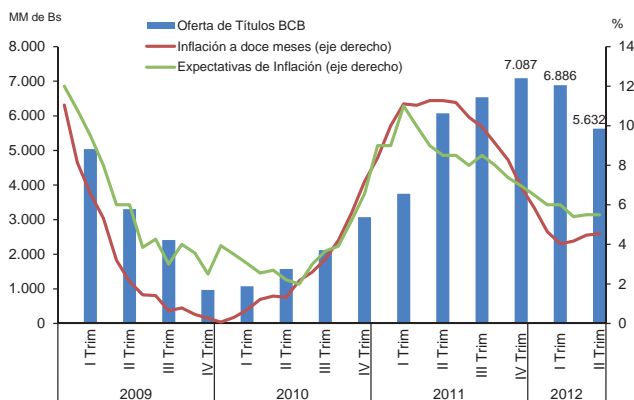
GRAFICO IV.2: OFERTA SEMANAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA
PRIMER SEMESTRE DE 2012
(En millones de bolivianos)



FUENTE: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias (GOM)
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Conforme a las directrices aprobadas por el Directorio del BCB, se realizaron reducciones graduales en la oferta de títulos de regulación monetaria con el objetivo de mantener una liquidez adecuada en el sistema financiero que dinamice el ritmo de actividad económica sin generar presiones inflacionarias. La oferta semanal de títulos a través de las OMA, disminuyó de Bs626 millones al cierre de 2011 a Bs350 millones al finalizar el primer semestre de la gestión (Gráfico IV.2) determinando caídas importantes en la oferta trimestral (Gráfico IV.3). Las reducciones en la oferta fueron muy graduales, tomando en consideración el dinamismo de la actividad económica, el comportamiento de la inflación y la liquidez del sistema financiero. En este sentido, precautelando la estabilidad de precios, el crecimiento del crédito al sector privado se mantuvo dinámico y se generaron vencimientos que podrían utilizarse cuando la economía requiera de impulsos más pronunciados.

GRAFICO IV.3: OFERTA TRIMESTRAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(En millones de bolivianos y porcentajes por trimestre)



Fuente: BCB, GOM e INE
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

Durante el primer semestre, la oferta en instrumentos en MN disminuyó en casi todos los plazos, 182 días (Bs40 millones), 273 días (Bs40 millones) y 1 año (Bs150 millones); la de 91 días aumentó en Bs45 millones (Cuadro IV.4). La oferta de letras en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) y la de bonos en MN a 2 años fueron eliminadas en las semanas 16 y 25, respectivamente. De esta manera, las colocaciones de títulos de regulación monetaria se concentraron en plazos más cortos y, en línea con la profundización del proceso de bolivianización, se realizaron casi en su totalidad en MN (al final del semestre el 96% del saldo de las OMA correspondió a 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.4).

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. Desde el último trimestre de 2008 y durante 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 cerrar ambas gestiones con inyecciones netas de liquidez. En 2010, en un contexto de presiones inflacionarias, se redujeron los impulsos monetarios mediante el incremento de la oferta de títulos determinando que la inyección neta acumulada de liquidez pase de positiva a negativa.

A inicios de 2011, la dinamización de las colocaciones de títulos de regulación monetaria y la acumulación de depósitos del SPNF permitieron disminuir la inyección neta de liquidez frente a las presiones inflacionarias existentes. En el segundo y tercer trimestre, por el predominio de los factores de contracción de la liquidez (principalmente el crecimiento de la emisión y la acumulación de depósitos del SPNF), y en un contexto de disminución de la inflación y sus expectativas así como de desaceleración económica mundial, se generaron redenciones de títulos contribuyendo a contener la contracción de la liquidez neta. En el cuarto trimestre, frente a una inyección bruta positiva, debido al incremento de RIN y la reducción estacional de los depósitos del SPNF, el BCB realizó colocaciones netas.

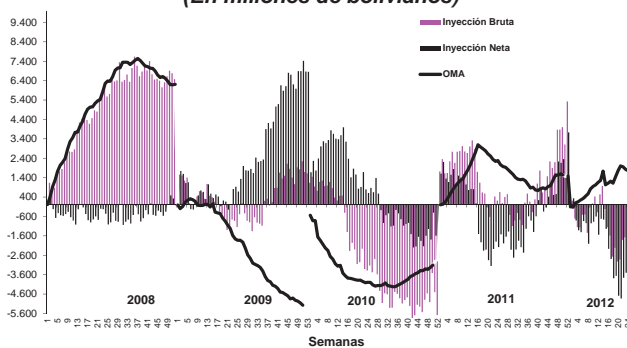
A fines de 2011, el sistema registró un elevado nivel de liquidez (Bs8.777 millones); por tanto, en 2012 las OMA se orientaron a reducir estos excedentes de forma muy gradual evitando alzas en las tasas de interés monetarias con el doble propósito de mantener la inflación baja y estable y el crédito vigoroso. En efecto, se realizaron colocaciones netas a lo largo del semestre pero a un ritmo decreciente acorde con la disminución de la inyección bruta. El elevado saldo de la liquidez al cierre de 2011 y el crecimiento excepcional de los depósitos del público en el sistema financiero durante 2012 determinaron el incremento de la demanda por títulos de parte de las entidades financieras que, junto a la reducción gradual de la oferta por parte del BCB, se tradujo en excesos de demanda por estos instrumentos que contribuyeron a mantener bajas las tasas monetarias (Gráfico IV.5).

CUADRO IV.4: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN CADA SUBASTA
(En millones en moneda de origen)

	I TRIM'11	II TRIM'11	III TRIM'11	IV TRIM'11	I TRIM'12	II TRIM'12
BCB						
91 días ME	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
1 año UFV	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,0
91 días MN	65,0	65,0	30,0	25,0	100,0	70,0
182 días MN	90,0	90,0	60,0	130,0	100,0	90,0
273 días MN				130,0	70,0	90,0
1 año MN	230,0	230,0	230,0	250,0	150,0	100,0
2 años MN	80,0	80,0	145,0	90,0	80,0	0,0
Oferta ME	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Oferta MN	465,0	465,0	465,0	625,0	500,0	350,0
Oferta UFV	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,0
Oferta total BCB (Bs)^{1/}	467,3	467,3	466,6	625,8	500,9	350,0

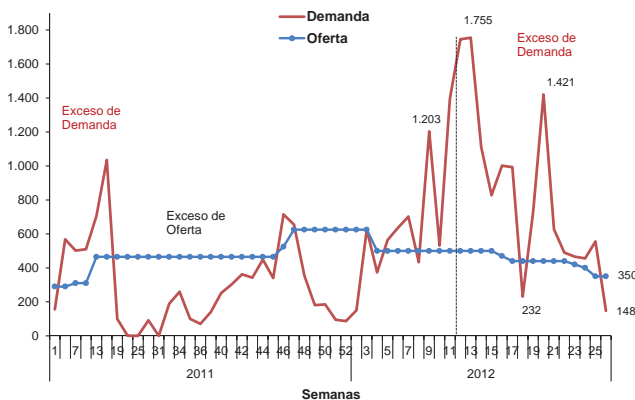
FUENTE: Banco Central de Bolivia - GOM
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
^{1/} En millones de bolivianos, valorada a tipo de cambio fijo de cada año: 2011 1\$us=6,88Bs; 1UFV=1,64081Bs; 2012 1\$us=6,86Bs; 1UFV=1,76468Bs.

GRAFICO IV.4: INYECCION BRUTA Y NETA DE LIQUIDEZ
(En millones de bolivianos)



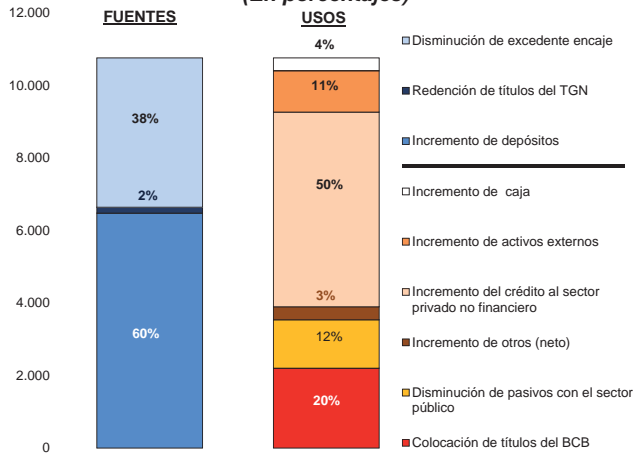
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACION BCB - Asesoría de Política Económica

GRAFICO IV.5: DEMANDA Y OFERTA DE TÍTULOS DE REGULACION MONETARIA EN MN
(En millones de bolivianos)



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

GRAFICO IV.6: FLUJOS DE FONDOS DEL SISTEMA FINANCIERO PRIMER SEMESTRE 2012 (En porcentajes)

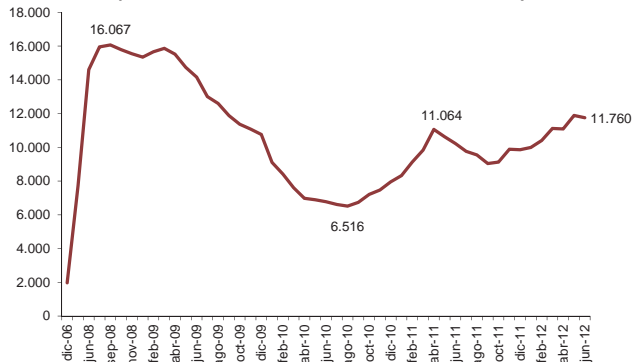


FUENTE: Banco Central de Bolivia, ASFI
 ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

Desde la perspectiva del flujo de fondos de las entidades financieras, en el primer semestre los recursos se generaron principalmente por el considerable incremento de los depósitos del sector privado no financiero y el uso de la liquidez existente (excedente de encaje). Estos recursos fueron destinados en su mayor parte a la colocación de créditos al sector privado (50%) y en menor medida a la inversión en títulos del BCB (20%; Gráfico IV.6).

En el primer trimestre del año se produjeron colocaciones netas de títulos públicos por Bs1.262 millones y en el segundo por Bs637 millones. Las colocaciones netas determinaron un incremento del saldo de títulos públicos de regulación monetaria alcanzando a Bs11.760 millones a fines de junio (Gráfico IV.7).

GRAFICO IV.7: TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA (Saldos netos en millones de bolivianos)

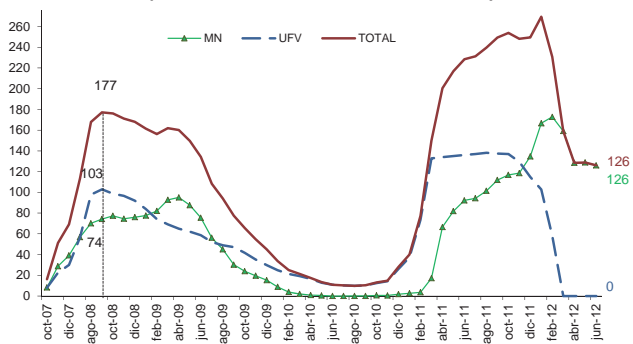


FUENTE: Banco Central de Bolivia - GOM
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Durante el primer semestre del año, se continuó con la colocación de Bonos “BCB Directo” en MN, con rendimientos importantes en todos los plazos (3,2% a 91 días, 3,6% a 182 días y 4,0% a 364 días). Adicionalmente, los Bonos BCB Directo de Temporada Navideña fueron ofrecidos hasta mediados de enero con plazos referenciales de 63 y 273 días en MN a una tasa del 6% anual.

El saldo neto de estas colocaciones alcanzó aproximadamente Bs269 millones al finalizar enero, constituyéndose en el valor máximo registrado desde la introducción de este mecanismo. Dicho saldo disminuyó a partir de febrero debido a que los títulos en UFV vencieron en su totalidad a mediados de marzo, finalizando junio con un monto de Bs126 millones constituido únicamente por letras y bonos directos en MN (Gráfico IV.8).

GRAFICO IV.8: OMA DIRECTAS Y BCB DIRECTO (Saldos en millones de bolivianos)



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

Las tasas de interés monetarias registraron reducciones con relación a diciembre de 2011 en todos los plazos, estas disminuciones fueron de 26, 19, 150, 177 y 180 puntos básicos (pb) en los plazos de 91, 182, 273, 364 y 728 días, respectivamente (Gráfico IV.9).

La disminución de las tasas de los títulos de regulación monetaria y el aumento de la liquidez se reflejó en menores tasas de intermediación financiera. En el caso de MN tanto las tasas activas como las pasivas registraron caídas en casi todos los plazos (Cuadro IV.5).

IV.1.3 Encaje legal

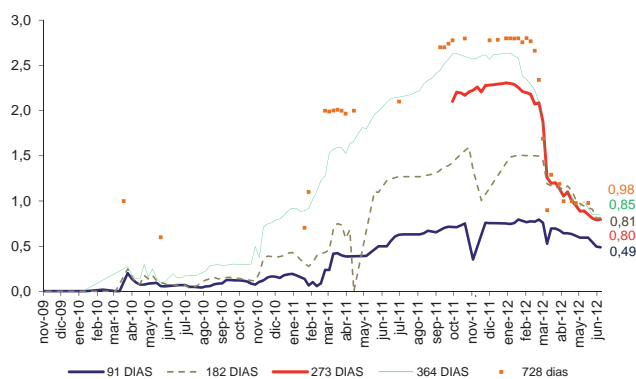
El encaje legal consiste en la retención de un porcentaje de los depósitos de las entidades de intermediación financiera. En los últimos años, el BCB ha utilizado este instrumento para regular la liquidez de la economía, promover una mejor gestión de riesgos, incentivar la bolivianización de depósitos y apoyar al crecimiento de la cartera total y productiva de las entidades financieras. Actualmente, el régimen de encaje legal es diferenciado por monedas, lo que internaliza el costo de operar en ME y apoya al proceso de bolivianización, constituyéndose en un instrumento prudencial que a su vez mejora la transmisión de la política monetaria.

En el primer semestre de 2012, el Reglamento de Encaje Legal fue modificado en dos oportunidades con el objetivo de incentivar y profundizar la remonetización financiera. Estas modificaciones se realizaron en el encaje adicional aplicado sobre depósitos en ME y MVDOL, manteniéndose el encaje legal en efectivo y títulos en 2% y 10% para MN y en 13,5% y 8% para ME. Asimismo, se mantuvo la compensación de una parte del encaje en MN con incrementos en la cartera al sector productivo.

La primera modificación fue realizada el 10 de enero de 2012 a través de la Resolución de Directorio (R.D.) N° 007/2012, para acentuar la diferenciación del encaje legal por monedas con la ampliación del universo de pasivos en ME y MVDOL sujetos a encaje adicional. En cada cuatrimestre, a partir de abril de 2012 hasta agosto de 2016, la Base del Encaje Adicional (BEA) que corresponde a la diferencia entre las obligaciones en ME y MVDOL sujetas a encaje adicional (OSEA-ME) y un porcentaje de las OSEA-ME de la fecha base se irá incrementando mediante la reducción gradual del porcentaje mencionado (7,5% cada cuatrimestre con excepción del último en el que la disminución será de 2,5%; Cuadro IV.6). Los DPF en ME y MVDOL mayores a dos años, antes exentos del encaje adicional, quedaron sujetos a este requerimiento y la base de depósitos sujetos a encaje adicional se amplió también por este concepto.

Bajo este esquema, en agosto de 2016 todos los depósitos en ME y MVDOL en cuenta corriente, cajas de ahorro y DPF menores a 360 días estarán sujetos a una tasa de encaje legal de 66,5% (8%

GRAFICO IV.9: TASA EFECTIVA ANUALIZADA DE TÍTULOS PÚBLICOS DE REGULACION MONETARIA (En porcentajes)



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

CUADRO IV.5: TASAS DE INTERES BANCARIAS EN MN (En porcentajes)

	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12	jun-12	Var. p.b Jun12-Dic11
TASAS ACTIVAS						
1 a 30	1,94	4,85	6,77	3,72	5,06	(170)
31 a 60	6,79	5,64	7,00	7,15	6,69	(31)
61 a 90	6,00	5,47	6,59	6,41	6,49	(10)
91 a 180	5,46	4,99	6,32	6,19	6,31	(1)
181 a 360	5,92	5,20	6,78	6,81	5,98	(80)
361 a 720	7,82	11,35	9,89	9,78	9,24	(65)
721 a 1080	12,40	10,16	13,97	13,92	13,21	(76)
Mayores a 1080	6,95	8,07	9,39	10,56	10,03	64
TASAS PASIVAS						
1 a 30	0,10	0,05	0,40	0,06	0,04	(36)
31 a 60	0,26	0,15	0,74	0,06	0,06	(68)
61 a 90	0,32	0,13	0,61	0,19	0,29	(33)
91 a 180	0,69	0,13	0,90	0,87	0,38	(53)
181 a 360	0,80	0,53	0,87	1,40	1,25	38
361 a 720	1,12	0,60	2,00	1,79	1,02	(98)
721 a 1080	1,12	1,08	2,75	1,95	2,13	(62)
Mayores a 1080	2,72	2,24	3,46	3,09	2,94	(52)

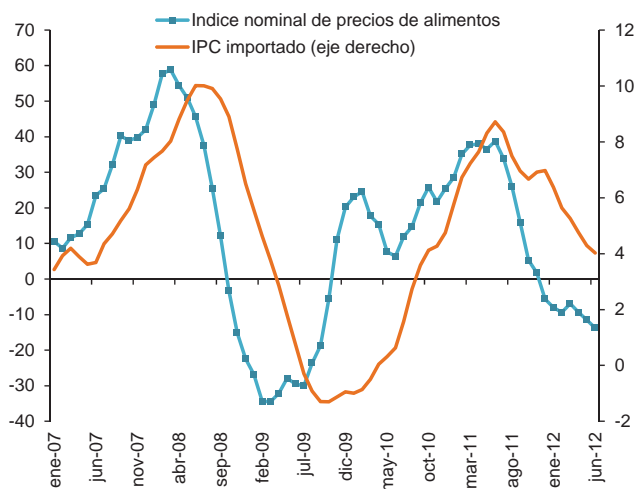
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

CUADRO IV.6: CRONOGRAMA DE AMPLIACIÓN DE LA BASE SUJETA A ENCAJE ADICIONAL

Período de Requerimiento		Porcentaje de las OSEA-ME de la Fecha Base
Fecha Inicio	Fecha Finalización	
05/03/2012	18/03/2012	100,0%
02/04/2012	15/04/2012	92,5%
06/08/2012	19/08/2012	85,0%
10/12/2012	23/12/2012	77,5%
04/03/2012	17/03/2012	70,0%
05/08/2012	18/08/2012	62,5%
09/12/2013	22/12/2013	55,0%
03/03/2014	16/03/2014	47,5%
04/08/2014	17/08/2014	40,0%
08/12/2014	21/12/2014	32,5%
13/04/2015	26/04/2015	25,0%
03/08/2015	16/08/2015	17,5%
07/12/2015	20/12/2015	10,0%
11/04/2016	24/04/2016	2,5%
01/08/2016	14/08/2016	0,0%

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

GRÁFICO IV.10: 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

en títulos + 13,5% en efectivo + 45% en encaje adicional en títulos). Los DPF en ME entre 360 y 720 días constituirían 53% (8% en títulos + 45% en encaje adicional en títulos) y los mayores a 720 días el 45% (encaje adicional en títulos). Se prevé que esta reforma no tenga efecto contractivo en la liquidez de la economía en la medida en que las entidades financieras incrementen la bolivianización de depósitos.

La segunda modificación fue realizada mediante R.D. N° 042/2012 del 10 de abril de 2012, exceptuando de la prohibición de redención anticipada a los depósitos a plazo fijo en ME que sean convertidos a depósitos en MN, con la finalidad de facilitar la bolivianización de DPF.

IV.2 POLÍTICA CAMBIARIA

IV.2.1 Orientación de la política cambiaria

Desde 2006 la política cambiaria ha estado orientada principalmente a mitigar las presiones inflacionarias externas, velando además que la competitividad cambiaria se mantenga acorde con sus fundamentos. El régimen cambiario deslizando (*crawling-peg*), cuyos movimientos se caracterizan por gradualidad, ha promovido la estabilidad financiera en la transición de un entorno de alta dolarización (superior a 80% a fines de 2005) al estado actual de dolarización parcial (en torno a 30%).

En cuanto se refiere a la inflación de origen externo, en el primer semestre del año, el continuo descenso de los precios internacionales de alimentos iniciado a mediados de 2011 ha generado una clara disminución en la inflación de carácter importado, la cual tiene una influencia significativa en la inflación interna, como lo demostraron las experiencias previas de 2007-2008 y 2010-2011.

Por ejemplo, la inflación internacional de alimentos calculada por la FAO a junio de 2012 registró una disminución de 14pp con relación a la de similar mes de 2011. En la misma línea, la inflación importada al mes de junio se situó en 4%, después de ubicarse en torno a 8,7% en similar mes de la gestión pasada (Gráfico IV.10).

En tal sentido, el descenso de los precios de los *commodities*, incluidos los alimentos,

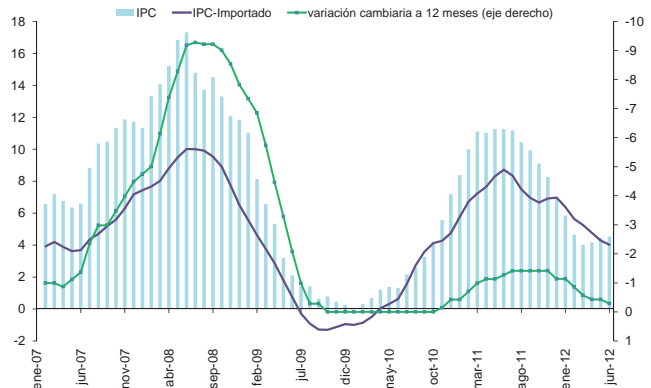
fundamentalmente como resultado de la desaceleración de la economía mundial (ver Capítulo I del presente IPM), ha moderado las presiones inflacionarias de origen externo; de hecho, la inflación importada en diciembre de 2011 llegó a 7%, y en junio de 2012 alcanzó 4%. Por su parte, la inflación interna igualmente ha caído en comparación a similar periodo de 2011, alcanzando a junio una tasa de 4,5%, 6,7pp por debajo de la observada doce meses atrás. Esto es congruente con una disminución del ritmo de apreciación en términos interanuales (Gráfico IV.11).

Conviene señalar que desde inicios de noviembre de 2011 la paridad se ha mantenido estable en 6,96 Bs/\$us, en un entorno de renovada incertidumbre por las crisis fiscales y de deuda en los países avanzados. Al igual que en 2008-2009, la estabilidad cambiaria ha sido un elemento clave para que las expectativas estén ancladas en torno al tipo de cambio oficial (Gráfico IV.12), en virtud al importante respaldo al régimen cambiario proporcionado por las reservas internacionales y la libre convertibilidad de divisas en los mercados oficial y paralelo. El Recuadro IV.1 analiza con mayor detalle el comportamiento de países con regímenes cambiarios intermedios.

Al igual que en periodos previos, la baja volatilidad cambiaria en Bolivia contrasta con lo sucedido en las paridades de los países vecinos: durante los primeros meses del año en su mayoría registraron apreciaciones. Sin embargo, en los últimos meses se observó mayor volatilidad en los mercados cambiarios, producto de las características intrínsecas de sus regímenes en un escenario de incertidumbre y pese a las intervenciones efectuadas para moderar los movimientos cambiarios. En el caso de Bolivia y dado el régimen cambiario vigente, comparativamente las variaciones han sido paulatinas, lo que genera poca volatilidad, anclando las expectativas de los agentes económicos (Gráfico IV.13).

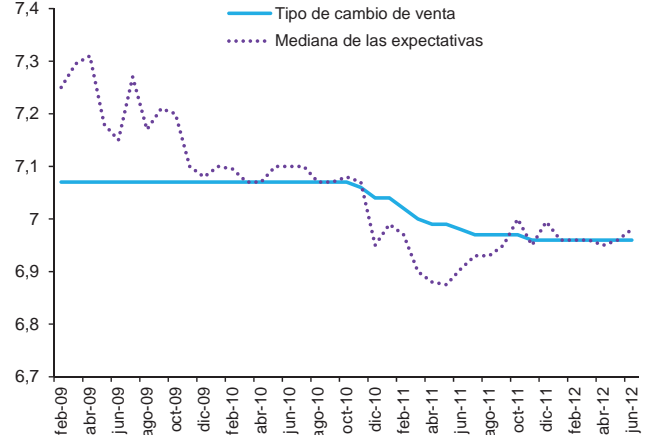
El nuevo enfoque de política cambiaria desde mediados de la década pasada, que se ha caracterizado por permitir apreciaciones de la moneda nacional, además de un conjunto de medidas de política monetaria y otras aplicadas por el Órgano Ejecutivo, contribuyó a profundizar el proceso de bolivianización del sistema financiero tanto en cartera como en depósitos. Durante la primera

GRÁFICO IV.11: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA (Variación porcentual a 12 meses)



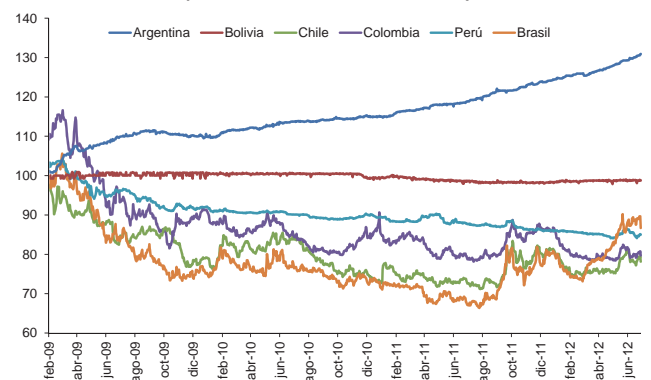
FUENTE: Banco Central de Bolivia - INE
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.12: TIPO DE CAMBIO OBSERVADO Y ESPERADO^{1/} (En bolivianos por dólar estadounidense)



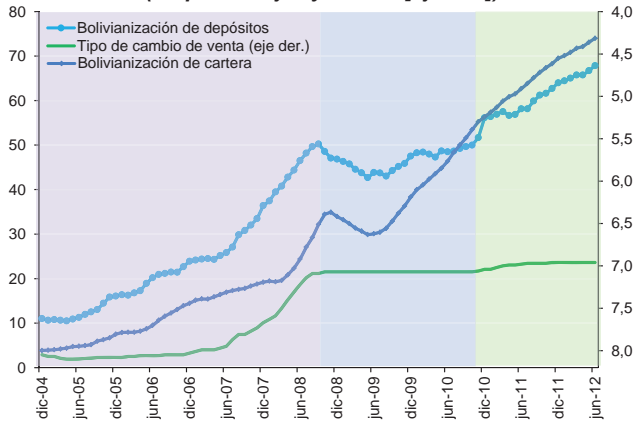
FUENTE: Banco Central de Bolivia y Encuesta de Expectativas Económicas (EEE)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Corresponde a la pregunta de la EEE: ¿Cuál será el tipo de cambio dentro de un año?

GRÁFICO IV.13: 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 el E.P. de Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales en el sistema financiero

GRÁFICO IV.14: TIPO DE CAMBIO Y BOLIVIANIZACIÓN
(En porcentajes y Bs/\$us [eje der.])

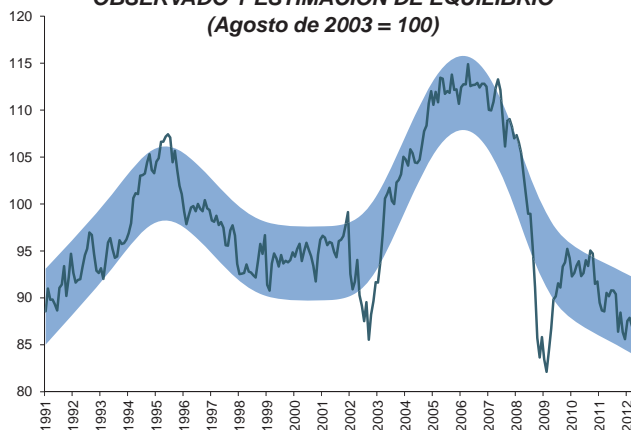


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

crisis económica y financiera mundial en 2008-2009, este proceso sufrió una leve desaceleración. Sin embargo, la estabilidad cambiaria entre octubre de 2008 y noviembre de 2010 proporcionó señales de tranquilidad que, junto con otras medidas y el respaldo provisto por el alto nivel de reservas internacionales, permitieron dar continuidad al proceso de bolivianización.

De esta forma, a fines de junio de 2012, a pesar de no haberse registrado movimientos del tipo de cambio desde noviembre 2011, la bolivianización de la cartera alcanzó a 74,2%, mientras que la de los depósitos llegó a 67,9%, evidenciando el continuo aumento en la preferencia por la moneda nacional (Gráfico IV.14).

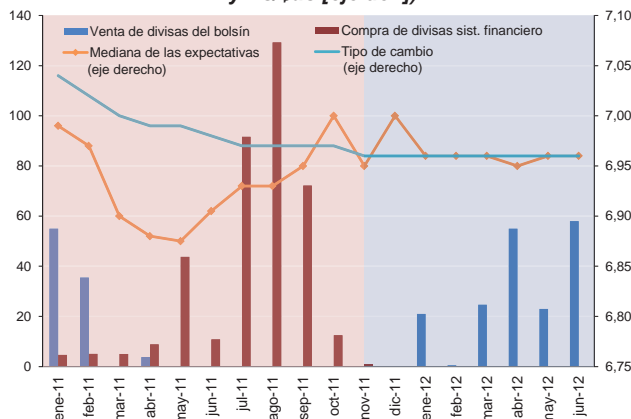
GRÁFICO IV.15: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL OBSERVADO Y ESTIMACIÓN DE EQUILIBRIO
(Agosto de 2003 = 100)



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

Como se mencionó, la política cambiaria también procura mantener el tipo de cambio real en torno al determinado por sus fundamentos. En efecto, la comparación del Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) con su tendencia de largo plazo (que es una aproximación al tipo de cambio real de equilibrio), muestra que en los últimos años no se han registrado desalineamientos cambiarios de carácter persistente (Gráfico IV.15). Finalmente, comparando el ritmo de apreciación del tipo de cambio con las variaciones de los precios de exportaciones, se evidencia que estos últimos se han situado muy por encima, hecho que se considera un indicativo de que la orientación de la política cambiaria no ha descuidado aspectos de competitividad.

GRÁFICO IV.16: COMPRA, VENTA DE DIVISAS, EXPECTATIVAS Y TIPO DE CAMBIO
(En millones de dólares estadounidenses y Bs/\$us [eje der.])



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

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

En el primer semestre del 2012 el BCB fue vendedor neto de divisas al sistema financiero, lo que no implicó un cambio en las expectativas y los montos fueron poco significativos. En efecto, las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio se mantuvieron estables y alineadas con el tipo de cambio oficial (Gráfico IV.16).

Las ventas acumuladas durante todo el semestre alcanzaron \$us182,2 millones, que equivalen al 1,5% de las RIN al cierre del semestre (0,7% del PIB estimado para el año). Esto contrasta con las ventas del periodo 2001-2005, cuando alcanzaron semestralmente en promedio 23,9% de las RIN

acumuladas a fin de cada semestre, e incluso se sitúan por debajo del promedio semestral de ventas entre 2009 y 2011 (5,1%; Gráfico IV.17).

Respecto a las operaciones cambiarias en el sistema financiero en el primer semestre de 2012, en promedio mensual, las ventas fueron superiores a las compras en \$us35,3 millones. Las ventas mensuales promediaron \$us335,4 millones, considerando los segmentos estándar y preferencial.³⁴ Conviene aclarar que esta posición neta vendedora también se evidenció en la primera mitad de 2011, cuando las ventas alcanzaron en promedio a \$us271,1 millones mensuales, mientras que las compras fueron de \$us254,5 millones, con un saldo neto de \$us16,6 millones (Gráfico IV.18).

Durante todo el semestre, los tipos de cambio promedio ponderados de venta y de compra en el sistema financiero estuvieron dentro del rango fijado por el BCB, con un leve sesgo hacia el alza. Al cierre del primer semestre, el tipo de cambio de compra se situó en 6,91 Bs/\$us por dólar estadounidense, mientras que el de venta igualó al oficial a partir de marzo, situándose en 6,96 Bs/\$us. De esta forma, el tipo de cambio promedio ponderado de ambas operaciones llegó a Bs6,94 por dólar estadounidense (Gráfico IV.19).

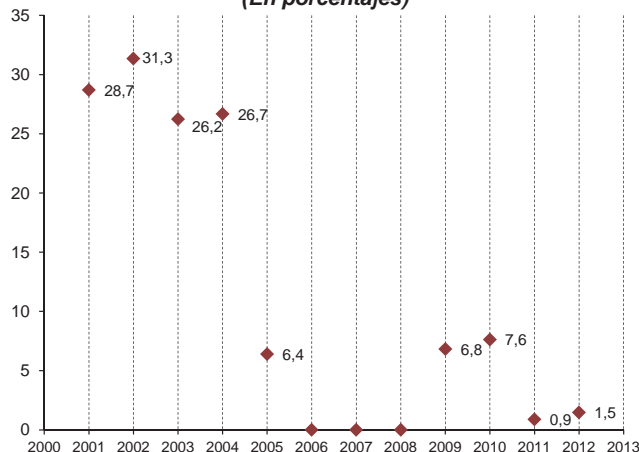
IV.3 OTRAS MEDIDAS

Adicionalmente a las políticas descritas, el Órgano Ejecutivo y el BCB en el transcurso del semestre trabajaron en la aplicación de otras medidas que coadyuven al control de la inflación, anclaje de las expectativas y profundización de la recuperación de la soberanía monetaria, entre las que destacan las que se detallan a continuación:

IV.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo

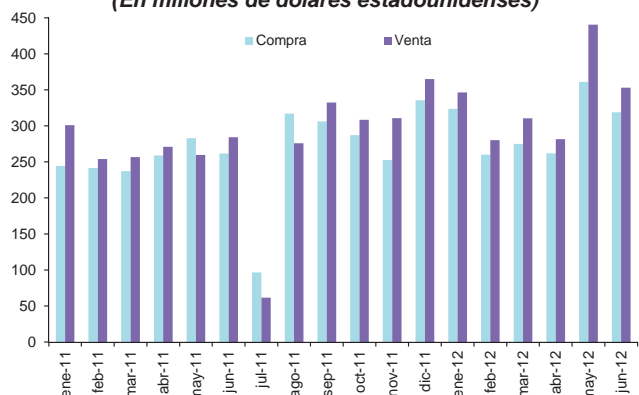
En virtud al mandato constitucional con relación a las garantías que el Estado tiene que prestar a la población en temas de seguridad alimentaria, el Órgano Ejecutivo aplicó las siguientes medidas:

GRÁFICO IV.17: VENTA DE DIVISAS COMO PORCENTAJE DE RIN, ENERO-JUNIO
(En porcentajes)



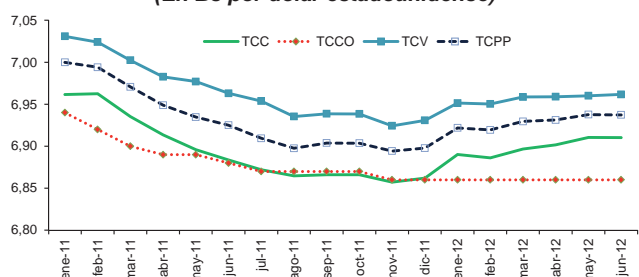
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.18: MONTOS EN OPERACIONES ESTÁNDAR Y PREFERENCIALES
(En millones de dólares estadounidenses)



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

GRÁFICO IV.19: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y DE OPERACIONES ESTÁNDAR Y PREFERENCIALES
(En Bs por dólar estadounidense)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica
NOTA: TCC: tipo de cambio de compra de operaciones estándar y preferenciales
TCV: tipo de cambio de venta de operaciones estándar y preferenciales
TCCO: tipo de cambio de compra oficial
TCVO: tipo de cambio de venta oficial
TCPP: tipo de cambio promedio ponderado

³⁴ Las operaciones cambiarias estándar son aquellas que realizan las entidades financieras en ventanillas y a través de cajeros automáticos. En tanto, las operaciones cambiarias con precios diferenciados son operaciones con clientes preferenciales, con capacidad de negociación.

- La promulgación del Decreto Supremo N°1142 de fecha 15 de febrero de 2012 que autoriza a INSUMOS Bolivia la provisión de azúcar al sector panificador a nivel nacional, con el objetivo de que el pan de batalla se encuentre a disponibilidad de la población boliviana sin sufrir variaciones mayores en sus precios.
- La promulgación del Decreto Supremo N°1120 de fecha 11 de enero de 2012, que aprueba la subvención a la producción y comercialización de productos agropecuarios y sus derivados a precio justo, implementada a través de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA).
- La aprobación de la Ley 232 del 9 de abril de 2012, del Fondo de Revolución Industrial Productiva (FINPRO), con el objetivo de financiar inversión de emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes, contemplando en un inicio la implementación de plantas de industrialización de alimentos, además de concentración y fundición de minerales, producción de textiles e industrialización de la madera.
- La aprobación del Decreto Supremo N° 1163 (de fecha 14 de marzo de 2012) y del Decreto Supremo N° 1223 (de fecha 9 de mayo de 2012), disposiciones originadas ante la constatación de volúmenes de producción superiores a los demandados por el mercado interno, las mismas se explican con mayor detalle en el Capítulo II.

IV.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB

En el marco del nuevo rol que la CPE asigna al BCB, la política comunicacional del Ente Emisor juega un rol importante. De igual forma, la experiencia internacional al respecto señala que la comunicación desde los bancos centrales al público es fundamental para el anclaje de las expectativas.

En este sentido, la interacción con los actores sociales por medio de la difusión del IPM a nivel nacional desde 2006, la producción y difusión masiva de Cartillas Educativas sobre el control de la inflación en 2011 y la promoción de la bolivianización en 2012, además de diferentes actividades de similar naturaleza para la sociedad en su conjunto, permiten al Ente Emisor afianzar su relación con la población boliviana.

Adicionalmente, como parte de la política comunicacional y educativa del BCB, la institución encara los siguientes eventos en el campo intelectual (Cuadro IV.7):

- **XIX Premio Nacional de Investigación.** Convoca a investigadores y tesistas a presentar trabajos de investigación relacionados al acontecer económico nacional, con el objetivo de profundizar el entendimiento de la realidad nacional con relación a las políticas económicas aplicadas en el país. En esta gestión, el tema en la Categoría Abierta se centra en “La relación entre la estabilidad y desarrollo económico en Bolivia”.
- **V Concurso de Ensayo Escolar.** Al igual que en gestiones pasadas, se convocó al concurso con el tema “Impulsando el Desarrollo Económico”.
- **II Concurso de Teatro.** Por segundo año consecutivo el concurso de teatro escolar busca motivar el aprendizaje, comunicación y difusión de aspectos relacionados al acontecer económico nacional. Este año el tema central del concurso es “Los beneficios de la bolivianización”.
- **VI Jornada Monetaria.** Por sexto año consecutivo y en conmemoración del aniversario del BCB, en fecha 19 de julio se realizó la Jornada Monetaria con el tema principal “Estabilidad y Crecimiento Económico”.
- **V Encuentro de Economistas de Bolivia.** En la presente gestión, en la ciudad de Santa Cruz se desarrollará la quinta versión del EEB donde se expondrán múltiples trabajos de investigación y se abordará de manera plenaria el tema “Crecimiento y Desarrollo desde las Regiones”.

CUADRO IV.7: EVENTOS DE RELACIONAMIENTO INSTITUCIONAL DEL BCB EN 2012

Evento	Tema	Lugar
V Concurso de Ensayo Escolar	Impulsando el Desarrollo Económico	Todo el país
II Concurso de Teatro	Beneficios de la Bolivianización	Todo el país
VI Jornada Monetaria	Estabilidad y Crecimiento Económico	La Paz
XIV Premio Nacional de Investigación	La relación entre estabilidad y desarrollo económico en Bolivia (Categoría Abierta)	Todo el país
V Encuentro de Economistas de Bolivia	Crecimiento y Desarrollo desde las Regiones	Santa Cruz

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

IV.3.3 Medidas complementarias

Para apoyar la orientación de las políticas del BCB, se dispusieron las siguientes medidas:

- **Disminución del límite máximo de inversiones en el extranjero de las compañías de seguro.** A través de la R.D. N°16/2012 se redujo el límite máximo de las inversiones en el extranjero para las Compañías de Seguro de 12% a 10% con relación al total de la inversión, como señal que ratifica la orientación contracíclica de la política monetaria.

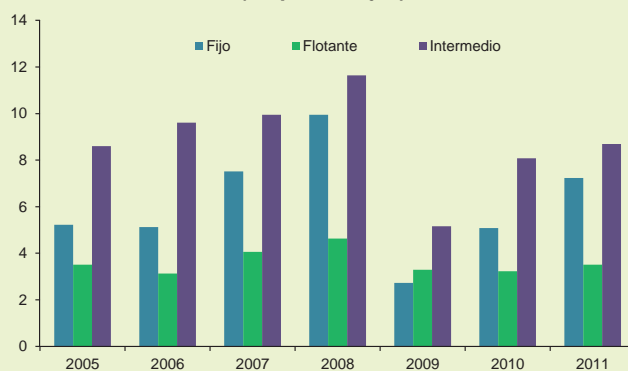
- **Mejor distribución del material monetario.** Mediante la aplicación de la R.D. N°141/2012 se promueve una mejor distribución de billetes en MN, de tal manera que los cajeros automáticos de las entidades de intermediación financiera (EIF) que cuenten con dos o tres bandejas distribuyan billetes de cortes menores hasta cien bolivianos (dependiendo del número de bandejas de sus cajeros). En tanto, las EIF que cuenten con cajeros de cuatro o más bandejas están obligadas a distribuir, en al menos 70% de éstos, billetes de diez, veinte, cincuenta y cien bolivianos. En el resto de sus cajeros éstas (EIF) deben distribuir billetes en MN de los dos primeros cortes, y billetes de cincuenta o de cien bolivianos. Esta medida no prohíbe la distribución de ME mediante cajeros automáticos ni su libre circulación en el territorio nacional.

RECUADRO IV.1 LOS BENEFICIOS DE LA ESTABILIDAD CAMBIARIA

El debate sobre el régimen cambiario apropiado para un país o inclusive un grupo de países ha estado presente en forma permanente en la discusión económica. Existen diversos regímenes, desde aquellos que no utilizan una moneda propia (dolarización como en Ecuador o moneda común como en la Zona del Euro), hasta aquellos en los cuales el mercado determina la paridad cambiaria. En estos extremos se encuentran diversas opciones como tipo de cambio fijo, tipo de cambio deslizante, bandas cambiarias, flexibilidad limitada, entre los principales.

Las posiciones en cuanto a adoptar un régimen cambiario u otro y sus consecuentes efectos sobre otras variables son diversas y han cambiado a lo largo del tiempo. Por ejemplo, pese a que existe evidencia empírica de que regímenes más flexibles son propicios para el crecimiento,³⁵ la experiencia del último sexenio muestra que países con regímenes intermedios obtuvieron, en promedio, mayores tasas de crecimiento respecto a países con tipo de cambio fijo y flexible (Gráfico IV.20).

GRÁFICO IV.20: CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB SEGÚN RÉGIMEN CAMBIARIO
(En porcentajes)



FUENTE: FMI, WEO, septiembre 2011

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Para la clasificación de los regímenes se empleó la «De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks» del FMI

En esta línea, estudios recientes analizan el efecto de la volatilidad del tipo de cambio real en el crecimiento económico de largo plazo para un conjunto de más de 80 economías, encontrando que mayor (menor) volatilidad del tipo de cambio real tiene efectos significativamente negativos (positivos) en el crecimiento económico.³⁶

Por tanto, la estabilidad cambiaria, tanto nominal como real, sería importante para fomentar el crecimiento de largo plazo, evitando sobre-reacciones que puedan ser perniciosas para la actividad económica. Por esta razón y por otros motivos (incluyendo los posibles efectos en la inflación), varios países optaron por moderar las presiones hacia la depreciación de las monedas.

De hecho, el pesimismo sobre el efecto de una depreciación para restaurar equilibrios externos tampoco es reciente. Un estudio de finales del siglo pasado señala tres aspectos que muestran los riesgos de limitar este rol únicamente al tipo de cambio: i) el primero alude a la “demanda de importaciones”; y se relaciona con

³⁵ Por ejemplo, véase Ghosh y otros (2002), *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press); Levy-Yeyati y Sturzenegger (2003), “To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes”, *American Economic Review*, Vol. 93, No. 4, pp. 1173–93; Larrain y Parro (2003), “¿Importa la Opción de Régimen Cambiario? Evidencia para Países en Desarrollo”, *Latin American Journal of Economics*, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile., vol. 40(121), pages 635-645.

³⁶ Schnabl (2008). “Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery” *Economic Systems*, vol. 32(1), pp. 70-91, y Brito y otros (2011). “Growth and exchange rate volatility: a panel data analysis”, *Textos para discussão 296, Escola de Economia de São Paulo*, Fundación Getulio Vargas de Brasil.

el hecho de que si una parte importante de los insumos son importados (como es el caso de Bolivia), una depreciación real implicará resultados adversos en la actividad; ii) el de la “oferta de exportaciones”, que indica que la estructura productiva no cambia rápidamente frente a una depreciación real, cuando las exportaciones se concentran en un número determinado de artículos; y iii) el de la “demanda de exportaciones”, que se refiere a que la demanda mundial no reacciona frente a estos movimientos en el caso de países pequeños y una depreciación real no tendría efectos significativos.³⁷

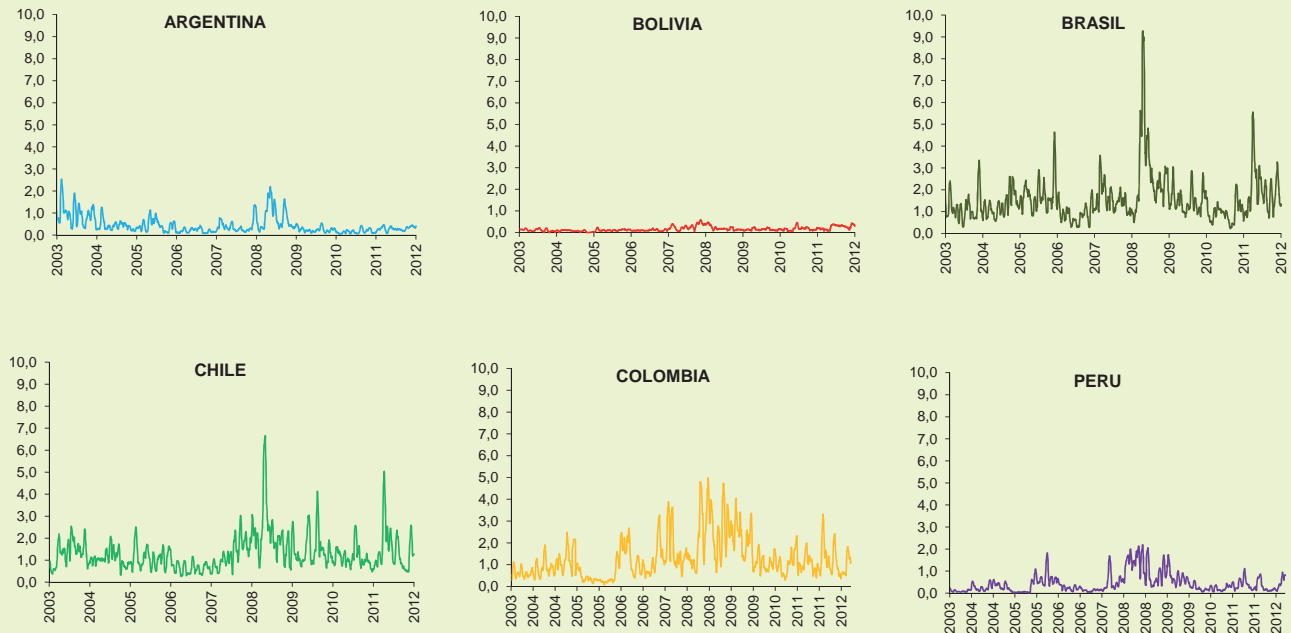
En el caso de la economía boliviana, el régimen cambiario intermedio vigente ha coadyuvado para alcanzar objetivos de política económica importantes como el control de la inflación importada, la promoción de la remonetización financiera y el anclaje de las expectativas en el mercado cambiario, sin descuidar que el tipo de cambio real se sitúe en torno a los niveles de equilibrio.

A partir de mediados de 2005 y con mayor ímpetu desde 2006, la política cambiaria en Bolivia dio un giro en cuanto a su orientación, pasando de un periodo caracterizado por continuas depreciaciones que se extendió por dos décadas, a uno basado en leves apreciaciones y estabilidad de la moneda nacional.

Desde 2006 y hasta mediados de 2012 se suscitaron a nivel internacional distintos acontecimientos: el incremento en los precios internacionales, principalmente de materias primas en 2007-2008 y en 2010-2011; y las crisis económicas y financieras de 2008-2009 y 2011-2012. En los episodios con presencia de presiones inflacionarias externas se realizaron apreciaciones moderadas, mientras que en periodos de incertidumbre se optó por mantener invariante el tipo de cambio para anclar las expectativas.

En general, la administración del tipo de cambio fue prudente lo que permitió que la volatilidad del tipo de cambio sea baja, a diferencia de economías que mantienen un tipo de cambio más flexible (Grafico IV.21).

GRÁFICO IV.21: VARIABILIDAD CAMBIARIA EN PAÍSES SELECCIONADOS^{1/}
(Coeficiente de variación, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - *loomberg*

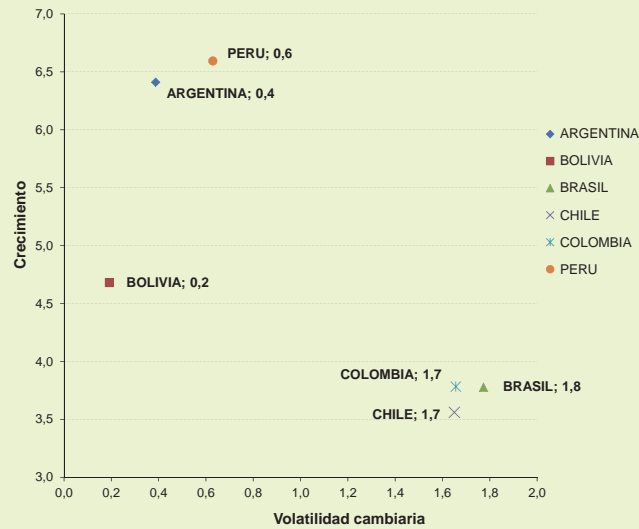
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} Para Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero

³⁷ Ghei y Pritchett (1999) “*The Three Pessimisms: Real Exchange Rates and Trade Flows in Developing Countries*” en Hinkle y Montiel (eds) *Exchange Rate Misalignment*, Oxford University Press.

En línea con la evidencia empírica descrita anteriormente, la baja volatilidad cambiaria fue beneficiosa en términos de estabilidad y crecimiento. En efecto, el crecimiento promedio de la economía boliviana en el periodo 2006-2011 se situó por encima del de varias economías de la región que experimentaron mayor volatilidad cambiaria (Gráfico IV.22), en el contexto de las crisis económicas más importantes de las últimas décadas.

GRÁFICO IV.22: VOLATILIDAD CAMBIARIA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO, 2008-2011
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – *Bloomberg* – FMI (WEO, Abril 2012)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

V. Perspectivas y riesgos de la inflación

Conforme a la orientación prevista en el IPM de enero, se espera que la inflación converja gradualmente a una tasa en torno a 5% al finalizar la gestión, mientras que en 2013 alcanzaría una tasa de 4,5%, levemente superior a la estimada a inicios de año.

Estas proyecciones consideran un entorno internacional caracterizado por el debilitamiento de la actividad económica mundial y la mayor incertidumbre en virtud a los problemas fiscales y financieros en las economías avanzadas. En este contexto, se espera que el crecimiento e inflación externos relevantes para Bolivia sean menores a los de 2011.

En lo que respecta al contexto nacional, se mantienen las favorables previsiones de crecimiento económico para 2012 (entre 5% y 6%), por la fortaleza de la demanda interna, especialmente la inversión pública y privada, y el impulso de las exportaciones de gas que se mantendrían por su importancia en los mercados de destino. Para 2013 el crecimiento se situaría entre 4,8% y 6,2%, explicado por similares factores que impulsarían el crecimiento en 2012 y el dinamismo de otras actividades.

Entre los riesgos relativos a la evolución futura de la inflación, se pueden mencionar: i) hacia el alza, la continuidad de las presiones de demanda interna, factores climatológicos adversos que podrían afectar a la oferta de alimentos, ajustes de precios relativos y presiones inflacionarias de origen externo propiciadas por la apreciación de las monedas de los socios comerciales debido a los mayores inlfujos de capital provenientes de las economías avanzadas; y, ii) hacia la baja, un deterioro más agudo de la actividad económica en economías avanzadas y emergentes con el consecuente efecto sobre los precios internacionales de las materias primas.

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

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

FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2012 y actualización de julio de 2012), *Latin American Consensus Forecast* (junio de 2012), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2012) y *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2012).

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Considera los datos de junio de 2012. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2012

^{2/} Considera los datos de abril de 2012. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2012

^{3/} Considera los datos de julio de 2012. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2012

^{4/} Crecimiento promedio anual ponderado de trece 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*

La política monetaria del BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, mantendrá el balance entre el objetivo de una inflación que converja gradualmente a su meta de mediano plazo y el de contribuir al dinamismo de la actividad económica. Por su parte, la política cambiaria contribuirá con este propósito manteniendo estables las expectativas en el mercado cambiario, promoviendo la estabilidad del sistema financiero y preservando el proceso de bolivianización, además de evitar movimientos bruscos y desalineamientos persistentes del tipo de cambio real.

Este capítulo presenta las perspectivas más probables de la inflación para el bienio 2012-2013, contemplando los resultados alcanzados en el primer semestre de 2012 y el comportamiento previsto para las variables económicas de mayor relevancia en el análisis de precios. El capítulo incluye también el balance de los principales riesgos de índole externa e interna que podrían afectar la trayectoria prevista de la inflación.

V.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

Según organismos internacionales y entidades privadas especializadas, las perspectivas sobre la economía mundial durante 2012 reflejan un crecimiento en términos generales similar al previsto en el IPM de enero de 2012 (Cuadro V.1), aunque en un entorno de mayor incertidumbre.

Respecto a las economías avanzadas, las proyecciones apuntan a un crecimiento de 1,4% debido a la incertidumbre en los mercados financieros, el desapalancamiento del sistema bancario y las medidas de consolidación fiscal actualmente en curso, con una gradual recuperación en torno a 1,9% para 2013.³⁸ Dentro de este grupo de países, destaca el desempeño de la Zona Euro, la cual experimentará una contracción en 2012, especialmente en las economías con severos problemas fiscales y financieros, para luego registrar un modesto crecimiento el siguiente año. Por el contrario, las perspectivas de crecimiento de Japón son mejores gracias al proceso de reconstrucción luego de los desastres naturales sufridos en 2011. En

³⁸ Este escenario fue proyectado bajo los supuestos de que las autoridades de la Zona Euro adoptarán suficientes medidas de política para impedir el deterioro de la situación financiera y económica de la Zona.

relación al crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo, las previsiones se revisaron moderadamente a la baja debido a factores como la agudización de la incertidumbre en los mercados financieros, el menor flujo de capitales y el deterioro de la demanda externa. Empero, su crecimiento continuará siendo el motor de la recuperación mundial, en la medida que las políticas económicas en países emergentes sean efectivas.

En el caso de China, la solidez de la demanda interna, las posturas prudentes de la política monetaria y proactiva de la política fiscal, darían un impulso a la dinámica de la economía para compensar la desaceleración originada en un debilitado contexto externo. Por su parte en India, el crecimiento se desaceleraría con mayor intensidad debido a la menor fortaleza de su demanda interna.

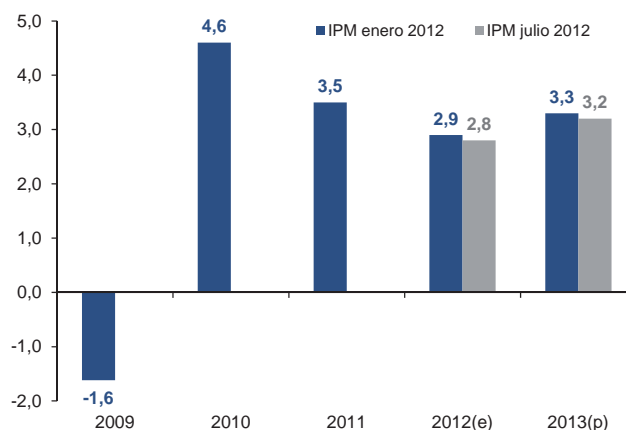
En la misma línea, las perspectivas apuntan a que el crecimiento en las economías de América Latina será respaldado por la fortaleza de la demanda interna, lográndose un aterrizaje suave en la región durante la presente gestión, para luego repuntar en 2013. En este contexto, la CEPAL proyecta que la tasa de crecimiento de la región estaría en torno a 3,7% en 2012, mientras que el FMI proyecta 3,4%, menores a la expansión de 4,5% observada en 2011.

Sin embargo, la situación al interior es heterogénea. El comportamiento positivo de países como Colombia, México, Perú y Venezuela, contrasta con la desaceleración en Brasil y la caída más marcada en Argentina, de 8,9% en 2011 a un rango entre 2% y 4% en 2012. Respecto a esta última, la disminución de la confianza del consumidor y las restricciones a las importaciones desempeñarán un papel importante.

En este marco, las previsiones sobre el crecimiento externo relevante para Bolivia en 2012 y 2013 (2,8% y 3,2%, respectivamente) son similares a las publicadas en el IPM de enero de 2012. Estas previsiones son consistentes con el desempeño esperado de los principales socios comerciales, tanto de economías avanzadas como de países vecinos (Gráfico V.1).

Con relación a los precios de las materias primas, se estima que la disminución observada continúe a lo largo de 2012, en línea con las menores perspectivas de crecimiento en las economías emergentes, especialmente en Asia.

GRÁFICO V.1: CRECIMIENTO DEL PIB EXTERNO RELEVANTE PARA BOLIVIA (Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países. FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2012). *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2012). JPMorgan, *Global Data Watch* (junio de 2012)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano del crecimiento de trece socios comerciales del E.P. de Bolivia
(p) proyectado
(e) estimado

CUADRO V.2: INFLACIÓN EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación promedio anual, en porcentaje)

	2011	2012(e)		2013(e)	
		CF ^{1/}	FMI ^{2/}	CF ^{1/}	FMI ^{2/}
Economía Mundial	4,4	3,1	4,0	3,0	3,4
Economías Avanzadas	2,7	n.d.	2,0	n.d.	1,6
Estados Unidos	3,0	2,2 (1,9)	1,9 (0,9)	2,0 (1,9)	1,9 (1,0)
Zona del Euro	2,7	2,3 (1,9)	1,9 (1,5)	1,7 (1,7)	1,5 (1,7)
Japón	-0,2	0,1 (-0,3)	0,2 (-0,2)	0,0	0,1 (0,1)
Economías emergentes y en desarrollo	7,1	n.d.	6,2	n.d.	5,6
China	4,1	3,3 (3,5)	3,5 (3,0)	3,6 (3,7)	2,5 (3,0)
India	6,6	7,6 (7,2)	8,5 (8,5)	6,9	6,3 (5,9)
América Latina y el Caribe	6,7	6,8	6,3	6,2	5,9
Argentina	9,8	10,0 (10,3)	10,3 (11,0)	10,2	10,3 (11,0)
Brasil	6,5	5,1 (5,3)	5,0 (4,5)	5,4	5,0 (4,5)
Chile	4,4	3,3 (3,0)	3,2 (3,1)	3,1	3,0 (3,0)
Colombia	3,7	3,3 (3,5)	3,1 (3,1)	3,3	3,1 (3,0)
México	3,8	3,7 (3,7)	3,6 (3,0)	3,7	3,1 (3,0)
Perú	4,7	3,1 (2,7)	2,6 (2,5)	2,7	2,3 (2,0)
R.B. de Venezuela	25,2	25,6 (29,0)	33,4 (24,0)	30,3	28,7 (23,7)
Inflación relevante para el E.P. de Bolivia ^{3/}	6,1	0,4 (-0,8)		2,2 (2,9)	

FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2012). *Latin American Consensus Forecast* (junio de 2012). *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2012).

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Considera los datos de junio de 2012. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2012

^{2/} Considera los datos de abril de 2012. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2012

^{3/} Crecimiento promedio anual ponderado de trece 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*

En lo que atañe al comportamiento del precio internacional del petróleo, el descenso en los últimos meses respondió a la mejora de las condiciones de oferta en los principales países exportadores y los menores riesgos geopolíticos en el Medio Oriente. Sin embargo, las previsiones de organismos internacionales y entidades privadas señalan que el precio internacional se mantendrá en niveles elevados. En efecto, el FMI prevé un precio promedio del WTI de \$us102 y \$us94 el barril para 2012 y 2013, respectivamente.

Respecto a los metales, la disminución estimada se explica por la moderación en el crecimiento de la demanda externa. Finalmente, en lo que respecta a precios de *commodities*, las condiciones de la oferta de productos agrícolas continuarían siendo favorables, estimándose una cosecha global para la temporada 2012-2013 mayor en 2,8% respecto a la actual.

En línea con las expectativas del comportamiento de los precios internacionales de las materias primas y el escenario de crecimiento moderado, las presiones inflacionarias se mantendrían en niveles bajos (Cuadro V.2).

En este sentido, se estima que la inflación externa relevante para Bolivia,³⁹ que estuvo en torno a 6,1% en 2011, descendería de manera importante hasta 0,4% al cierre de 2012, aunque ajustándose levemente hacia el alza respecto a la proyección del IPM de enero de 2012 (-0,8%; Gráfico V.2).

Ante este panorama, caracterizado por una moderación del crecimiento económico y reducción de presiones inflacionarias, se prevé que la política monetaria en general se mantenga acomodaticia a lo largo de 2012.

En este sentido, las economías avanzadas sostendrían sus tasas de interés de referencia en niveles bajos y continuarán aplicando medidas no convencionales para estimular la demanda. Específicamente, la Fed de EE.UU. anunció que mantendría en niveles mínimos sus tasas de interés hasta finales de 2014 y extendería su “Operación Twist” hasta fines de 2012.

³⁹ Medida como la variación porcentual interanual del Índice de Precios Externos (IPE) estimado por el BCB.

En el caso de las economías emergentes, se prevé que las tasas de interés permanecerán estables o disminuirán levemente. En Brasil, además de las fuertes disminuciones de tasas a niveles históricamente bajos, el gobierno adoptó medidas adicionales (modificación de la remuneración de las cuentas de ahorro), para coadyuvar a un mayor impacto en la actividad económica.

Finalmente, el endurecimiento esperado de la política fiscal en el período 2012 – 2013 estará concentrado en las economías avanzadas, destacando los países de la Zona Euro. Asimismo, dado el fracaso de la “Super-comisión” bipartidaria del Congreso de EE.UU. en 2011 en elaborar un plan de mediano plazo para la reducción del déficit fiscal en \$us1,2 billones en un lapso de diez años, se espera la aplicación automática de mecanismos de recortes forzados en varios sectores y programas de gasto fiscal a partir de 2013, en el caso de que hasta fin de año no se logre un acuerdo.

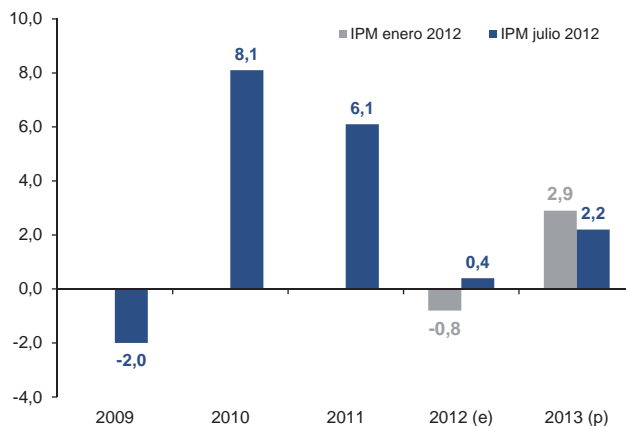
Al contrario, en Japón se espera una menor moderación del gasto, dadas las necesidades relacionadas con la reconstrucción después de los desastres naturales de 2011; y políticas mucho menos restrictivas en las economías de mercados emergentes con el objetivo de incentivar el crecimiento económico.

V.2 CONTEXTO NACIONAL

La previsión del crecimiento boliviano para 2012, estimada conjuntamente entre el Órgano Ejecutivo y el BCB, se sitúa entre 5% y 6%. En ese sentido la elaboración del Presupuesto General del Estado 2012 y su reformulación considera como referencia un crecimiento de 5,5%. Éste se basa en el buen desempeño de la actividad observada al primer cuatrimestre de 2012 y las previsiones de mayor dinamismo en la ejecución de inversión pública hacia fines de gestión. Las estimaciones de otras instituciones prevén un crecimiento menor (entre 4,4% y 5,0%), basadas en extrapolaciones que no consideran los aspectos mencionados.

En tal sentido, es oportuno remarcar que la proyección de crecimiento del E.P. de Bolivia para el año 2012 no sólo supera al promedio regional previsto, sino que también se constituye en una de las más elevadas de la región (Gráfico V.3).

GRÁFICO V.2: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación promedio, en porcentaje)

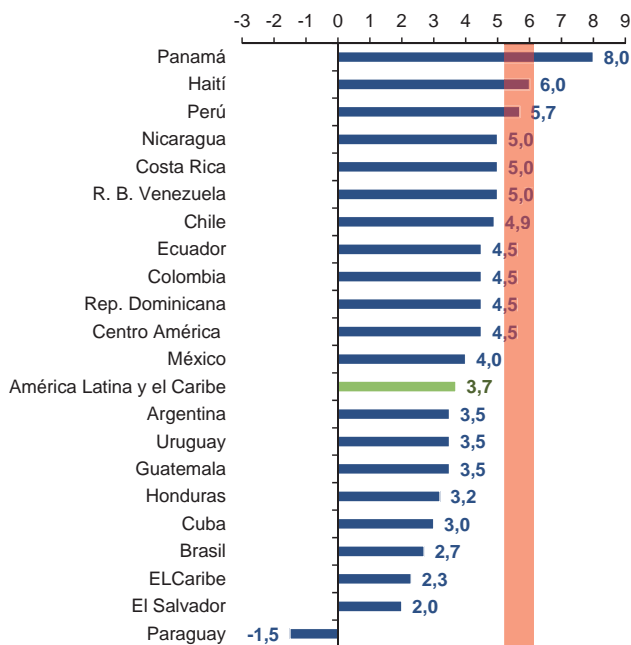


FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países. FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2012). *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2012). JPMorgan, *Global Data Watch* (junio de 2012)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de trece socios comerciales del E.P. de Bolivia
(p) proyectado
(e) estimado

GRÁFICO V.3: CRECIMIENTO DEL PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2012
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: CEPAL, Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe (junio de 2012) 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 PIB boliviano según estimaciones oficiales

Las proyecciones oficiales para Bolivia fueron evaluadas en el contexto del escenario económico internacional descrito. Se consideró de forma particular los desempeños de la actividad económica en Brasil y Argentina, que presentan desaceleraciones en sus crecimientos. Sin embargo, la continuidad de la demanda de gas natural por parte de estos países, garantizada en los respectivos contratos, sustenta esta previsión.

Por sectores, el crecimiento previsto estaría respaldado en la continuidad del dinamismo del sector de Servicios financieros, explicado por el aumento sostenido de las colocaciones y captaciones. En lo inherente a las actividades extractivas, la producción de hidrocarburos alcanzaría niveles similares a los registrados en el primer trimestre de 2012; y las operaciones en la minería tenderían a normalizarse paulatinamente. A su vez, la puesta en marcha de proyectos en el sector eléctrico, en el marco del Plan de Expansión del Sistema Interconectado Nacional (SIN), mantendría la dinámica del rubro.

Por el lado del gasto, el crecimiento continuaría siendo impulsado por la demanda interna. El consumo privado mantendría el liderazgo registrado en el primer trimestre. La ejecución de importantes proyectos de inversión pública junto a la canalización de recursos por parte del sistema financiero hacia la iniciativa privada, permitirían que la Formación Bruta de Capital Fijo incida de manera importante en el crecimiento, como ha ocurrido en los últimos años.

Finalmente, las previsiones para 2013 dan cuenta que el crecimiento sería similar al del presente año (5,5%), en el rango de 4,8% y 6,2%. Además de los factores considerados para 2012, el crecimiento se sustentaría en: i) la ejecución de proyectos de gran envergadura, fundamentalmente en el sector minero; ii) la puesta en marcha de proyectos de electrificación en las diferentes etapas de la industria eléctrica;⁴⁰ iii) la recuperación del complejo polimetálico en la minería; y, iv) la ampliación de las capacidades existentes de refinación y tratamiento de hidrocarburos en las principales refinerías del país.

⁴⁰ Estos proyectos permitirán ampliar la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica. Un hecho importante en el rubro, será la incorporación de Tarija a la generación de energía eléctrica del SIN.

En cuanto al desempeño del sector externo, se estima que el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuiría hasta alrededor de 0,1% del PIB en 2012, debido principalmente al incremento de las importaciones de bienes de capital e intermedios y, en menor medida, a la reducción de las remesas de trabajadores por los problemas de desempleo que enfrenta España y las restricciones cambiarias en Argentina. En 2013 se prevé mayores importaciones para dar continuidad a los programas de inversión (Cuadro V.3).

Por su parte, la política monetaria mantendrá el balance entre el objetivo de una tasa de inflación que converja gradualmente a su meta de mediano plazo y el de contribuir al dinamismo de la actividad económica, generando condiciones favorables en el marco de sus competencias. A su vez, la política cambiaria continuará orientada a amortiguar eventuales presiones inflacionarias de origen externo y a profundizar el proceso de bolivianización, sin generar movimientos bruscos o desalineamientos persistentes en el tipo de cambio real.

V.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

La presente sección perfila la evolución más probable que podría seguir la inflación a lo largo del bienio 2012-2013. Para tal efecto, se considera el análisis previo del contexto interno y externo a la economía nacional, en virtud a su influencia en la determinación de la variación de precios.

En tal sentido, en lo que concierne al escenario más plausible para el segundo semestre de 2012, se espera que la inflación interanual continúe al interior del intervalo proyectado en el IPM de enero de 2012, ascendiendo suavemente hasta una tasa en torno al 5% al finalizar el año. Por su parte, para 2013 se prevé que en los primeros tres meses del año tendría lugar una serie de incrementos paulatinos en la inflación, que darían paso a un posterior escenario caracterizado por descensos graduales, alcanzando a fines del año una tasa de 4,5%, levemente superior a la meta de mediano plazo de la economía boliviana (4%), a la que se convergería en 2014.

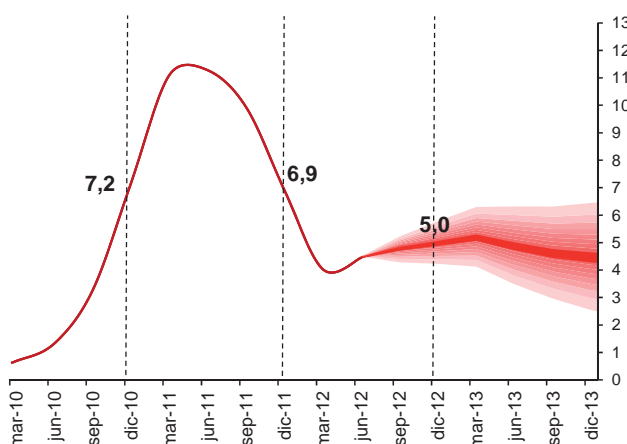
Con relación a los determinantes internos que sustentan la trayectoria esperada de la inflación, se prevé una tendencia a la estabilidad en el ritmo de variación del núcleo hacia el último trimestre de 2012.

CUADRO V.3: PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS
(En porcentajes del PIB)

	2005-2010	2011	2012 e
Cuenta Corriente	8,3	2,2	0,1
Balance Global	10,8	8,6	0,2
Exportaciones de Bienes	32,9	34,5	34,1
Importaciones de Bienes	26,9	31,8	32,5
Inversión Extranjera Directa (neta)	1,8	3,6	4,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica
NOTAS: (e) estimado

GRÁFICO V.4: 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

En su interior, los segmentos de servicios ejercerían presiones acotadas para el alza de precios, que tendrían a moderarse en la medida que concluya el proceso de ajuste de precios relativos del sector. Precisamente este ajuste fue uno de los riesgos hacia el alza anticipados en el IPM de enero de 2012, que llegó a materializarse en el primer semestre del año y que aún explicaría en parte el comportamiento de la inflación en los próximos meses.

Asimismo, dadas las perspectivas favorables de crecimiento de la oferta agropecuaria doméstica, se atenuarían las presiones inflacionarias originadas en el rubro de alimentos, con la salvedad de incrementos transitorios focalizados en productos específicos y que responderían a los efectos de eventos climatológicos adversos. En el mismo sentido, se espera la continuidad de la desaceleración de la variación de los precios de algunos insumos para la construcción.

Por su parte y en lo que concierne al contexto externo, éste se caracterizaría por una moderada dinámica en la actividad económica global, con mercados internacionales de commodities que presentarían una tendencia hacia la baja o la estabilidad (dependiendo del tipo de producto) en sus precios. En conjunto, estos elementos determinarían un contexto de presiones inflacionarias externas de magnitud moderada a lo largo de los próximos trimestres.

En este sentido, la evaluación cuantitativa y cualitativa denota que en el escenario más probable la inflación se posicionaría alrededor del 5% a fines de 2012, en un rango entre 4,25% y 5,75%; en tanto que en 2013 cerraría en torno al 4,5%, en un intervalo entre 2,5% y 6,5% (Gráfico V.4). En tal sentido, se ratifica la proyección de inflación de 5% para 2012 anunciada en el IPM de enero, mientras que se ajusta levemente al alza la proyección para 2013 anticipada en esa oportunidad (4%).

V.4 BALANCE DE RIESGOS

La sección anterior expuso la trayectoria más plausible que podría seguir la inflación en el bienio 2012-2013. Con el propósito de incorporar al análisis el margen de incertidumbre inherente a la evolución futura de la variación de precios, en este apartado se realiza un balance que toma en cuenta los riesgos existentes (internos y externos, al alza y baja) que podrían

llevar a que la inflación futura difiera con relación al escenario proyectado en el acápite anterior.

En lo que concierne a los riesgos al alza, aquellos propios del contexto externo se asociarían con mayores inyecciones de liquidez en las economías avanzadas y crecientes influjos de capital hacia la región, que podrían generar presiones hacia la apreciación de las monedas de los socios comerciales, lo cual se traduciría en mayor inflación importada. Por su parte, entre los riesgos internos al alza puede señalarse la continuidad de presiones de demanda interna, los efectos de eventos climatológicos adversos sobre la oferta doméstica de alimentos y la posibilidad de ajustes de precios relativos, en particular en aquellos artículos que se encuentran rezagados respecto a la evolución del IPC.

Por otra parte, entre los riesgos a la baja vinculados con el entorno externo se encuentra el deterioro más pronunciado de la actividad económica en economías avanzadas y emergentes con el consecuente efecto sobre los precios internacionales de las materias primas.

Al cierre del presente IPM, el análisis cualitativo indica que los anteriores riesgos están parcialmente sesgados hacia el alza para el año 2012, en tanto que en 2013 éstos se encontrarían balanceados.

Es importante señalar que el Órgano Ejecutivo y el BCB examinan de forma permanente la variación de precios y los riesgos asociados con dicha evolución, junto con las perspectivas de crecimiento. De materializarse los riesgos señalados u otros, emplearán los instrumentos de política a su disposición para contrarrestar sus 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" de la economía boliviana.

Abreviaturas y siglas de uso frecuente en esta publicación

\$us	Dólares estadounidenses
€	Euro
AFIP	Administración Federal de Ingresos Públicos (Argentina)
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
APEC	Asesoría de Política Económica
Bbl	Barriles
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BCRA	Banco Central de la República Argentina
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BEA	Base del Encaje Adicional
BM	Banco Mundial
Bs	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
CAP	Coefficiente de Adecuación Patrimonial
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
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
E.P. DE BOLIVIA	Estado Plurinacional de Bolivia
EASBA	Empresa Azucarera San Buenaventura
EE.UU.	Estados Unidos
EEB	Encuentro de Economistas de Bolivia
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EIF	Entidades de Intermediación Financiera
EFISF	Mecanismo de Facilidad Europea de Estabilización Financiera (<i>The European Financial Stability Facility</i>)

EFSM	Mecanismo de Estabilización Financiera Europea (<i>European Financial Stabilisation Mechanism</i>)
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
ENARSA	Energía Argentina Sociedad Anónima
ENDE	Empresa Nacional de Electricidad de Bolivia
EPNE	Empresas Públicas Nacionales Estratégicas
ESM	Mecanismo Europeo de Estabilidad (<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	Banco de la Reserva Federal
FINPRO	Fondo de Revolución Industrial Productiva
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>)
G7	Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón y Reino Unido
GNV	Gas Natural Vehicular
GOM	Gerencia de Operaciones Monetarias
GSA	Hace referencia al contrato firmado con PRETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
GWh	Gigavatio hora
Has.	Hectáreas
HIPC	Países en vías de desarrollo altamente endeudados (<i>Heavily Indebted Poor Countries</i>)
ICC	Índice del Costo de la Construcción
IED	Inversión Extranjera Directa
IGAE	Índice Global de Actividad Económica
INE	Instituto Nacional de Estadística
INDEC	Instituto Nacional de Estadística y Censos (Argentina)
IOF	Impuesto a Operaciones Financieras (Brasil)
IP	Índice de Precios
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/c	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación sin hidrocarburos de Bolivia

IPPIM	Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero
ITCER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
LB	Libra
LEBAC	Letras del Banco Central (Argentina)
LF	Libra Fina
LT	Letras del Tesoro
LTRO	Operaciones de refinanciamiento a largo plazo (<i>Long Term Refinancing Operation</i>)
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
MDRyT	Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
MMBTU	Millones de BTU (<i>Millions of British Thermal Units</i>)
MMm3/d	Millones de metros cúbicos por día
MN	Moneda Nacional
MPC	Millón de pies cúbicos
MULC	Mercado Único y Libre de Cambios
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
OSEA	Obligaciones Sujetas a Encaje Adicional
OTF	Onza Troy Fina
p	Proyectado
p/	Cifras preliminares
p.e.	Por ejemplo
pb	Puntos básicos o puntos base
PEC	Programa de Estabilidad y Crecimiento
PETROBRAS	Petróleo Brasileiro S.A.
PIB	Producto Interno Bruto
PMI	Índice de Gerentes de Compra (<i>Purchasing Managers Index</i>)
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>
SELIC	Sistema Especial de Liquidación y Custodia del Banco Central de Brasil

SIN	Sistema Interconectado Nacional
SPNF	Sector Público No Financiero
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TGE	Tesoro general del Estado
Tm	Toneladas Métricas largas
TN	Toneladas
UE	Unión Europea
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
VAREX	Variación de existencias
WTI	West Texas Intermediate
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