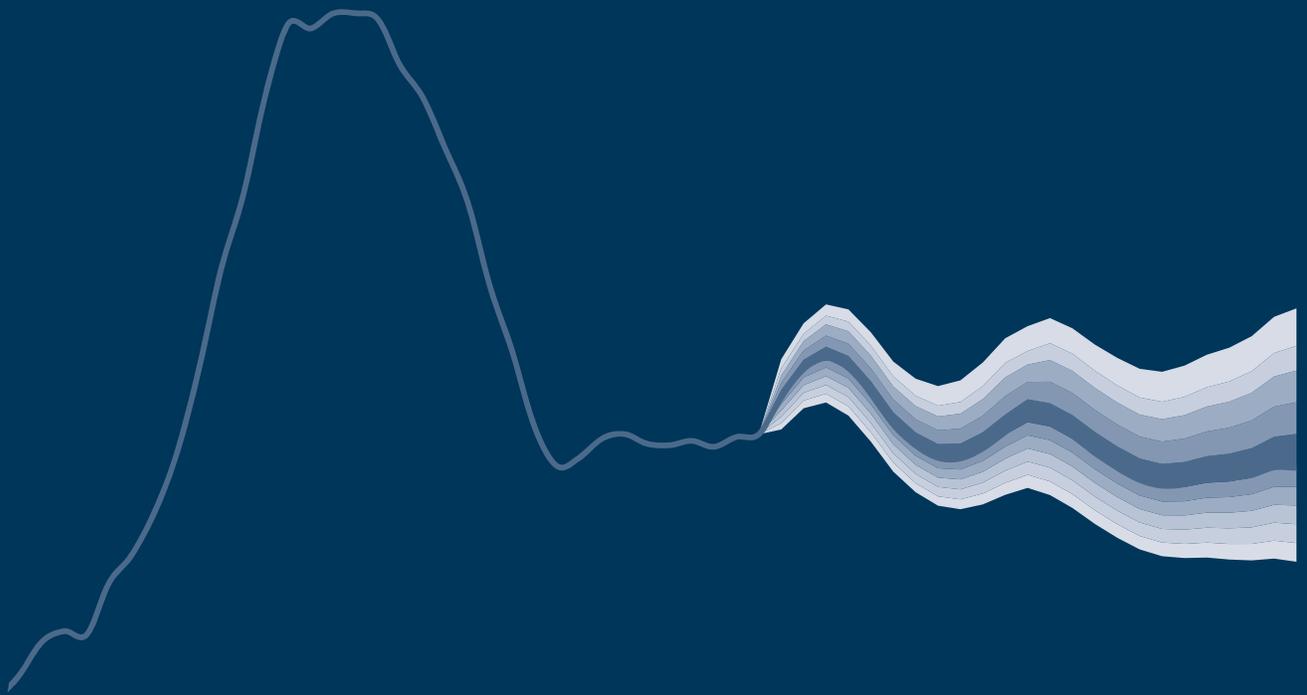


INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2013

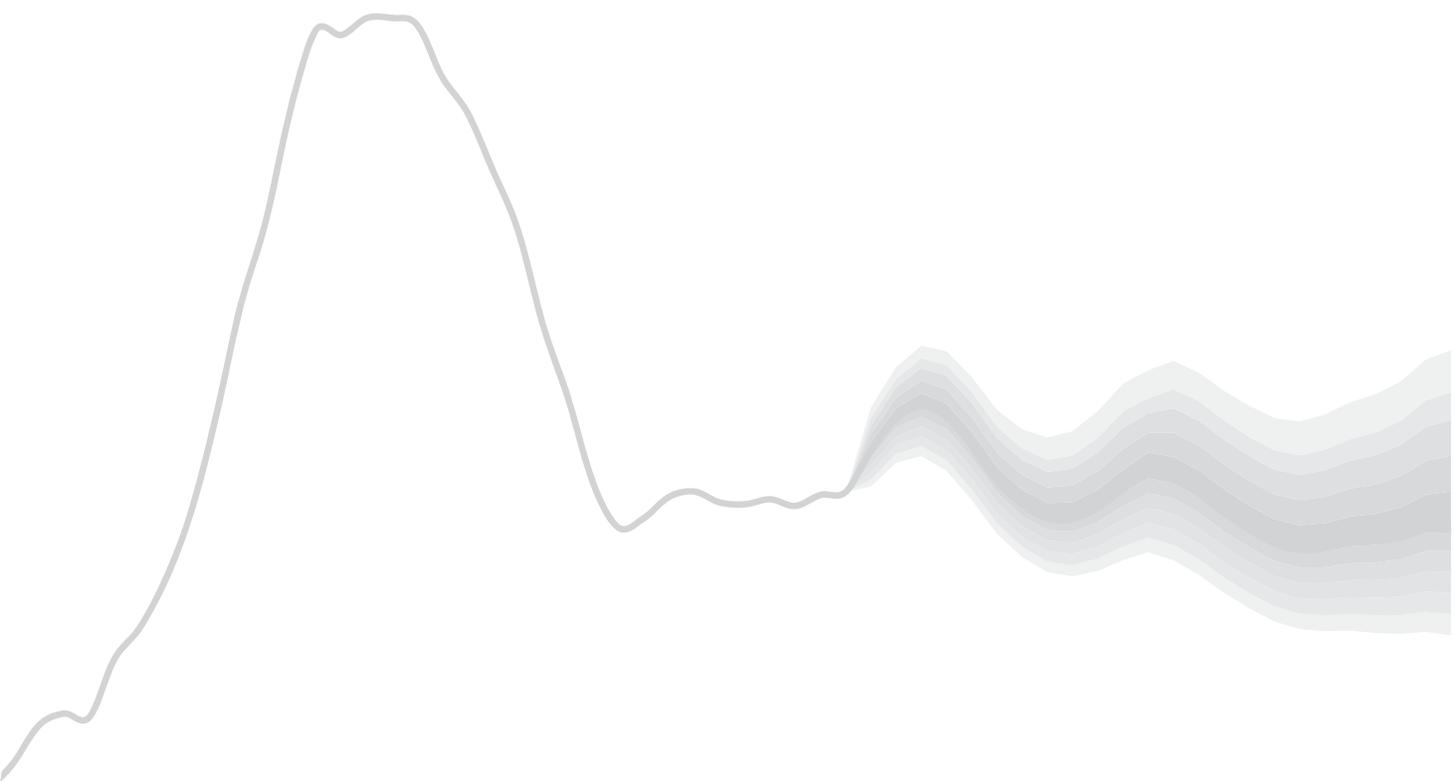


BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

ENERO 2013

Banco Central de Bolivia



**Informe de Política Monetaria
Enero 2013**

400 copias impresas

Fecha de Publicación • Febrero 2013

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 Relacionamiento 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.....	10
I.3 Inflación internacional y política monetaria	13
I.4 Mercados financieros y movimientos de capitales	17
Recuadro I.1: Las políticas de austeridad en entredicho	23
II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	25
II.1 Contexto y evolución reciente de la inflación	26
II.2 Indicadores de tendencia inflacionaria	27
II.3 Inflación por divisiones del IPC	29
II.4 Inflación por ciudades	30
II.5 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias.....	31
II.5.1 Precios al productor industrial manufacturero.....	31
II.5.2 Índice de costos de producción.....	32
II.5.3 Índice de precios de actividades remuneradas.....	33
II.6 Factores que explican la evolución reciente de la inflación	34
II.6.1 Ajuste de precios relativos en el sector de servicios	34
II.6.2 Comportamiento estable de las cotizaciones internas de los alimentos	36
II.6.3 Reducidas presiones inflacionarias de origen externo.....	39
II.6.4 Expectativas moderadas del público.....	42
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO	43
III.1 Actividad económica y gasto	44
III.1.1 Actividad económica.....	44
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto.....	46
III.2 Balanza de pagos.....	46
III.3 Intermediación financiera	48
III.4 Agregados monetarios	50
Recuadro III.1: Intermediación financiera y política monetaria en Bolivia.....	52

IV. POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA	55
IV.1 Política monetaria	56
IV.1.1 El programa monetario.....	58
IV.1.2 Operaciones de mercado abierto.....	61
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.....	69
IV.3 Otras medidas.....	70
IV.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo	70
IV.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB	72
Recuadro IV.1: La heterodoxia de la política monetaria en Bolivia	74
Recuadro IV.2: Arbitraje cambiario.....	77
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	81
V.1 Contexto internacional	82
V.2 Contexto nacional	86
V.3 Perspectivas de la inflación.....	88
V.4 Balance de riesgos.....	89
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE USO FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN.....	91

Presentación

El Banco Central de Bolivia (BCB) en el marco de lo establecido en la Constitución Política del Estado tiene como objetivo “*mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social*”. Para cumplir con el mandato, el BCB implementa las políticas monetaria y cambiaria, realizando un balance cuidadoso entre los objetivos de mantener una inflación baja y estable y, apuntalar el dinamismo de la actividad económica.

Estas políticas se han caracterizado por la coordinación que se realiza con el Órgano Ejecutivo a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP); por su carácter contracíclico, ya que se orientan a mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos y, por sus elementos heterodoxos, al incluir nuevos instrumentos y aplicaciones diferenciadas de instrumentos ya existentes.

En el marco de la difusión de las políticas antes mencionadas, el BCB publica en los meses de enero y julio de cada año el Informe de Política Monetaria (IPM), documento en el que se explica sobre los principales factores que influyen en la trayectoria de la inflación, analizando el contexto internacional, el desempeño de la actividad económica interna y las políticas económicas implementadas. Asimismo, considerando lo anterior, presenta las perspectivas de inflación y crecimiento económico para los próximos dos años. Adicionalmente, incluye recuadros que analizan con mayor detalle algunos temas relevantes para la economía boliviana, e incorpora como en otras ediciones, el Resumen Ejecutivo en tres idiomas nativos (Aymara, Quechua y Guaraní) y en inglés.

En este sentido, tiene como objetivo exponer a la población las medidas de política aplicadas y los resultados alcanzados, constituyéndose no sólo en el medio con el cual el Ente Emisor realiza compromisos con la sociedad sobre los objetivos que se propone, sino también en uno de los principales instrumentos de relacionamiento con la misma, en lo que a transparencia, rendición de cuentas y control social se refiere. Por ello, su difusión es realizada por autoridades del BCB en todas las ciudades capitales del país en presentaciones en las que participan organizaciones sociales, gremios empresariales, estudiantes universitarios, entidades financieras y medios de comunicación, entre otros.

En esta oportunidad, el IPM destaca el cumplimiento de los objetivos de inflación y crecimiento; señalando además, que las metas cuantitativas del Programa Fiscal-Financiero 2012 fueron alcanzadas con márgenes. El cumplimiento de tales objetivos, es producto de la coordinación entre las políticas cambiaria, monetaria y fiscal, cuya efectividad se plasma en los resultados de remonetización (Bolivianización) de la economía, dinamismo del Sistema Financiero y continuo crecimiento económico.

Adicionalmente, se impulsaron otras medidas y actividades orientadas a mejorar los resultados antes descritos, así como cumplir con el rol social del BCB. Destacan la venta de títulos de forma directa al público, la cual apuntó a “democratizar la política monetaria”; las medidas del Órgano Ejecutivo orientadas a asegurar la soberanía y seguridad alimentaria y; actividades educativas y de orden académico, con importantes resultados desde el punto de vista social.

De esta manera, se alcanzaron resultados destacables empleando un enfoque distinto al paradigma de la economía clásica y ortodoxa, caracterizada por un banco central preocupado sólo por la inflación.

En 2013, continuará siendo fundamental la coordinación de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria. En un entorno internacional caracterizado por menor incertidumbre y relativa recuperación, principalmente por el dinamismo de las economías

emergentes y, en menor medida, de las economías avanzadas, se prevé un mayor crecimiento de la economía, conservando la inflación en un nivel similar al observado en 2012.

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

La Paz, enero de 2013

Importante

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

Resumen Ejecutivo

Después de presentar algunos signos de recuperación durante el primer trimestre de 2012, la actividad económica mundial experimentó un nuevo debilitamiento, producto de la continuidad de la crisis de deuda soberana en la Zona Euro, los moderados indicadores de actividad económica de EE.UU. y la desaceleración en el ritmo de crecimiento de las economías emergentes a raíz del debilitamiento de la demanda externa global. En este sentido y en línea con las perspectivas del Informe de Política Monetaria (IPM) de julio, el crecimiento económico mundial estimado de 2012 (3,2%) fue menor al de la gestión anterior (3,9%).

Concordante con la desaceleración de la demanda externa global y las menores perspectivas de crecimiento tanto en economías avanzadas como emergentes, en 2012 las variaciones de precios se estabilizaron, registrando en ambos casos menores tasas en relación a las observadas un año antes.

En ese sentido, los principales bancos centrales de economías avanzadas y emergentes mantuvieron una orientación expansiva en sus políticas, reflejada en bajas tasas de interés y la aplicación de medidas no convencionales, con el objetivo de estimular la demanda agregada y estabilizar sus mercados monetarios y financieros.

Una de las principales características de los mercados financieros mundiales fue la incertidumbre reinante, resultado de la débil implementación de medidas para enfrentar la crisis de deuda soberana en la Zona Euro, las negociaciones en el Congreso de EE.UU. para evitar el “abismo fiscal” y la volatilidad en las perspectivas de crecimiento mundial de las economías más importantes.

Los cambios en las expectativas de crecimiento, impulsaron a que los inversionistas busquen activos

más seguros y se refugien en el dólar estadounidense, provocando que esa divisa se aprecie a mediados de la gestión. El comportamiento en la región fue diferenciado, algunas monedas se depreciaron en términos acumulados (Brasil y Argentina), mientras que otras (Chile, Perú y Colombia) continuaron apreciándose ante la entrada de flujos de capital.

Con relación al mercado interno, al cierre de 2012 la inflación anual alcanzó a 4,5%, situándose dentro del rango de variación anunciado en los IPM de enero (3,5%-6,5%) y de julio (4,25%-5,75%), y ligeramente por debajo de la proyección central de ambos informes (5%). El comportamiento de la inflación en 2012 estuvo determinado por: i) ajustes en los precios relativos de algunos servicios, especialmente los referidos a alquileres y remuneraciones a empleadas domésticas; ii) poca variabilidad en los precios de la división de alimentos, explicada por el desempeño del sector agropecuario, combinado con condiciones climatológicas favorables; iii) reducidas presiones inflacionarias externas por el deterioro de la economía global; y iv) expectativas inflacionarias bajas y poco volátiles que reflejan la confianza del público en las políticas implementadas por el BCB y el Órgano Ejecutivo para el control de la inflación.

En cuanto a la actividad económica nacional, las previsiones realizadas en los IPM de enero y julio de 2012 señalaban que el PIB cerraría el año con un crecimiento entre 5% y 6%. La información disponible al respecto da cuenta que éste se habría situado por encima del límite inferior del intervalo señalado, resultado que no respondería a factores de demanda agregada, sino a la desaceleración de algunos sectores a inicios de gestión. En efecto, excluyendo el aporte de dichas actividades, el crecimiento habría sido mayor al observado, situándose en el límite

superior del rango anunciado. Por el lado del gasto, la demanda interna continuó siendo determinante para dinamizar el crecimiento económico.

Por su parte, el comportamiento del sector externo presentó una posición externa sólida reflejada en el elevado nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) y en una posición acreedora frente al exterior por quinto año consecutivo. La Cuenta Corriente registró superávit, impulsado por el saldo positivo de la Balanza Comercial y las remesas familiares; mientras que la Cuenta Capital y Financiera presentó un saldo negativo, explicado en parte por el incremento en los activos del fondo Requerimiento de Activos Líquidos (RAL) de entidades financieras, debido al mayor requerimiento de encaje por depósitos en moneda extranjera. Como resultado del superávit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos que más que compensó al déficit de la Cuenta Capital y Financiera, las RIN aumentaron cerrando el año en un nivel cercano a los \$us14.000 millones.

Respecto a la intermediación financiera, los depósitos y créditos registraron flujos récord, reflejando el fuerte dinamismo que contribuye al crecimiento de la actividad económica. El Sistema Financiero continuó exhibiendo indicadores de baja morosidad, elevada solvencia y suficiente liquidez.

Las modificaciones introducidas al Encaje Legal, además de coadyuvar en la regulación de la liquidez, profundizaron la Bolivianización de los depósitos y del crédito al sector productivo. Al cierre del año, la Bolivianización de la cartera alcanzó a 80% y la de depósitos a 72%, ratios mayores a los de 2011.

En tal sentido, la orientación de la política monetaria mantuvo un balance cuidadoso entre los objetivos de preservar una inflación baja y estable y contribuir al crecimiento de la actividad económica. Con este propósito, la oferta semanal de títulos disminuyó gradualmente durante los tres primeros trimestres para aumentar levemente en el cuarto, acumulando en la gestión redenciones netas de títulos que fueron a complementar la liquidez del Sistema Financiero y contribuir al dinamismo del crédito. También destacan las medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo con la finalidad de contribuir al control de la inflación, la mayoría de ellas en el marco de asegurar la soberanía y seguridad alimentaria.

En un contexto de reducción paulatina de presiones inflacionarias externas y elevada incertidumbre en los mercados globales, el tipo de cambio se mantuvo estable, precautelando el anclaje de las expectativas del público sobre este indicador y coadyuvando a la continuidad del proceso de Bolivianización, sin generar desalineamientos persistentes del tipo de cambio efectivo real con respecto al de equilibrio consistente con su tendencia de largo plazo y sus fundamentos.

En cuanto a los resultados esperados para 2013, las perspectivas sobre la economía mundial muestran una recuperación paulatina del crecimiento, similar a la prevista en el IPM de julio de 2012. El escenario más probable es el de una menor incertidumbre en los mercados financieros internacionales, como resultado de la implementación de medidas estructurales que mitigarían los efectos de la crisis de deuda de la Zona Euro y el logro de un ajuste fiscal y de deuda no traumático en EE.UU. En este marco, se prevé un crecimiento económico mundial alrededor de 3,5% (FMI), mientras que el de América Latina se ubicaría en torno a 3,8% (CEPAL).

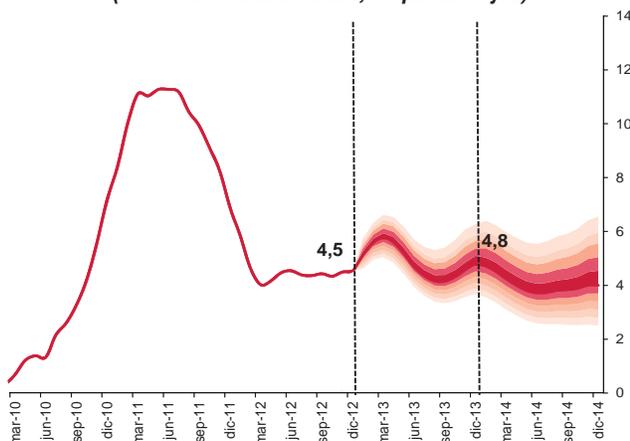
Las previsiones sobre el desempeño de la actividad económica nacional dan cuenta que el crecimiento en 2013 se situaría en torno a 5,5%. Los supuestos que subyacen a esta previsión consideran la corrección en los sectores que en 2012 habrían tenido un desempeño desfavorable como la minería y el transporte. Adicionalmente, se estima un buen desempeño del sector de hidrocarburos basado en mejores previsiones de la industria en Brasil, el cumplimiento de los contratos de exportación con Argentina y la intensificación del uso de gas natural en el mercado interno.

Por otra parte, considerando mayores importaciones de bienes de capital necesarios para los nuevos proyectos de inversión pública y privada y leves correcciones en el valor de las exportaciones; se estima un saldo deficitario de la Cuenta Corriente para 2013. Las remesas de trabajadores continuarían creciendo como en 2012, a pesar de las restricciones cambiarias en Argentina y el desempleo en España. En tanto, la Cuenta Capital y Financiera estaría determinada por los mayores desembolsos de deuda externa para el sector público, parcialmente compensada con la inversión en el exterior de los recursos del Fondo

para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO). El resultado en la Cuenta Corriente y en la Cuenta Capital y Financiera originaría una leve disminución de las RIN. Este resultado no afectaría a la posición acreedora del país con el exterior y, si se consideran las reservas internacionales del FINPRO, la gestión 2013 cerraría con un nuevo incremento de las RIN.

A fines de 2013 se proyecta una inflación de alrededor de 4,8%, en un rango entre 3,8% y 6,3%, mientras que en 2014 se situaría en torno a la meta de mediano plazo (4%).

INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA 2010-2014
(Variación a doce meses, 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%.

Sin embargo, la evolución futura de la inflación está sujeta a riesgos inherentes al contexto interno y externo que, de materializarse, podrían alejarla de la trayectoria esperada. En cuanto a los riesgos externos al alza, los más importantes serían: i) potencial repunte en el crecimiento externo relevante

que generaría presiones inflacionarias de demanda; y ii) mayor inyección de liquidez en economías avanzadas, que podría implicar inlujos de capital hacia la región y apreciaciones de las monedas de los socios comerciales, repercutiendo en una mayor inflación importada.

Los riesgos internos al alza podrían originarse por: i) eventuales incrementos de precios de bienes y/o servicios que se mantuvieron estables por varias gestiones; y ii) posibles *shocks* de oferta agropecuaria ocasionados por eventos climatológicos desfavorables.

En lo que concierne a los riesgos externos hacia la baja, estos se asociarían principalmente con una posible profundización de los problemas de deuda en la Zona Euro, que debilitaría la demanda externa y reduciría las presiones sobre los precios internacionales de *commodities*. Por su parte, los factores internos que podrían incidir en una inflación más baja se originarían principalmente por: i) resultados positivos de las políticas de abastecimiento interno impulsadas por el Órgano Ejecutivo en el marco de asegurar la soberanía y seguridad alimentaria; y ii) menores tarifas en ciertos servicios básicos provistos por empresas recientemente nacionalizadas y/o con mayor regulación estatal.

Es importante resaltar que, como en otras ocasiones, ante la concreción de algunos riesgos al alza, la autoridad monetaria en coordinación con el Órgano Ejecutivo, implementará oportunamente políticas con el fin de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional y contribuir al desarrollo económico y social de la economía boliviana, como establece el mandato constitucional.

Executive Summary

After showing some signs of recovery during the first quarter of 2012, global economic activity experienced a new weakening, as a consequence of the continuity of sovereign debt crisis in the Euro Zone, moderate U.S. economic activity, and the slowdown in the pace of growth of emerging economies due to a decreasing global demand. In this sense, and in line with the perspectives of the Monetary Policy Report (MPR) of July of 2012, the projected world economic growth of 2012 (3.2%) was lower to the one in the previous year (3.9%).

Consistent with the slowdown in global demand and lower growth prospects, both in advanced and emerging economies, inflation rates were stabilized during 2012, presenting in both cases lower rates compared to the ones observed one year earlier.

In that sense, major central banks in advanced and emerging economies maintained an expansive orientation, reflected in low policy rates and unconventional measures, with the aim of stimulating aggregate demand and stabilizing their monetary and financial markets.

One of the main features of global financial markets was general uncertainty, consequence of several factors, such as the weak implementation of measures to address the sovereign debt crisis in the Euro Zone, hard negotiations in U.S. Congress to avoid the “fiscal cliff”, as well as high volatility of growth projections of major economies.

Fluctuations of growth expectations led investors to seek safer assets and shelter in the U.S. dollar, causing the appreciation of that currency by mid-year. Behavior in the near region was differentiated; while some currencies depreciated in accumulated

terms (Brazil and Argentina), others (Chile, Peru and Colombia) continued appreciating facing the entry of capital flows.

In terms of the Bolivian economy, annual inflation reached a rate of 4.5% at the end of 2012, within the ranges announced in the MPR of January (3.5% - 6.5%) and July of 2012 (4.25% - 5.75%) and slightly below the central projection of both reports (5%). The behavior of inflation in 2012 was determined by: i) adjustments in relative prices of some services, especially those related to property rentals and housekeepers remunerations; ii) low variability of food prices, explained by the performance of the agricultural sector, combined with favorable climatic conditions; iii) reduced external inflationary pressures due to deterioration of the global economy; and iv) little volatility and low figures of inflation expectations, which reflect public's confidence in the policies implemented by the Central Bank of Bolivia (CBB) and the Executive Branch of Government in order to control inflation.

Regarding domestic economic activity, forecasts of the MPR's of January and July of 2012 pointed out that Gross Domestic Product (GDP) would attain a growth rate between 5% and 6% by the end of 2012. Nonetheless, recent available information indicates that this rate would be above the lower limit of the interval; this result would not respond to aggregate demand factors, but to the slowdown in some sectors at the beginning of the year. Actually, if the contribution of such activities were excluded, growth would have been greater than the one observed, placed at the upper limit of the range announced. On the expenditure side, domestic demand continued being significant for boosting economic activity.

Moreover, the external sector presented a strong position, reflected in the high level of Net Foreign Exchange Reserves (NFER) and a creditor position with respect to the rest of the world for fifth consecutive year. The Current Account recorded a surplus, driven by the positive result of the Trade Balance and family remittances. However, the Capital and Financial Account presented a negative balance, explained in part by the rise in assets of the Requirement of Liquid Assets Fund (RLAF) due to the increase in legal reserve requirements for deposits in foreign currency. As a result of the surplus in the Current Account of the Balance of Payments, which more than offset the Capital and Financial Account deficit, the NFER increased, closing the year at a level around to \$us14.000 million.

Regarding financial intermediation, deposits and credits recorded historically high levels, reflecting a strong dynamism which contributed to the growth of economic activity. The Financial System continued displaying indicators of low non-performing loans, high solvency and sufficient liquidity.

Modifications introduced to legal reserve requirements, in addition to support liquidity regulation, deepened the financial de-dollarization of deposits as well as of the credits aimed to the productive sector. At the end of the year, the participation of the Bolivian currency reached 80% of credits and 72% of deposits of the Financial System, higher than the ratios of 2011.

In this sense, the orientation of monetary policy maintained a careful balance between the objectives of preserving low and stable inflation and contributing to the growth of economic activity. For this purpose, the weekly supply of assets gradually decreased during the first three quarters and increased slightly in the last one, accumulating net redemptions of titles during the year that were used to complement the liquidity of the Financial System and contribute to the dynamism of credits. The measures implemented by the Executive Branch in order to contribute to inflation control are also noteworthy; most of them took place in the context of ensuring food security and sovereignty.

In a context of gradual reduction of external inflationary pressures and high uncertainty in global markets, the domestic exchange rate remained stable, preserving the anchoring of public's expectations regarding this indicator and contributing to the continuity of the de-

dollarization process, without generating persistent misalignments of the real effective exchange rate respect to its equilibrium (consistent with its long term trend and foundations).

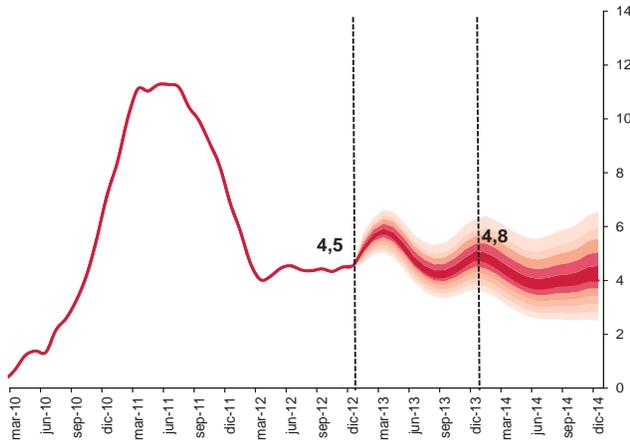
In terms of the expected results for 2013, perspectives about world economy suggest a gradual recovery of growth, similar to the one mentioned in the MPR of July of 2012. Within the most likely scenario, uncertainty in international financial markets would decrease, as a result of the implementation of structural measures that would alleviate the effects of the debt crisis in the Euro Zone, as well as due to the achievement of the U.S. economy of non-traumatic fiscal and debt adjustments. In this framework, it is expected a global economic growth around 3.5% , while Latin America would attain a growth rate around 3.8%.

Official forecasts of the performance of the Bolivian economy state that growth in 2013 would be around 5.5%. The assumptions underlying this forecast consider the correction of negative factors that produced an unfavorable performance in 2012 of sectors such as mining and transportation. In addition, a good performance of the hydrocarbon sector is expected, based on good perspectives for the industrial sector in Brazil, the compliance of exportation contracts with Argentina and the intensification in the use of natural gas in the domestic market.

On the other hand, taking into account increasing levels of imports of capital goods needed for new public and private investment projects and minor corrections to exports levels, a deficit on the Current Account is estimated for 2013. Remittances from workers would continue growing as in 2012, despite the restrictions in the foreign exchange market in Argentina and high unemployment rates in Spain. Meanwhile, the Capital and Financial accounts would be determined by higher disbursements of foreign debt allocated to the public sector, that would be partially offset by the investment in foreign markets of the resources of the Fund for Productive Industrial Revolution (FPIR). The results in the Current and Capital and Financial accounts would lead to a slight decrease in the NFER. Nonetheless, this result would not affect the creditor position of the country respect to the rest of the world and, if the international reserves of the FPIR were considered, 2013 would close with a new increase of NFER.

Regarding the evolution of the price level, an inflation rate of about 4.8% is projected for the end of 2013, within a range between 3.8% and 6.3%; whereas, in 2014 inflation would be around its medium-term target (4%).

OBSERVED AND PROJECTED CPI INFLATION 2010-2014
(Percentage variation in 12 months)



SOURCE: National Statistics Institute – Central Bank of Bolivia
 ELABORACIÓN: CBB - Main Economic Policy Advisor Office
 NOTA: The graph includes intervals of confidence around the central scenario
 The clearer part is consistent with a 90% confidence interval

Nonetheless, the future evolution of inflation is subject to external and internal risks, which in the case of occurrence could take it away from the expected trajectory. Concerning external upward risks, the most important would be: i) potential increase of relevant external growth which would generate inflationary demand pressures; and ii) greater liquidity injection

in advanced economies, which could involve capital flows to the region and appreciation of the currencies of trading partners, increasing imported inflation.

Domestic upward inflationary risks could arise by: i) possible increases in prices of goods and/or services that remained stable for several years; and ii) potential shocks on agricultural supply caused by unexpected weather events.

Concerning downward external risks, these are mainly associated to a possible deepening of debt problems in the Euro Zone, that may weaken external demand and reduce pressures on the international prices of commodities. For its part, among the internal factors that could originate lower inflation levels are: i) positive results of internal supply policies driven by the Executive Branch within the framework of ensuring food sovereignty and security; and ii) lower charges in certain basic services provided by recently nationalized companies and/or with greater State regulation.

It is important to emphasize that, like on other occasions, in the case of materialization of some of the upside risks, the Monetary Authority in coordination with the Executive Branch will promptly implement policies in order to preserve the purchasing power of national currency, contributing that way to the economic and social development of the Bolivian economy, as it was established by its constitutional mandate.

Chumthapita Arunaka

Nayriri kimsa phaxsina pawaranqa tunka payani marana qhanstawinaka qullqi tuqita kutikipstawinkasinxa, anqaxa markaxa mayampi thulljtawiruxa puriwayarakikiwa, qullqi manu Zona Euro uksana utjatap layku, Estados Unidos uksa markana juk'ata qullqituqita jan walt'awita mistsusa ukhamaraki demanda externa global satakisa uksana jan walt'awinaka utjataplayku. Aski uñtawimpi satañatakixa Informe de Política Monetaria (IPM) ukawa julio phaxsina yatiyi uraqpachanxa pa waranqa tunka payani maranxa qullqi tuqita sartawixa (3,2%) ukjaruwa puriwayi, maymarat sipanxa pisinkawayiwa niyakixaya (3,9%) ukjachinsa maymaraxa.

Demanda externa global ukanjamasa qullqituqita sartawixa janikipuniwa askikanti, janiwa ukanjamakikansa juk'akipuniwa economías avanzadas ukatxa emergentes ukanjamasa utjawayi, pä waranqa tunka payani maranxa chaninakaxa pachpankawayiwa, paypacha qullqituqita sartawinakanxa tasas satakisa ukanakasa juk'akirakinwa pasiri mara uñtasasa.

Ukatjamawa walja qullqi apnaqiri banconaka ukata jichha sartiri banconakasa amtanakapxa jach'ankayapxi niyakixaya tasas de interés ukatxa medidas no convencionales uka amtanakampisa sartapxarakchinsa, amtaxa demanda agregada ch'amañchañataki ukatxa mercados monetarios financieros pachpankayañataki.

Mercados financieros mundiales uksanxa llakiwa utjana, jan suma yanapt'aw utjataplayku ukhamat saykatañataki crisis de deuda soberana Zona Euro uksana utjatapata, Congreso EE.UU. markanxa "abismo fiscal" sayt'añapataki ukhamaraki uraqpachana qullqituqita jiltawinaka utjkipansa jan ina ch'usaru puripxañapatakisa aruskipaxarakina.

Qullqituqita jiltawinaka mayjt'awinkasinxa, walja qullqi irtirinakaxa thaqapxpan activos más seguros ukhamaraki dólar ch'uxña qullqi apnaqañasa askipana amtanakawa niya chika marankasinxa walipunisa yäqatarakina. Brasil, ukatxa Argentina uka markanakanxa qullqi apnaqawixa janiwa kikikikanti, (Chile, Perú ukatxa Colombia) markanakanxa flujos de capital ukawa wali munatarakinxa.

Mercado interno uka uñtasaxa, pä waranqa tunka payani mara tukuykasinxaxa inflación anual ukaxa puriwayiwa 4,5% ukjaru, rango de variación ukanxa walikikarakinwa niyakixaya IPM ukasa enero phaxsinxa (3,5% - 6,5%) ukjawa sarakchinsa, julio phaxsinxa (4,25%-5,75%) ukjawa sasinsa, ukampisa proyección central ukatsipanxa qhipankiwa (5%) paypacha informe uñakipasa. Pä waranqa tunka payani maranxa inflación ukaxa akhamatwa utjawayi: i) mä qawqha servicios ukan chaninakapawa suma uñakipatana, yämakisa alquileres ukatxa empleadas domésticas jupanakarusa irnaqawinakatpaxa irxatawisa utjawayarakiwa, ii) manq'añanakan chaninakapasa janiwa ancha irxattawaykarakiti niyakixaya achuyirinakasa askinkawayapxarakchisa pachaparjama jallusa purxatt'ataplayku; iii) juk'akiwa presiones inflacionarias externas ukas utjawayaraki economía global jani askitaplayku; ukhamaraki, iv) inflacionarias bajas utjkipanxa markachirinakaxa iyawsawayapxiwa BCB, Órgano Ejecutivo uksankirinakaru políticas amtanaka askitaplaykusa inflación jan utjañapataki.

Jiwas taypina qullqituqita amtawixa, IPM ukanxa enero phaxsita julio phaxsikamaxa pä waranqa maranxa qhanañchawayiwa PIB ukaxa marxa jist'antawaychispaya 5% ukatxa 6% jiltawimpi. Aka yatiyawixa sañmuniwa jiltawixa límite inferior ukatxa alaytuqinkiwa, uka qhanañchawixa janiwa

demanda agregada ukanjamakiti, jan ukasti mara qallta phaxsinakanwa desaceleración ukasa utjawayarakina mä qawqha sectores uksanakana. Taqi ukanaka apsxasaxa, jiltawixa jilpachaspanwa uñtawita sipansa, límite superior del rango anunciado ukankaspanwa. Jichhaxa, gasto uksata parlkasaxa demanda interna ukaxa pachpankawayiwa ukhamata qullqituqi jiltawixa nayrankañapataki.

Maysatxa, sector externo ukawa Reservas Internacionales Netas (RIN) ukanjama aski sartawi uñacht'ayawayi phisqa maranpacha. Cuenta Corriente ukaxa superávit ukankawayiwa, ukaruxa ch'amañchawayiwa saldo positivo Balanza Comercial ukhamaraki remesas familiares ukanakasa; Cuenta Capital ukatxa Financiera ukanakaxa janiwa suma qullqituqita sartawi uñacht'ayawayapkiti niyakixaya activos del fondo Requerimiento de Activos Líquidos (RAL) ukasa yapxattawayarakchi entidades financieras uksanakana, taqi ukanakaxa utjawayiwa jani jiwasana qullqisa yáqasa. Superávit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos ukanjama jalaqta uñjasa, yanapt'awayiwa déficit de la Cuenta Capital ukatxa Financiera uksaru, RIN ukanakasti mara tukuyaruxa jilxattawayarakiwa niya tunka pusini waranqa millones de dólares ukjaru.

Intermediación financiera uksata parlkasaxa, depósitos ukatxa créditos ukanakaxa flujos récord ukaruwa puriwayapxi, ukaxa qhanañchiwa askinjama qullqituqi sartawi utjatapa. Sistema Financiero ukasti qhanañcharakiwa juk'a morosidad utjatapa, solvencia ukaxa jilpacha ukhamaraki liquidéz ukasa askitapa.

Encaje Legal ukana mayjt'awinakaxa Bolivianización ukaruwa yanapt'awayi depósitos ukatxa crédito ukanakasa achuyirinakatakiwa askina. Mara tukuyaruxa, Bolivianización ukanjamaxa 80% ukaruwa puritana, depósitos ukanakasti 72% ukjaruraki pä waranqa payani marata sipansa jilawa.

Ukatjamawa política monetaria ukana amtapaxa pachpankayaña amtanaksa phuqhawayi ukhamata qullqituqita aski sartawi utjayasa Aka amtampixa sapa semanaxa oferta de títulos ukaxa juk'ata juk'atawa pisiqtawayi kimsa nayriri trimestres satakisa ukanjama ukhamata pusirina jilxattañapataki, maranxa yapxattawayiwa redenciones netas de títulos ukanakasa ukanjamawa phuqhachawayi liquidez del Sistema Financiero ukatxa crédito ukanakasa askinkañapataki. Ukampisa qhanstarakiwa Órgano Ejecutivo ukan lurawinakapasa ukhamata inflación

wali jak'ata uñjatañapataki, jilpachaxa soberanía ukatxa seguridad alimentaria askinkayasa.

Presiones inflacionarias externas ukanaka juk'at juk'ata pisiqtayañataki ukhamaraki mercados globales uksanakana pächasiwinaka jan utjañapatakiwa ch'uxña qullqina turkakipawi chanipaxa pachpankawayi Bolivianización utjayasa, jani desalineamientos utjañapataki tipo de cambio efectivo real ukana equilibrio consistente ukampi payachasina.

Pa waranqa tunka kimsani marana aski jiltawi utjañapataki suyasaxa, amtanakaxa economía mundial uñtasaxa juk'ata juk'ata kutikipstawi ukanjama jiltataski, niyasa IPM pä waranqa tunka payani marana julio phaxsina utjkana ukar uñtata. Mercados financieros internacionales uksanakanxa walipuniwa pächasiwinakasa utjawayi, jiwasa taypinxa janiwa ukhamarux sartatakiti, utjawayiwa aski amuyunaka medidas estructurales ukanjama ukhamata pisiqtayañataki kuna jan walinakatixa utjawaykana Zona Euro uksana, ukampisa phuqhasiwayarakiwa mä ajuste fiscal ukatxa deuda no traumático. EE.UU. markana. Uka uñtasawa uraqpachana qullqituqita jiltawixa niya 3,5% ukjaru puriwayaspana (FMI), ukhamakasinxa América Latina uksanxa niyapuniwa puritarakispana 3,8% ukjarusa (CEPAL).

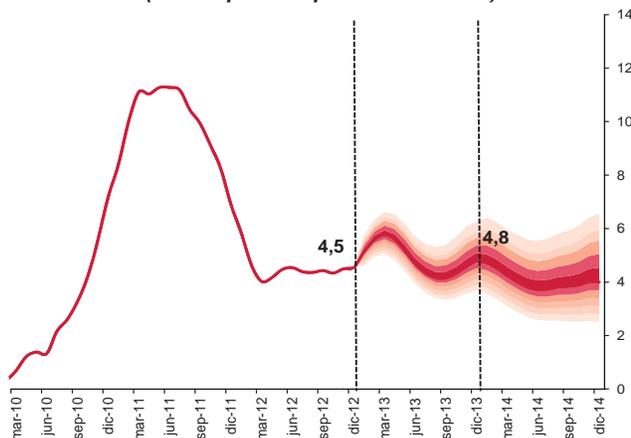
Ukhamatakisa jan ukhamatakisa qullqituqita amtaxa pä waranqa tunka kimsani maranxa jiltawixa 5,5% u,kjaspawa. Uksatuqita amuyawinakaxa askicht'ataspawa kawkiri qullqi utjayirinakatixa pä waranqa tunka payani marana jan suma irnaqapkana ukanakana sapxiwa minería ukhamaraki transporte. Ukjaruxa hidrocarburos ukaya askinjama sartchispana Brasil markaru aljatataplayku, Argentina markaru contratos de exportación phuqhasa ukhamaraki gas natural utjayasa mercado interno uksana.

Maysatxa, machaqa proyectos de inversión pública ukatxa privada utjayañatakixa importaciones de bienes de capital ukanakawa utjayañarakispana aski askicht'awinakampi anqaxa markanakaru apsuñataki, amuyasiwa Cuenta Corriente ukaxa pä waranqa tunka kimsani maranxa jalaqta jquillqixa janiya anchakchispati. Remesas anqaxa markanakata qullqi apayanirinakaxa jiltasipkakchispaya kunamatixa pä waranqa tunka payani marana jiltkana ukhamaru, Argentina markana restricciones cambiarias utjatapatsa ukhamaraki España markana jan irnaqawi utjataplaykusa. Ukampisa Cuenta Capital

ukatxa Financiera ukanakaxa uñjatachispaya jilpacha desembolsos deuda externa utjayasina sector público ukataki, taqi ukanakaxa yanapt'atachispaya anqaxa markanxa Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) ukana qullqipampi. Cuenta Corriente ukhamaraki Cuenta Capital ukatxa Financiera uksana aski lurawinakapaxa yanap'chispaya RIN ukanakaru. Akhama aski lurawinakaxa janiwa jan walt'aykaspati markasaru ukatxa anqaxa markarusa, ukampisa reservas internacionales (FINPRO) ukanaka iyawsasaxa, pä waranqa tunka kimsani maranxa tukt'ayataspawa RIN ukanajama yapxattawinakampisa.

Pä waranqa tunka kimsani mara tukuyaruxa inflación amtaxa niyapuniwa purispana 4,8% ukjaru, rango ukaxa 3,8% ukatxa 6,3% ukjarakispawa, pä waranqa tunka pusini maranxa meta de mediano plazo ukankarakchispaya (4%).

**INFLACIÓN UKAXA UÑAKIPATA UKHAMARAKI UÑTATAWA
PÄ WARANQA TUNKA MARATA-PÄ
(Waranqa tunka pusini marakama)**



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%.

Ukampisa, inflación ukaxa jutirinakanxa jiwastaypina jan walt'awinaka utjayaspa ukhamaraki anqaxa markanakansa. Akatjamata anqaxa markanakan jan walt'awinakaxa utjaspawa: i) nayraqataru sartawixa

utjayaspawa presiones inflacionarias de demanda; ii) kawkiri markanakatixa askinjama qullqi tuqina sartapki uksankirinakaxa yaqha markanakaruwa jan walt'aykaspati ukatxa jilpachaspawa inflación importada ukasa.

Riesgos internos satakisa ukanakaxa utjayaspawa; i) akatjamata may maya yänakana ukhamaraki servicios satakisa ukan chaninakap irxattayasa niyakixaya walja pachasa pachpankakirakchinsa; ii) niyapuniwa shocks ukasa utjatayarakispana yapumpi uywampi jakasirinakataki aka pachana jan walt'awinaka utjataplayku.

Riesgos externos pisiqtawiru takhiñchasa uksat arskasaxa, akanakaxa mayachaschispaya Zona Euro uksan jan walt'awinakapampi, ukanakawa thulljtayaspana demanda externa ukaru ukhamaraki pisiqtayarakispasa precios internacionales commodities ukarusa. Maysatxa, factores internos ukanakawa yanapt'arakispana inflación uka juk'akiñapataki, taqi ukaxa utjayataspawa; i) Órgano Ejecutivo uksana amtanakaparu jaysasa niyakixaya uksankirinakasa sapxarakchisa soberanía ukawa suma uñjatañapa ukhamaraki seguridad alimentaria sasina; ii) juk'akiñapawa tarifas ukanakaxa mä qawqha servicios básicos uksanakanxa, yamakisa kawkiri empresas ukanakasa jichhaki nacionalizadas ukhamapki uksankirinakata ukatxa regulación estatal ukampi yanapt'atañapawa.

Wali askiwa qhanañcht'añaxa, kunamatixa pasirinakansa qhanañcht'atakana ukhamarjama, akatjamata irxatawinakaruxa, autoridad monetaria uksankirinakawa Órgano Ejecutivo uksankirinakampi chikt'ata pachaparjama políticas amtanakampi yanapt'apxani jiwasona qullqisa yäqatañapataki ukhamata nayraqataru sartawirusa desarrollo económico ukatxa social Bolivia markasana askiñapataki, kunamatakixa tayka kamachisa ukhamaraki mandato constitucional ukasa qhanañchki ukhamarjama.

Wanllapa Thuymichi

Tukuy jallp'api qullqi apaykachanaqa economía mundial nisqa 2012 watapi ñawpa kinsa killata kutirisharqaña, chaymanta watijmanta pak'ikuj jinaman yaykun ñaq'ayllataña kaspas, Zona Euro chiqan jucharayku imaraykuchus manumanta mana llojsiy atinchu, chantapis EE.UU. suyupi qullqi apaykachanaqa mana sumajta wicharinchu chay chayllapi kaspas, jinallataj kay economías emergentes nisqawan suyukunapis mana wiñarinkuchu, kay demanda externa global p'akikuj jina kasqanrayku. Chayrayku Informe de Política Monetaria (IPM) julio killamanta willasqanman jina, tukuy jallp'api crecimiento económico mundial 2012 watapi (3,2% porcentoman) chayasqa, kayqa qhipan watamanta chhika, imaraykuchus qhipan watata (3,9% porcentoman) chayarqa.

Rikhukun, kay demanda externa global uraykun, jinallataj kay economías avanzadas nisqawan qhapaj suyukuna chay economías emergentes nisqawan suyukunapis pisillataña wiñanku, 2012 watapi chay variaciones de precios nisqa chay chayllapiña qhipakun, ajinamanta kay tasas nisqaqa manaña wicharinchu, qhipan wata jina.

Chayrayku, chay jatuchaj bancos centrales qullqi wasikuna kay economías avanzadas jinataj economías emergentes nisqawan jatunchakunku astawan wiñaspa, imaraykuchus kay tasas de interés nisqa uraykun, chantapis kay medidas no convencionales nisqata puririchinku tukuyman chayaspa, ajinamanta mercados monetarios jinataj financieros chay chayllapiña qhipaku saphichakuspa.

Chantapis mercados financieros mundiales manapuni yacharqankuchu mayk'ajkamachus chayta qhawakunqa, imaraykuchus Zona Euro chiqampi manupa astawan jatunchakusharqa, pisi medidasta puririchisqankurayku EE.UU. suyumanta Congreso ukhupipis parlanku "abismo fiscal" ukhuman mana

urmaykunapaj, nitaj qhapaj suyukuna kay crecimiento mundial ñanmanta mana lloksikapunankupaj.

Ajinamanta wiñay ñanllapi qhipakunapaj, inversionistas qullqi churajkunaqa, aswan sumaj activos nisqata mask'anku, dólar estadounidense qullqillawan llank'anankupaj, chayjinallamanta kay divisa nisqaqa khuskan wataman wicharin. Chanta kay sudamerica chiqampi tukuy suyukunapi, mana kikinta wicharinchu, wakin jallich'asqa qullqikunaqa en términos acumulados nisunman uraykun ajinata (Brasil jinataj Argentina suyupi) qhawakun, jinataj kay (Chile, Peru, Colombia suyukunapi), flujos de capital nisqaqa wicharillarqapuni.

Kay mercado interno nisqamanta parlaspataj, 2012 wata tukukushajtin, inflación anual nisqa 4,5%porcientokama chayan, kaytaqa IPM enero killamanta rikhuchirqaña (3,5% porcentomanta – 6,5% porcentokama) chayanqa nispa julio killapitaj (4,25% porcentomanta – 5,75% porcentokama) chayanqa nispa willachirqa, kay iskay informes willaypi rikhuchin (5%) kanqa nispa. 2012 watapi inflación nisqa imaynatachus rikhukurqa, kaykunapi qhawakun: i) Wakin serviciokunapi kanman alquilereskunapi chantapis empleadas domésticas wasipi llank'ajkunamanta pagoqa mana uraykunchu nitaj wicharinchu; ii) Mercado qhatukunapi imaymana rijch'aj mikhuykunamanta precio chhaniqa mana anchata wicharinchu, imaraykuchus sector agropecuario chiqanqa sumajta poqorichin condiciones climatológicas allin kasqanrayku; iii) Kay economía global p'akikuj jina kasqanrayku, suyunchisman presiones inflacionarias nisqaqa mana chayawanchischu; iv) Ajinamanta expectativas inflacionarias nisqaqa urayllapi karqa mana wicharinchu chayrayku llajtamasiqunaqa sunqunkuta churanku BCB jinataj Órgano Ejecutivo qutuchaykunapi, imaraykuchus kay ukhumantapacha inflación nisqa mana kanampaj qhawanku.

Suyunchispi imaynachus tukuy actividad económica qullqi apaykachanaqa karqa, IPM maychus rikhuchisqanman jina enero killamanta julio killakama 2012 watapi, nirqanku PIB kay wata tukukunankama 5% porcientomanta 6% porcientokama chayanqa. Ajinapuni kasqa kay porcientomanta chawpillakama chayan mana wicharista nitaj uraykuspa, kayman chayanapaj 2012 wata qallarishajtin wakin chiqankunaqa mana sumajta llank'aspa qallarirqankuchu chayrayku mana wiñariyta atinkuchu. Kay chiqankunata mana yupaspa, jinapis kkillantapuni wiñanchis maychus limite superior nisqata qhawakusqanman jina. Gastos chiqanta qhawaspasqa, demanda interna uj chaqui jina, crecimiento económico kanampaj.

Chantapis kay sector externo chiqanqa, kallpayuj sayarishan, kayta qhawakun Reservas Internacionales Netas (RIN) patapi tarikusqanrayku, mana kuyurista phisqa watataña ajina kashan. Cuenta Corriente chiqampipis superávit nisqata qhawakun, kayjina kanampaj Balanza Comercial ukhupi qullqiqa sumajta puchun, saldo positivo nisqaman chayaspa, chantapis remesas familiares jawa suyukunamanta chayamullantaj; Chanta Cuenta Capital jinataj Financiera ukhupi qullqiqa mana puchunchu saldo negativo nisqaman chayanku, kayjinaman chayanapajqa, kan Requerimiento de Activos Líquidos (RAL) nisqa entidades financieras qullqi wasikunamanta maykunapichus tukuy chay activos nisqa wicharin, imaraykuchus kunankama moneda extranjera qullqipi waqaychallashankupuni. Ajinamanta superávit nisqaman chayaspa kay Cuenta Corriente Balanza de Pagos nisqamanta chay RIN nisqakuna sumajta wicharin, watata wisk'aspa \$US 14.000 millones de dólares qullqiman chayaspa, kaywan yanapan chay déficit nisqata Cuenta Capital y Financiera ukhumanta.

Kay intermediación financiera nisqamanta parlaspataj, qullqi waqaychana chantapis qullqi mañakuna may allinta wicharista ajinamanta yanapan actividad económica wiñanampaj. Chayrayku Sistema Financiero rikhuchin indicadores de baja morosidad nisqata, qhapaj qullqiyuj kasqanta elevada solvencia nisqawan, mañayta, manuyta atinampaj chayqa suficiente liquidez niy munan.

Chantapis Encaje Legal ukhuman modificaciones nisqata ruwanku, liquidez nisqa allin apaykachasqa kanampaj yanapanku, boliviano qullqinchisllataña waqaychaspasqa, mañakuspa apaykashanchis. Chayrayku 2012 wata tukukunankama, kay Bolivianización de la cartera nisqa 80%

porcientokama chayan, qullqi waqaychaspataj en depósitos nisunman 72% porcientokama chayaraq, 2011 watamantaqa kurajta wicharin.

Chayrayku kay política monetaria nisqaqa qhawan, inflación mana kanampaj, astawampis urayllapi qhipakunampaj ajinamanta yanapan qullqi apaykachanata actividad económica nisqa wiñanampaj. Kayjinamanta oferta semanal de títulos nisqa chhikaman chhika ñawpa jisq'un killakunata uraykun, wata tukukunankamataj uj chhikallata wicharista, watantintaj kay redenciones netas de títulos nisqa tantaykukurqa, kaykunataj liquidez del Sistema Financiero ukhuman yapaykukun ajinamanta crédito chiqanman yanapamun. Jinallataj Órgano Ejecutivo ukhumantapacha medidas nisqata puririchirqa, inflación nisqa mana kanampaj ajinata yanaparqa, soberanía chantapis seguridad alimentaria allin qhawaspasqa kanampaj.

Suyuchismanta pacha qhawanchis presiones inflacionarias externas nisqata chikaman chhika uraykusqanta, mercados globales chiqankuna urmanampaj jatarinampaj, jinapis tipo de cambio mana anchata uraykunchu nitaj wicharinchu estable qhipakun, kay indicadorta qhawaspasqa tukuy llajtamasikuna boliviano qullqinchisllataña apaykachanku, kay proceso de Bolivianización nisqata wiñachista, mana nipi phiñakunchu kayjina tipo de cambio kasqanrayku, astawampis mayk'ajkamachus kayjinallataña a largo plazo kanqa.

Kay 2013 watapaj imatachus suyashanchis, economía mundial tukuy jallp'api qullqi apaykachanapaqa chhikaman chhika kutirinqa kaywan khuska wiñariyta rikhusun, kikinta IPM willaypi julio killamanta 2012 watapi qhawarqanchis. Ari kay mercados financieros internacionales chiqankunapi manaña urmaj jina qhawakunqankuñachu, chaypaj puririchinqanku medidas esctructurales nisqata, Zona Euro chiqampi qullqi manukusqanku manaña wicharinampaj, jinallataj EE.UU. suyupi allin ajuste fiscal nisqaman chayanqanku chay qullqi manunmanta. Kayjinata ruwaspa, tukuy jallp'api crecimiento económico mundial 3,5% porcientokama chayanqa ajinata (FMI) ukhumanta willanku, chantapis America Latina chiqan 3,8% porcientokama chayanqa, ajinata (CEPAL) ukhumanta rikhuchinku.

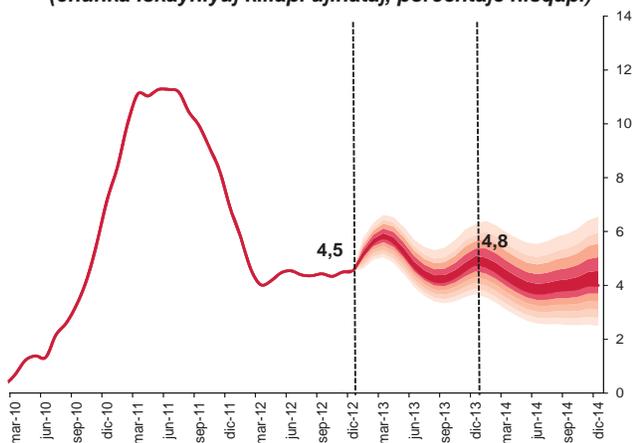
Suyunchispi actividad económica nacional qullqi apaykachanaqa kay 2013 watapi wiñanqa 5,5% porcientokama. Chanta 2012 watapi mana chayjinaman chayanapaj, minería chantapis transporte chiqankuna mana walijta llank'asqankuchu. Kunan watapaj rikhukhushan hidrocarburos chiqanta,

allintachus jina rinqa, imaraykuchus Brasil suyupi industriaqa sumajta wiñashan, Argentina suyuwampis kay contratos de exportación junt'akushan, suyunchispis mercado interno ukhupi gas natural nisqallataña tukuy apaykachashanku.

Chantapis kay bienes de capital nisqa kurajta yaykumunqa, musuj proyectos de inversión publica y privada wakichiykunapaj, exportacionesmanta valorninta mana ni imata t'ojpikunqachu; chayrayku 2013 watapaj Cuenta Corriente nisqamanta saldoqa mana pisianqachu. Qullqi chayamuj chay remesas nisqaqa 2012 watapi jina wiñallanqapuni, Argentina suyupi restricciones cambiarias kasqanwampis, España suyupi mana llank'ay kasqanwampis kikkallanta wiñallanqa. Chanta kay Cuenta Capital y Financiera nisqata puririchikunqa kuraj desembolsos deuda externa manuwan, sector publico chiqampaj, chaypaj yanapanqa Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) qutuchaymanta. Cuenta Corriente jinataj Cuenta Capital y Financiera ukhupi RIN nisqaqa uj chhikalla uraykunqa. Kaywan suyunchista mana afectasunchu, imaraykuchus jawa llajtakunapi suyunchisqa sumaj qhawasqa kashan uj pais acreedor jina, sichus yupasunman kay reservas internacionales FINPRO ukhumanta qullqitawan, 2013 watata wisk'akunman RIN nisqamanta musuj incrementowan.

2013 watata junt'akushajtinña, inflacionqa 4,8% porcientokama chayanqa, kay rinqa 3,8% porcientomanta 6,3% porcientokama, chanta 2014 watapaj ichachus (4% porcientokama) chayanman.

2010 – 2014 WATAKAMA INFLACION NISQA IMAYNACHUS KANQA
(chunika iskayniyuj killapi 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%.

Chantaqa astawan qhipaman qhawarispas, inflación nisqa kanman, jawamanta, ukhumanta imapis kajtin, chay jucharaykulla wicharinman. Kay riesgos externos al alza nisqamanta parlaspaga, wicharinman kaykunarayku: i) jawa llajtakunapi tukuy ima jatunmanta wiñariyta qallarijtin, chay jucharayku presiones inflacionarias de demanda rikhurinman; ii) kanman kuraj inyección de liquidez nisqa kay economías avanzadas qhapaj suyukunapi, flujos de capital nisqaman kay chiqankunapi chayaspa ajinamanta socios comerciales suyukunamanta qullqin wichariyta qallarinman, chay jucharayku suyunchisman inflación importada chayawasunman.

Chanta riesgos internos al alza nisqamanta parlaspaga, rikhurinman kaykunarayku; i) wichariyta qallarinman kay bienes y/o servicios, maykunachus ashkha watastaña mana wicharispas karqa; ii) shocks de oferta agropecuaria kajtin, kaytaqa eventos climatológicos desfavorables rikhurijtin qhawakun.

Kaymanta parlaspaga, riesgos externos hacia la baja nisqamanta, ichachus Zona Euro chiqampi qullqi manu astawan jatunchakunman, chay pacha demanda externa pak'ikuj jinaman chayanman chay jucharayku precios internacionales de commodities nisqa uraykunman. Chantapis kay factores internos maykunachus uj pisi inflacionllapi tukunman, kaymanta llojsin; i) Allin kawsayman chayanapaj Organo Ejecutivo qutuchay, políticas de abastecimiento interno nisqata puririchin, kay soberanía chantapis seguridad alimentaria allin qhawasqa kanampaj; ii) pisi tarifiastata churaspa chay servicios básicos chiqankunapi maykunatachus empresas nacionalizadas manari kuraj regulación estatal nisqawan apaykachashanku.

Allinpunis kayta rijsichiyqa, wakin kuti jina, ichachus riesgos al alza yachakushanman, autoridad monetaria, khuska Órgano Ejecutivo qutuchayman políticas nisqata puririchinqanku, boliviano qullqinchismanta poder adquisitivo mana wicharinampaj, ajinamanta suyunchis allin llajta jina wiñanampaj yanapashanchis, maychus mandato constitucional kamachisqanman jina.

Ñamomichi Ñemongeta

Opa roechauka guire signos reta opaete oyeapo primer trimestre 2012 pevae, opaete mbaraviki korepoti mundial pegua ochauka ipiau ñemongeta, kuae jaeko oime ñomai ou crisis de deuda soberana Zona Euro pe jaerambue, moderados reta omombeu ñandeve mbaraviki korepoti EE.UU regua. Jare mbeguepeyae okuakua ojo economías emergentes kuae oasa oime jokuae debilitamiento de demanda global jee vae. Kuae ojovi tape ñañemoatagatu rupi Informe de Política Monetaria (IPM) yasi julio peguape. Crecimiento económico mundial 2012 pe oipitiko (3,2%) kuae oipota jei mbovipyae okuakua iru arasa rami (3,9%).

Oyuvakeko desaceleración oime jeta ñemongeta externa global regua jare mbaetibate jetarupi okuakua yave economías avanzadas rami jare emergentes, arasa 2012 jetapeyae oyuvakea mbaereta jepi, opaete kuae ñemongeta reta jetapeyae oyuvakea iru arasa oasa rami.

Jokuae ñemongeta rupi, opaete banco jeta korepoti guinoivae jare emergentes oñangareko politica ikaviguere oechauka tasas jare interés iguirupi erei opaete kuae ñemongetareta oime guinoi mborokuai ikavigue, kuae ndive ñande puereta demanda reta jupi rupi ñanoi mercados monetarios jare financieros jee vae.

Tenondete yave mercados financieros mundiales jaekometei incertidumbre reinante oparareve peguara, opaete kuae ñemboavaireta oñemboapiño guinoi oñorarovaera crisis de deuda soberana Zona Euro jee vae ndive, opaete kuae ñemongeta reta oyeapoko Congreso EE.UU aniaräma oime “abismo fiscal” jare aniaräma oime crecimiento mundial economía ma ikavivae.

Kambioreta okuakua yoguiraja vaera, omoatagatu jaeko inversionista oeka väera activos ikavivae jokoraiyave oñovatü kavi vaera dólar estadounidense, omoatagatu vaera kuae ñemboe jokorai oñemboete vaera arasa mbitepe. Opaete kuae ñemboetereta teta rupi ñavo öi vae oñemboambueyeko, iru korepotireta ogueyi jepigui (Brasil jare Argentina) jare iru teta reta (Chile, Perú jare Colombia) jekuaeyae tenonde yoguiraja ñemboete reve flujo de capital.

Irue vae jaeko mercado interno, opa oñemboapi arasa 2012 yave inflación oipitiko 4,5%, oñemoikavi ojo ikaviape IPM jei rami yasi enerope (3,5%-6,5%) jare juliope (4,25%-5,75%), jokogui oyeapo proyección central mokoigui (5%) arasa 2012 comportamiento inflación oyeapo kavi ojo opaete kuae mbaraviki kuae jepi vaereta opa oimoikavi yoguiraja alquileres jare remuneraciones empleada doméstica peguara, mbaeti vate oyoavi división de tembiuretape, kuae jaeko jeta omaeti ramo jare ikavi oki jekuae oñemaeti vaera, mbaeti vate oime ñeenguru inflacionarias opaete korepoti economía global yae chupe vae, jare irue vae jaeko oime jeta yerovia yayapo vaera políticas implementada BCB jare Órgano Ejecutivo jaeko oyapo control inflación regua.

Opaete mbaraviki reta economía nacional regua, previsiones reta oyeapo vae IPM yasi enero jare julio arasa 2012 omboeu ñandeve PIB omboapita kuae arasa metei crecimiento 5% jare 6% opaete kuae ñemongeta reta öi kuae ñemboavaire vae oipota jei okuakua ojo iru arape rami, kuae resultado reta ngaraa ipuere omombeukavi factores de demanda agregadape, ipueretako oime desaceleración amogüe sectores arasa omboipi ramo yave.

Jaeyave ñande puere yae chupe opaete kuae okua

kua ojo vae öima metei límite tenondegua rango anunciado jei chupe vae. Iruye gastore, demanda interna jekuaeyae omoangeko ojo okuakua vaera jare ñagekoreve kuae económicoreta.

Kuae comportamiento öi vae sector oechauka metei posición externa añetete oechauka vaera jetape oyeupi nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) jare metei posición acreedorape kuae arasa pañadepo guive. Kuae Cuenta Corriente oeka superávit, kuae tenonde guirajavae jaeko saldo positivo de la Balanza Comercial jare remesa familiar jee vae; Cuenta Capital Financiera oechauka metei saldo añetete vae, kuae omoesaka ojo Requerimiento Activos Líquidos (RAL) oime requerimiento de encajepe rambue kuae korepoti extrajera rambue. Resultado superávit Cuenta Corriente Balanza de Pagos, Cuenta Capital jare Financiera jaeko jetape ombori okuakua vaera jaeko déficit, RIN ndei arasa omboapiguire oñokenda oipitiko \$us 14.000 millones.

Intermediación financiera, jaeko deposito yayapovae korepoti regua opaete kuae reta oime ñogüinoi flujos récord jee vae, kuae reta oime guinoi mirata jekuae ipuere vaera kuakua ojo opaete mbaraviki economía regua. Sistema Financiero jekuae oaröuka indicadores reta, ipuere vaera jekuae oime solvencia tätague jare liquidez.

Kuae modificaciones ñogüinoi ipipe vae jaeko Encaje Legal, jaenungavi ombori oime vaera regulación liquidezgui, omotimbo kavi reta ipuere vaera oyapo Bolivianización oyapo vaera depósito korepoti oekiagui jare opaete sector omaeti vae. Arasa oñeokenda güire, Bolivianización cartera oipiti 80% jare depósito oipiti 72%, kuae oipota jei jetape okuakua arasa 2011 gui.

Jaerambueko, kuae orientación política monetaria oñovatu metei ñemongeta aniarama oime metei inflación iguirupiyaevae jare oipotavi jekuae mirata ndive ñambokuakua yaraja ñande mbaraviki económica regua. Kuae ñemongeta ndive, oferta semanapegua ogueyi mbegue mbegue ojo mboapi yasirupi ereingatu ipueretavi omoaugmenta irundiape, kuae jaeko ipuere vaera okuakua iru arasarupi oyoapöara redención neta de títulos omboapi vaera liquidez del Sistema Financiero jare jokorai oyapo kavi vaera dinamismo de créditos. Jokoraiñovi omoatagatu oyapo kavi vaera Órgano Ejecutivo

ipuere vaera omaekavi control de inflación re, opaete kuaereta oyeapo nogüinoi vae jaeko oimevaera jeta rupi tembiu ñandeve peguara.

Metei ñemongeta imarupi vae oimetako ñamaekavi jese kuae inflacionarias externas aniara oime incertidumbre mercados globales rupi, kuae tipo de cambio jupirupiko öi, kuae ndive jekuae omoatagatu ojo opaete ñande netarareta kuae, indicador ombori jekua vaera ojo tenonde proceso de Bolivianización, aniara oime desalineamientos kuae tipo de cambio jupirupi jare equilibrio consistente ndive jare oimetavi guinoi tendecia imarupi jare mborika reve.

Kuae arasa 2013 ñaarota ñai resultadoreta, ñemongetareta economía mundial oechauka ñandeve metei recuperación oimeta imarupi okuakua ojo, oyuvake seri IPM yasi julio arasa 2012 rami. Kuae escenario yavaimbae jaeko incertidumbre jakue rupi öi vae mercados financieros internacionales, resultado kuae implementación jare medidas estructurales jaeko omodebilitatavae efectos opaete crisis ipiarevae Zona Euro, jare kuae oipiti oñonokavi fiscal de deuda mbaeti traumatiko vae teta guasu EE.UUpe. jaeyave, oipititako okuakua ojo kuae económico mundial ipueretako 3,5% (FMI) jare América Latina oñemoikavita jendapeño 3,8% (CEPAL).

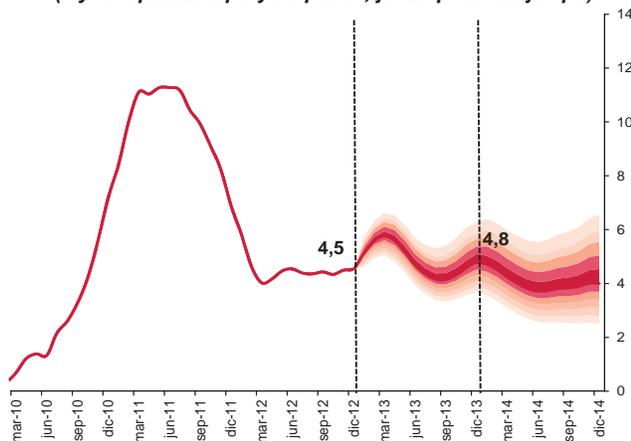
Ñañemongeta kuae mbaraviki oyapo öi economía nacional oechauka ñandeve kuae arasa 2013 jetape okuakuata jare oita 5,5% ndive. Opaete kuae reta omojaanga ñandeve arasa 2012 oime corrección sectores reta oime güinoi metei mbaraviki ikavimbae minería jare transporte ndive. Anyave rupi, oimema ikavigue mbaraviki oyeapo öi vae sector hidrocarburos ombororireve oyeapo kavi vaera industria Brasil pe, omboapi vaera contrato de expotación Argentina ndive jare okuakua ojo vaera yaiporureve gas mercado interno pe.

Iruyevae jaeko, yarovia reve tenondegua importaciones de bienes de capital ikaviko yayapo vaera ipiau proyecto de inversión pública, privada jare leves correcciones jepi vaera kuae exportaciones reta; ipueretako oime metei saldo deficitario Cuenta Corrientegui kuae arasa 2013 pegüara. Erei mbaraviki jekueñota ojo tenonde opareve opareve oparavikivaereta ndive jare jokorai jekuaeta okuakua ojo arasa 2012 arasa rami, erei restricciones ambueyeta teta Argentina jare ngaraama oime

mbaraviki Españape, jaeyave capital jare financiera ngaraama ipuere oyapo desembolso deuda externa sector público peguara, kuae jaenunga jupi kavíajecha òi compensada inversión irü ikatu koti ndive korepoti Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO). Kuae resultado Cuenta Corrientepe jare Cuenta Capital jare Financiera ipuereko oyapo ogueyi ojo mbeguerupi RIN jee vae. Kuae mbaraviki ngaraa omboavai ñemongeta tetareta ikatu rupi ñogüinoi vae, jare jokorai ñemongeta reservas internacionales FINPRO, jaeyave arasa 2013 ñeokendata ipiau incremento RIN dive.

Arasa 2013 pe oimetako metei inflación 4,8% jare ipueretako oipiti 3,8% jare 6,3% arasa 2014 oimetako oipiti en torno meta mediano plazo rami (4%).

INFLACIÓN OMAE JARE OECHAUKA 2010-2014
(Oyoavi pañandepo yasi pevae, jaeko porcetanjés pe)



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%.

Erei, kuae mbaraviki kuti katumi oyeapo òi vae jaeko inflación omboyupavo guiraja riesgos añetete òita contexto interno jare externo, oyiapotavae, ipuereko

kutikatu guiraja kuae trayectoria ñaro yaiko vae. Rei añetete ñemongeta jaeko; i) potencial repunte en el crecimiento externo guirajata inflaciones de demanda pe; ii) mayor inyección de liquidez en economía avanzadas, kuae ipueretako oyapo flujos de capital iru tēta koti jare oimetavi jeta ñemongeta ikavigue kuae korepoti socios comerciales reta koti, kuae guirajata tuicha rupi inflación importada.

Kuae riesgo internoreta oyeupi ojo rambue ipueretako kuae osusere: i) oimeta incrementos de bienes jee vae y/o mbaetiyave ima arasarupi ñeñuvatu ojo vae; jare ii) ipuereta oime shocks ñemee kuae temitireta oikomegua ara pochii jekopegua yave.

Kuae jaeko ñemboavai ikatu koti oyechauka òi vae, kuae reta oimetako ñemonmirata añetetegue omotimbo kaviara opaete ñemongeta reta ikavimbae ñoguinoi Zona Euro pe, kuaereta ipueretako ombogueyi demanda externa jare omomichita opaete jepi internacional rupivae. Erei factores interno ipueretako oyuvake inflación iguirupi erei ipueretako kuae oasa; i) resultados reta ikavitako òe políticas de abastecimiento internos kuae tenonde guirajavae jaeko Órgano Ejecutivo kuaendive oipota omboasegura soberanía jare seguridad alimentaria; jare ii) jare michirupiyae guinoi opaete jepi retavae empresas jaeramoetei ñemonacionaliza y/o jare mayor regulación estatal.

Ikaviko ñamboikuere, iru pe rami, opaete kuae concreción amogue riesgo alzape, kuae autoridad monetaria oyapo kavi vaera Órgano Ejecutivo, jekuaeta oparaviki ombokuakua vaera políticas ipuere vaera oyapo kavi poder adquisitivo kua moneda nacionalre jokorai yave guiroata kavi vaera desarrollo económico jare social economía bolivianagui, mborokuai constitucional jeirami.

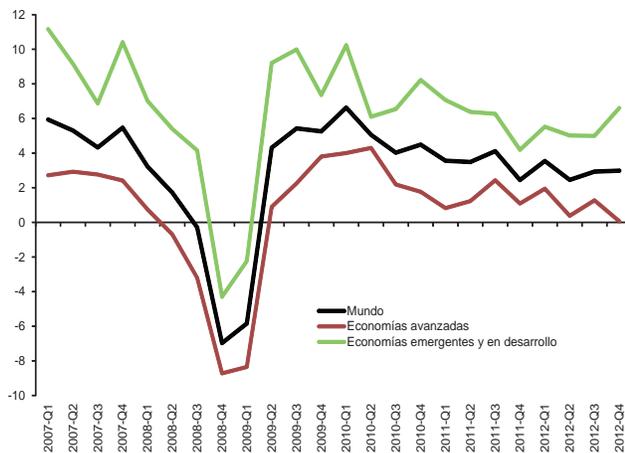
I. Contexto internacional

Luego de presentar signos de recuperación en el primer trimestre de 2012, la actividad económica mundial experimentó un nuevo debilitamiento debido a la ralentización del crecimiento de las economías avanzadas (1,3%) donde destaca la continuidad de la crisis de deuda soberana en la Zona Euro y moderados indicadores de actividad económica de EE.UU. Asimismo, contribuyó a este comportamiento una mayor desaceleración en el ritmo de crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo (5,1%) producto del debilitamiento de la demanda externa global, aunque este grupo de economías expuso algunos signos de recuperación a fines de la gestión. De esta manera y en línea con las perspectivas del anterior IPM, el crecimiento económico mundial estimado de 2012 (3,2%) fue menor al de la gestión anterior (3,9%).

Respecto al nivel global de precios, se debe mencionar que pese a la recuperación de los precios de las materias primas y al leve aumento de los precios de los carburantes, después de observarse correcciones a la baja durante el segundo trimestre del año, en promedio la tasa de inflación mundial de 2012 (3,9%) disminuyó 0,6pp con relación a la gestión anterior. Los niveles de inflación tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y en desarrollo se estabilizaron en torno a tasas menores (1,7% y 6,2%, respectivamente) respecto a las observadas a fines de 2011 (2,5% y 6,6%, para cada caso). Este comportamiento estaría asociado a la desaceleración de la demanda externa global y las menores perspectivas de crecimiento, especialmente de los países emergentes, pues desde el segundo trimestre resurgió la preocupación por el debilitamiento del ritmo de crecimiento de China, dada su importancia en la demanda mundial de commodities.

Ante este panorama los principales bancos centrales tanto de las economías avanzadas como emergentes

GRÁFICO I.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(Variación trimestral anualizada, en porcentajes)



FUENTE: FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, enero de 2013
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

mantuvieron la orientación expansiva de sus políticas mediante tasas de interés de referencia en niveles bajos, además de la aplicación de medidas de política monetaria no convencionales, como los programas de flexibilización monetaria cuantitativa y las reducciones en los ratios de reservas bancarias, en busca de estimular la demanda agregada y estabilizar sus mercados monetarios y financieros.

Los mercados financieros internacionales estuvieron fuertemente influidos por la incertidumbre respecto a las medidas para enfrentar la crisis de deuda soberana en la Zona Euro (dada la prolongación de la crisis de deuda griega y los efectos contagio hacia otras economías como España e Italia), las duras negociaciones en el Congreso de EE.UU. para evitar el “abismo fiscal” y las cambiantes perspectivas de crecimiento mundial, en particular de EE.UU. y China.

En ese sentido, el dólar estadounidense tuvo importantes apreciaciones en términos multilaterales a mediados de año, reflejando la búsqueda de activos más seguros por parte de los inversionistas. Por otro lado, ante el debilitamiento de la demanda externa, las economías sudamericanas más grandes (Brasil y Argentina) expusieron significativas depreciaciones acumuladas de sus monedas, en contraste a otras economías también importantes (como Chile, Perú y Colombia) que revalorizaron sus monedas, dados los importantes inlfujos de capitales que enfrentaron.

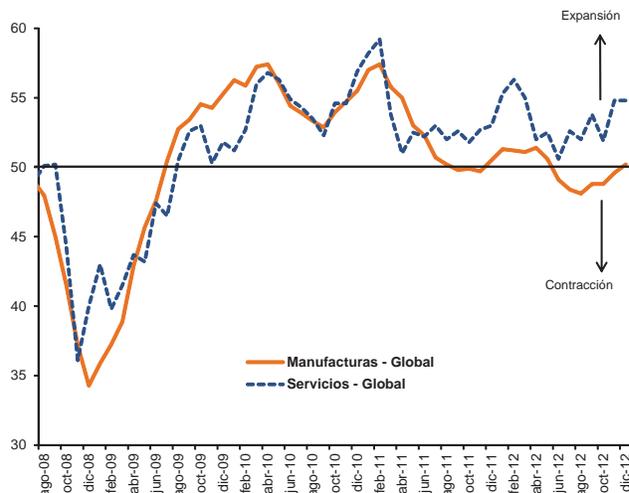
I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Después de presentar signos de recuperación en el primer trimestre de 2012, la actividad económica mundial experimentó un nuevo debilitamiento en el segundo trimestre, que persistió en los países avanzados y comenzó a revertirse al finalizar la gestión en los países emergentes y en desarrollo (Gráfico I.1). Las tasas de crecimiento de estos dos grupos de economías fueron menores en 2012 (1,3% y 5,1%, para cada caso) respecto al año anterior (1,6% y 6,3%) debido a la continuidad de la crisis de deuda soberana en la Zona Euro (dada la prolongación de la crisis de deuda griega y los efectos contagio hacia otras economías como España e Italia), los moderados indicadores de actividad económica registrados en EE.UU. y la desaceleración en el ritmo de crecimiento de las economías emergentes, especialmente de China. De esta manera, el crecimiento económico

mundial promedio estimado para 2012 (3,2%) registró una disminución de 0,7pp con respecto a la gestión anterior.

A nivel sectorial, a partir de mayo los indicadores globales de manufactura mostraron un menor desempeño con respecto a los primeros meses del año donde se había observado una importante recuperación en el dinamismo del sector. El índice global de manufacturas (basado en las encuestas realizadas a los gerentes de compras, *PMI* por sus iniciales en inglés) se ubicó en la zona de contracción (por debajo de 50 puntos) con niveles similares a los expuestos a mediados de 2009, cuando la economía mundial experimentaba una profunda recesión. Este resultado fue influido en gran medida por el debilitamiento de la demanda externa global y la continua contracción del sector manufacturero de la Zona Euro, sumado a un débil desempeño del sector en EE.UU. y la desaceleración fabril de China. En contraposición, el índice global del sector servicios (*PMI* de servicios) experimentó continuas expansiones (Gráfico I.2), mostrando un leve repunte de la actividad a nivel global, debido a la mejora en su desempeño en algunas economías avanzadas y las emergentes, especialmente en los últimos meses.

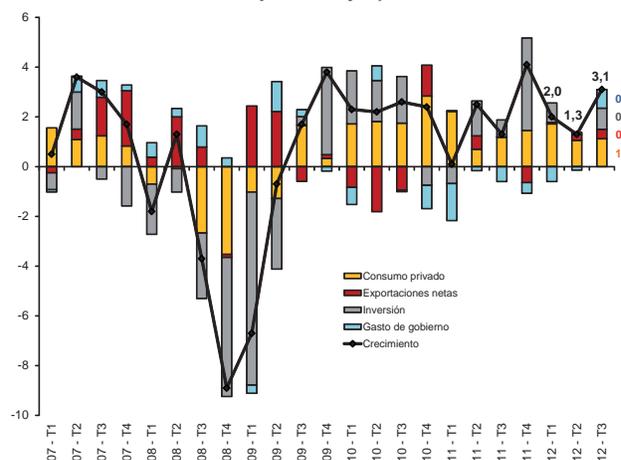
GRÁFICO I.2: ÍNDICES GLOBALES DE MANUFACTURA Y SERVICIOS



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

Con respecto a la economía estadounidense, si bien los crecimientos anualizados del primer y segundo trimestre de 2012 (2,0% y 1,3%, respectivamente) estuvieron muy por debajo del observado en último trimestre de 2011 (4,1%), cabe destacar el aporte de la demanda interna (especialmente del consumo) al crecimiento. Por su parte, la expansión económica del tercer trimestre tuvo una recuperación importante alcanzando 3,1%, gracias al impulso del consumo y la inversión privada. Los aportes de estos dos componentes (1,1% y 0,9%) más el del gasto público (0,8%), contrastaron con el bajo desempeño de las exportaciones netas (0,4%, Gráfico I.3). Cabe ponderar el repunte de la inversión privada debido a mejoras en el sector hipotecario y al mantenimiento de la inversión en bienes no residenciales (sobre todo la relacionada con equipamiento y *software*).

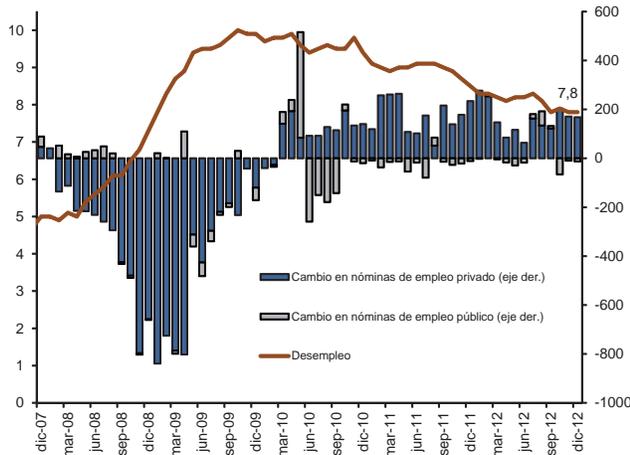
GRÁFICO I.3: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE EE.UU.
 (Tasa anualizada desestacionalizada e incidencias en porcentajes)



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

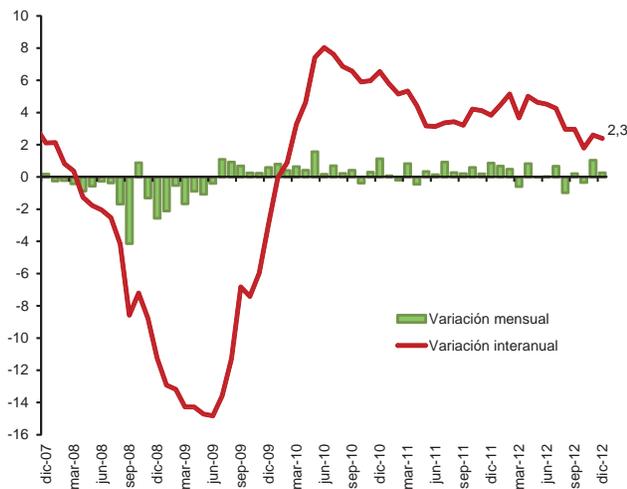
El desempeño del consumo privado estadounidense se explica en gran medida por los resultados del mercado laboral, producto de los esfuerzos gubernamentales y privados para impulsar la creación

GRÁFICO I.4: CAMBIO EN LA NÓMINA DE EMPLEO Y TASA DE DESEMPLEO EN EE.UU.
(En miles de puestos de trabajo y en porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.5: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE EE.UU.
(Variaciones en porcentajes del índice desestacionalizado)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

de empleo durante la gestión. Entre las medidas para incentivar el mercado laboral y el consumo destacan las adoptadas en el primer trimestre del año: i) la extensión del recorte de 2% al impuesto a las nóminas salariales, ii) la mantención y una ampliación relativa de los subsidios para los desocupados y, iii) los reembolsos de pagos del *Medicare*¹ a los médicos hasta finales de año. A partir de la segunda mitad de año, los esfuerzos gubernamentales se centraron en una mayor inversión pública y la consiguiente contratación de personal que ello significaba.

Durante el segundo semestre de la gestión se incrementaron 958 mil nuevos empleos (excluyendo al sector agrícola), donde el sector privado continuó siendo el principal impulsor con 96,4% del total, a diferencia del primer semestre donde sólo se crearon 877 mil empleos (debido al bajo desempeño del segundo trimestre). Esto, aunado al ligero repunte del dinamismo industrial en los últimos meses del año, dio lugar a la reducción en la tasa de desempleo que alcanzó 7,8% a diciembre de 2012 frente a 8,5% con la que finalizó el año anterior (Gráfico I.4).

Después de la importante desaceleración de 2011 debido a los efectos rezagados de la crisis hipotecaria (*subprime*) y la erosión de la situación fiscal de EE.UU., el dinamismo de la producción estadounidense tuvo un repunte los primeros meses del año. Posteriormente, estas señales de recuperación se fueron disipando debido a la desaceleración de la demanda global y la incertidumbre en los mercados financieros, lo cual afectó negativamente a los niveles de inversión y la confianza de los consumidores. En el último trimestre del año, las expectativas positivas por las medidas de política monetaria implementadas por la Reserva Federal (*Fed*), se reflejaron en una recuperación relativa de la confianza de los agentes económicos. En este sentido, la producción industrial, que expuso desaceleraciones sistemáticas desde mayo hasta agosto, mostró un leve repunte los últimos meses del año, alcanzando un crecimiento interanual de 2,3% a diciembre de 2012 (Gráfico I.5) impulsado por el sector servicios y la recuperación de la actividad manufacturera, luego de que esta experimentara un descenso puntual en octubre debido a los efectos

¹ *Medicare* es el programa de seguro de salud del gobierno estadounidense para personas mayores de 65 años; también financia los programas de formación de médicos residentes de los EE.UU.

adversos del huracán Sandy en los Estados de la costa este estadounidense.

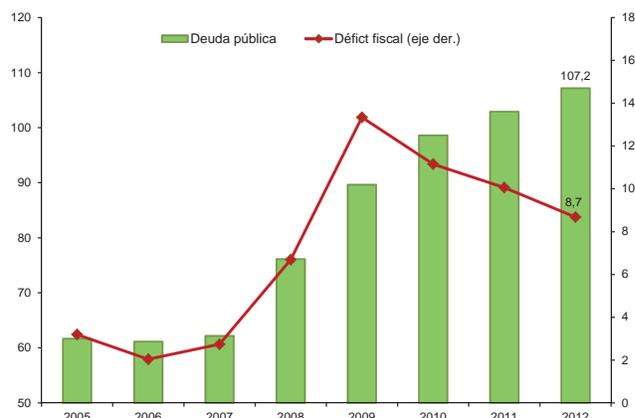
A mediados de septiembre el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus iniciales en inglés) de la *Fed* decidió implementar una tercera ronda del programa de alivio cuantitativo, lo cual implicó una importante inyección de liquidez a la economía, una reducción relativa de las tasas de interés a largo plazo y mejores perspectivas para la inversión, el empleo y el crecimiento económico.

Con relación a la situación fiscal estadounidense, según su programación actual y estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el déficit se reduciría a un porcentaje cercano a 8,7% del PIB en 2012 (Gráfico I.6) y alrededor de 7,3% en 2013, como resultado de la mayor recaudación tributaria y el menor gasto público previsto para el año en curso. Las negociaciones entre demócratas y republicanos respecto al reajuste presupuestario y al límite máximo de endeudamiento, se reactivaron luego de las elecciones generales del 6 de noviembre, donde Barack Obama resultó reelecto como Presidente de los EE.UU., pero los republicanos obtuvieron una representación mayoritaria en la Cámara de Representantes del Congreso estadounidense, lo que dificultó un acuerdo definitivo para el reajuste fiscal y de deuda.

De no haberse logrado un acuerdo al cierre de 2012, se habría producido el denominado “abismo fiscal” (*fiscal cliff*) consistente en un alza generalizada de impuestos (o el levantamiento de las exenciones impositivas) y recortes de gastos por un valor aproximado de \$us600.000 millones o alrededor del 4% del PIB, con efectos que habrían empujado a EE.UU. a una nueva recesión. El gobierno federal alcanzaría su límite máximo de endeudamiento (\$us16,4 billones) establecido por ley,² lo que técnicamente implicaría una cesación de pagos. En este sentido, el Departamento del Tesoro tomó medidas extraordinarias de ahorro por alrededor de \$us200.000 millones el último mes de 2012, lo cual le brindó un margen respecto al límite de la deuda por un máximo de dos meses mientras se busca un acuerdo final.

La postura demócrata que promovía el cobro de impuestos a las personas más ricas de ese país se

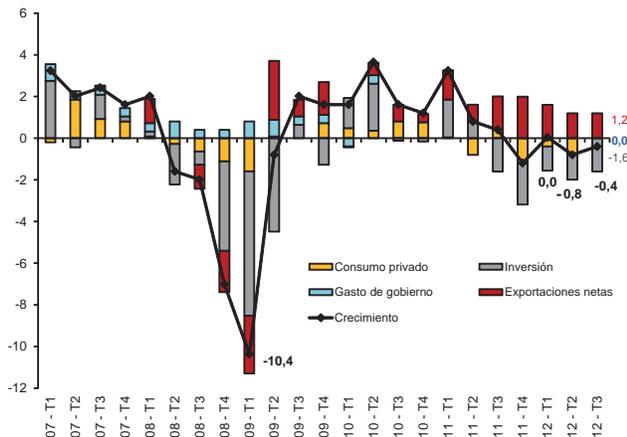
GRÁFICO I.6: EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT FISCAL Y LA DEUDA PÚBLICA DE EE.UU. (Como porcentajes del PIB)



FUENTE: FMI, Monitor Fiscal de octubre de 2012
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

² El reajuste del límite máximo permitido de endeudamiento y el plazo del 31 de diciembre de 2012 para lograr un acuerdo presupuestario para los siguientes diez años se determinaron en agosto de 2011 como una forma de apaciguar la incertidumbre en los mercados financieros. Esta fecha coincide con la expiración de las reducciones impositivas de la era de George W. Bush.

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

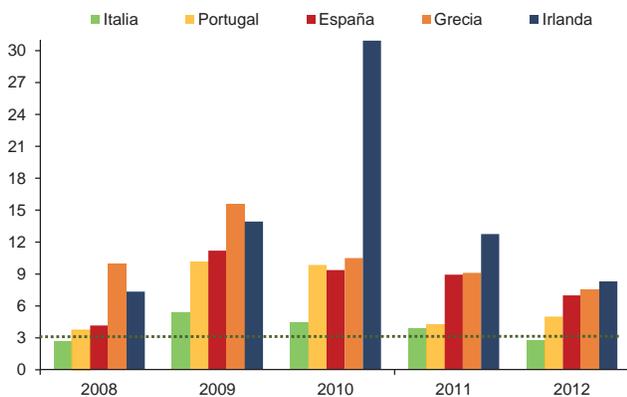
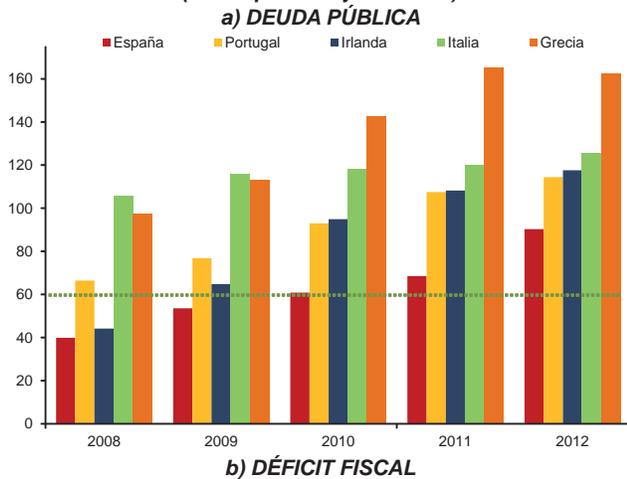


FUENTE: Eurostat - BCE
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

impuso parcialmente en el feriado de año nuevo, con la aprobación de un acuerdo en el Congreso que evitó el levantamiento de las exenciones impositivas para la mayoría de la población y además de los recortes en el gasto público. Se determinó el alza de impuestos sólo para las personas con ingresos anuales por encima de los \$us450.000 (alrededor de 2% de la población); pero quedó pendiente el reajuste del límite máximo de endeudamiento.

En la Zona del Euro, las tensiones financieras y la incertidumbre generada por la crisis de deuda soberana fueron factores importantes que explicaron un crecimiento nulo del PIB en el primer trimestre de 2012 y la contracción de este en el segundo (0,8%, tasa trimestral anualizada), comportamiento que se viene arrastrando desde fines de 2011. La prolongación de la crisis de deuda repercutió en un nuevo descenso de la producción de 0,4% durante el tercer trimestre, marcando el inicio de una nueva recesión, la cual sería difícil de revertir en el corto plazo si no se presentan perspectivas de solución al problema estructural de endeudamiento soberano que se observa en el bloque. Cabe remarcar que este resultado ocurrió a pesar de la contribución positiva de las exportaciones (1,2%), que no logró compensar el desempeño negativo de la inversión (-1,6%) y el estancamiento del consumo y el gasto de gobierno (Gráfico I.7).

GRÁFICO I.8: DEUDA PÚBLICA Y DÉFICIT FISCAL DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS DE LA ZONA EURO
(Como porcentajes del PIB)



FUENTE: FMI, Monitor Fiscal de octubre de 2012
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

El crecimiento de Alemania y Francia en el tercer trimestre de 2012 (0,8% anualizado, en ambos casos) compensó una mayor caída de la producción en la zona, dado que otras economías importantes como España e Italia, continuaron experimentando contracciones de 1,2% y 0,8%, respectivamente. Estos resultados fueron influidos por el incremento del costo de financiamiento público y el desapalancamiento del sector financiero de estas economías. Se debe tomar en cuenta que desde el año 2009, los problemas fiscales y de deuda soberana de las economías periféricas del bloque (tales como Grecia, Irlanda y Portugal) se fueron propagando hacia otras economías, con efectos negativos en los mercados financieros y de deuda. Por otro lado, pese a los ajustes fiscales de los dos últimos años, todavía se registran niveles de déficit fiscal y de deuda muy por encima de los ratios máximos establecidos en el Tratado de *Maastricht* (3% y 60%, respectivamente; Gráfico I.8); aunque destaca el caso de Italia, donde el

gobierno de Monti³ logró importantes progresos para su sostenibilidad fiscal, quedando aún por resolver su problema de excesivo endeudamiento.

Bajo este panorama, el mercado laboral continuó deteriorándose y la tasa de desempleo regional se situó en 11,7% a diciembre de 2012, siendo los países más afectados Grecia, España, y Portugal con tasas de 26,8%, 26,1% y 16,5%; respectivamente (Gráfico I.9). Los recortes fiscales, el incremento de impuestos y las demás medidas de ajuste comprometidas para reducir los excesos de deuda y déficit fiscal y así poder acceder a los programas de ayuda del FMI, Banco Central Europeo (BCE) y la Unión Europea (UE), contribuyeron a la contracción de la producción y el incremento del desempleo en estos países.

Dado que la demanda interna del bloque (especialmente por inversión) se fue deteriorando durante toda la gestión, en 2012 la producción industrial continuó con la tendencia decreciente observada desde el año anterior, registrándose una contracción interanual de 3,7% a noviembre de 2012 (Gráfico I.10). La incertidumbre y las perspectivas negativas de los inversionistas y consumidores, además de las tensiones financieras, fueron los factores determinantes que contribuyeron a la contracción de la producción manufacturera (y en menor medida a la de servicios) dentro la Zona.

Por su parte, luego de que el PIB de Japón se contrajo el año 2011 debido a los desastres naturales de marzo (terremoto y *tsunami*),⁴ la economía japonesa registró un importante crecimiento (5,7% anualizado) en el primer trimestre de 2012 (Gráfico I.11), resultado que fue impulsado por la inversión pública asociada a los programas de reconstrucción. Posteriormente, el país nipón sintió los efectos de la desaceleración de la demanda global, la persistente fortaleza del yen y las repercusiones del conflicto geopolítico con China en sus exportaciones a ese país,⁵ lo cual repercutió en

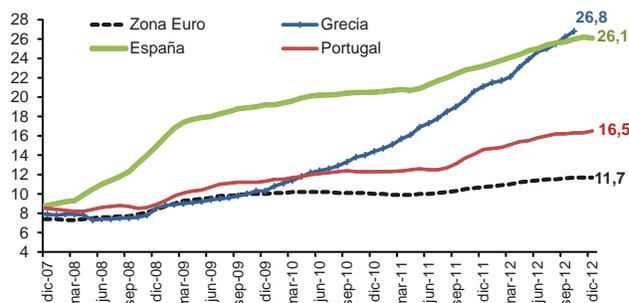
3 En fecha 21-12-2012, luego de que el Parlamento italiano aprobara la Ley de Presupuesto para 2013, el Primer Ministro italiano Mario Monti, presentó su renuncia oficial al cargo, debido a que perdió el apoyo parlamentario del partido de Berlusconi (Pueblo de la Libertad).

4 Además de los efectos adversos en las exportaciones japonesas debido a las inundaciones en Tailandia en octubre de ese mismo año.

5 En septiembre el gobierno japonés anunció la nacionalización de las disputadas islas Senkaku por lo cual el gobierno chino tomó represalias mediante mayores restricciones a las importaciones desde el país nipón. Adicionalmente, la población china redujo de manera considerable su demanda por productos de origen japonés.

GRÁFICO I.9: TASA DE DESEMPLEO DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS

(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentajes)



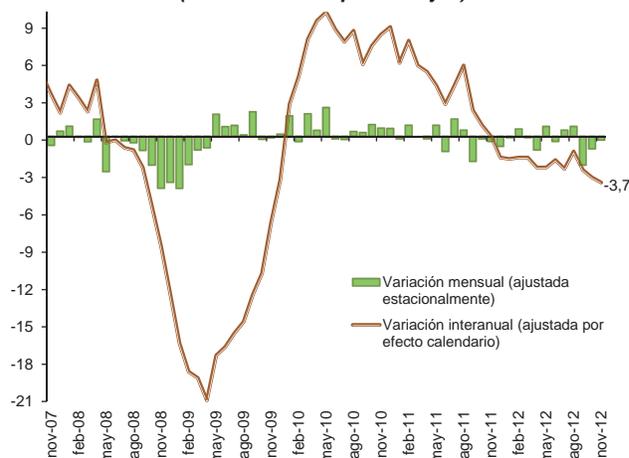
FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: El último dato disponible para Grecia es el de octubre de 2012

GRÁFICO I.10: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE LA ZONA EURO

(Variaciones en porcentajes)

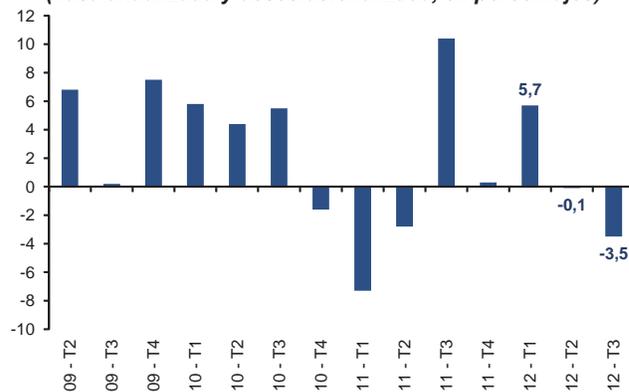


FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.11: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE JAPÓN

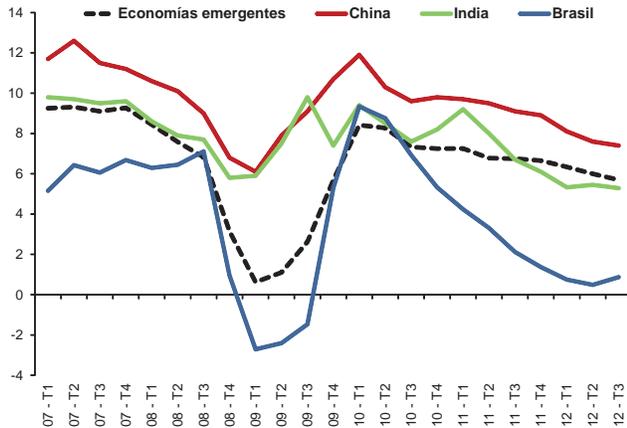
(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentajes)



FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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

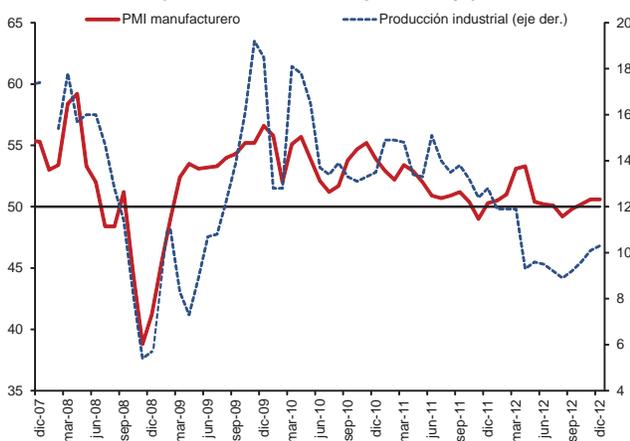


FUENTE: Bloomberg - Bancos centrales
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

la contracción de la producción durante el segundo (0,1%) y el tercer trimestre (3,5%) de la gestión.

Respecto a los países emergentes y en desarrollo, a inicios de 2012 se observó una dinámica mejor a la esperada en este grupo de economías, dado el contexto de desaceleración global descrito anteriormente, destacando el desempeño de China, cuya tasa de expansión interanual fue de 8,1% en el primer trimestre.⁶ A partir de abril de 2012 resurgió la preocupación por el debilitamiento del ritmo de crecimiento de estas economías (especialmente de China e India en Asia y Brasil en Sudamérica), dada su importancia en la demanda y en la evolución de los precios internacionales de las materias primas. El crecimiento interanual de China, que por once trimestres fue mayor a 8%, se redujo hasta 7,6% y 7,4% en el segundo y tercer trimestre de 2012, respectivamente (Gráfico I.12); debido al menor dinamismo de sus exportaciones y el debilitamiento del flujo de inversión extranjera directa⁷ a pesar de las medidas de estímulo adoptadas durante el primer semestre del año.

GRÁFICO I.13: 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

Las exportaciones de este país fueron afectadas por la menor demanda de la mayoría de las economías desarrolladas, particularmente de la Zona Euro, lo cual se reflejó en la desaceleración de sectores claves como la industria. La inversión doméstica y la extranjera directa dirigidas a este sector, mostraron un menor dinamismo, afectadas también por la evolución hacia la baja de los gastos en infraestructura. El indicador PMI de la actividad manufacturera se vio debilitado desde el segundo trimestre del año y muestra que su dinamismo experimentó una ralentización (Gráfico I.13); lo cual es preocupante para las economías en desarrollo, pues el sector manufacturero de este país es importador de un amplio rango de materias primas o *commodities* y productos intermedios.

En el marco del Plan Quinquenal 2012 – 2017, las autoridades de este país revisaron a la baja la tasa de crecimiento para 2012 de 8,0% a 7,5% y establecieron una tasa similar para 2013. Cabe recordar que

6 Aunque otros países emergentes también importantes como Brasil e India siguieron con la tendencia de ralentización de sus tasas de crecimiento, observada desde la gestión anterior.

7 Además de los efectos rezagados de las medidas adoptadas por el gobierno chino con el objeto de evitar la formación de burbujas de precios en los mercados inmobiliario y de valores a mediados de 2011.

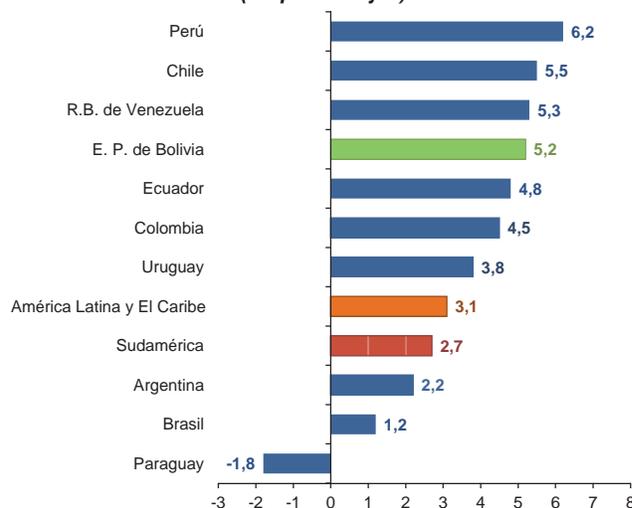
durante el quinquenio 2006 – 2010, la tasa esperada fue de 8,0%, mientras que en promedio el crecimiento observado fue de 11,2%. Ante este panorama, el gobierno confirmó su intención de implementar medidas para contrarrestar la desaceleración, centrando los esfuerzos en estímulos al consumo y apoyo a la inversión privada en los sectores de transportes, telecomunicaciones, salud y educación. Asimismo, también se pretende promover una mayor inversión extranjera directa en el sector financiero.

América Latina, luego de una desaceleración del crecimiento en los últimos meses de 2011, producto del debilitamiento de la demanda externa de la región, enfrentó una mayor moderación del ritmo de su actividad económica en 2012. En este marco, varios gobiernos nacionales impulsaron una importante expansión del crédito para que la demanda interna se constituya en la base del crecimiento económico. No obstante y pese a las diferentes medidas de estímulo implementadas, Brasil y Argentina experimentaron la ralentización de su actividad económica; en contraste otras economías importantes como Perú, Chile, Venezuela y Bolivia, destacan con tasas de crecimiento superiores al 5% frente a un promedio regional de 3,1% según estimaciones de la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL, Gráfico I.14).

En Brasil, la actividad económica se habría expandido 1,2% en 2012, tasa de crecimiento inferior a la del año anterior (2,7%). Este resultado se explica principalmente por la desaceleración de la industria, la cual fue afectada por la disminución de la demanda externa de otros países emergentes. En este sentido, el gobierno brasileño anunció que implementará nuevas medidas de apoyo y que además extenderá hasta fines de 2013 el programa de préstamos del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) para impulsar las compras de bienes de capital y así favorecer al sector manufacturero y otros sectores exportadores.

El bajo crecimiento de la economía sudamericana más grande, representó un *shock* externo para algunos de sus principales socios comerciales en el MERCOSUR como Argentina y Paraguay.⁸ En el último caso, también se sintieron los efectos de la intensa sequía

GRÁFICO I.14: CRECIMIENTO ECONÓMICO ESTIMADO DE LOS PAÍSES SUDAMERICANOS EN 2012 (En porcentajes)



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y El Caribe
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: Para Bolivia la estimación oficial es de 5,2%, mientras que la proyección de la CEPAL es de 5%

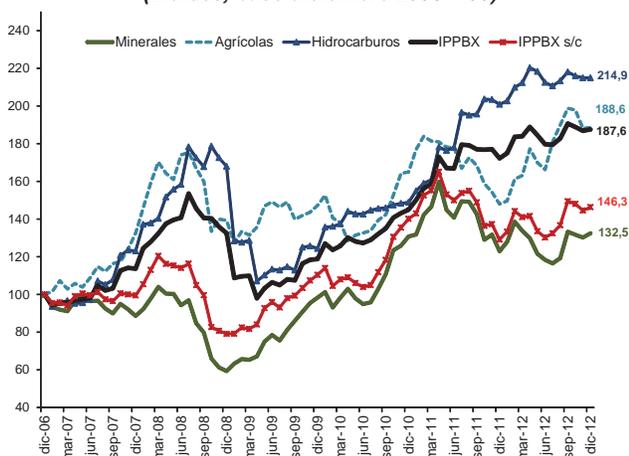
⁸ A consecuencia de la destitución del ex presidente Fernando Lugo, Paraguay está actualmente suspendido de los órganos de decisión del Mercosur bajo el protocolo Ushuaia I.

y problemas sanitarios que provocaron una fuerte caída de las exportaciones,⁹ lo cual repercutió en la contracción de su PIB (1,8%).

En Argentina, se observó tanto el debilitamiento de su demanda interna como externa, dados los efectos adversos de la desaceleración económica global y de Brasil en la región,¹⁰ lo cual repercutió en la marcada ralentización de su economía que habría reducido su ritmo de crecimiento a 2,2% en 2012 frente al 8,9% logrado en 2011. Entre las causas de este comportamiento también se debe citar al deterioro de las perspectivas de sus agentes económicos (inversionistas y consumidores) debido, entre otros factores, a las restricciones a las importaciones adoptadas desde inicios de la gestión y las limitaciones para la compra de divisas en su mercado cambiario. Estos hechos ocasionaron el debilitamiento de la dinámica de su sector industrial y de su comercio exterior.

Cabe remarcar que en 2012 algunas economías latinoamericanas aún expusieron importantes tasas de crecimiento y dado que se espera una recuperación gradual de Brasil y Argentina mediante la aplicación de medidas de apoyo a la producción y el consumo interno en 2013, la CEPAL prevé que el ritmo de expansión de las economías más importantes exponga una recuperación paulatina, estimándose un crecimiento promedio regional de 3,8% para esta gestión.

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



FUENTE: Bloomberg - YPFB
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: IPPBX s/c: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación excluyendo hidrocarburos

I.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Con relación a los precios de los principales productos de exportación del país, el Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPPBX) creció 8,9% durante 2012 y continuó con la tendencia ascendente de los últimos años, gracias al impulso de los hidrocarburos (7,0%); aunque se observaron leves correcciones a la baja a mediados de año (entre mayo y agosto, Gráfico I.15).

Excluyendo el componente hidrocarburos, los precios de los productos básicos tuvieron un comportamiento diferenciado, pues los productos agrícolas mostraron un crecimiento sostenido durante toda la gestión

9 Principalmente de carne y de soya.

10 A esto se sumó el efecto negativo en sus exportaciones, de las medidas para arancelarias en las importaciones de automotores y agrícolas impuestas por Brasil (su principal socio latinoamericano).

(27,4%) con tasas superiores al 12% en ambos semestres. En cambio, los precios de los minerales tuvieron un crecimiento anual de 7,8%, impulsados por el incremento de las cotizaciones durante el segundo semestre (11,9%), dado que el primero éstas cayeron (-3,7%).¹¹ Tomando en cuenta los precios promedio anuales, se denota una caída del IPPBX sin hidrocarburos a consecuencia del menor precio promedio de los minerales en 2012 con respecto al observado en 2011 (Cuadro I.1), comportamiento que estaría asociado a la desaceleración económica y la consecuente menor demanda de las economías emergentes durante el primer semestre del año (principalmente entre marzo y julio).

Respecto al comportamiento de los precios de los metales y minerales, cabe acotar que desde agosto éstos revirtieron la tendencia descendente observada entre marzo y julio, exponiendo un crecimiento sostenido en lo posterior. Comportamiento impulsado por el mejor desempeño de la economía estadounidense (además de las expectativas sobre la QE3 de la Fed), las restricciones de oferta de algunos países asiáticos y la estabilización del crecimiento (que había experimentado una marcada desaceleración) en el sector de la construcción chino, economía que se constituye en el principal demandante de metales refinados del mundo con alrededor del 40% del total (Gráfico I.16).

Por su parte, los precios internacionales del petróleo que habían experimentado descensos pronunciados durante el segundo trimestre del año, a partir de julio experimentaron incrementos asociados a una leve disminución de la oferta de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de los no pertenecientes a la OPEP,¹² por el resurgimiento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, especialmente las relacionadas con las sanciones y embargo a las exportaciones petroleras de Irán por parte de EE.UU. y la UE.

Respecto a los precios de exportación del gas natural, principal producto de exportación de Bolivia,

CUADRO I.1: COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA (Promedio anual)

Descripción	2011	2012	Variación
Zinc (\$us/LF)	1,00	0,89	-11,2%
Oro (\$us/OTF)	1.570,42	1.669,52	6,3%
Estaño (\$us/LF)	11,83	9,59	-19,0%
Plata (\$us/OTF)	35,26	31,20	-11,5%
Soya (\$us/TM)	484,07	525,10	8,5%
Harina de Soya (\$us/TM)	378,71	454,51	20,0%
Aceite de Soya (\$us/TM)	1.243,50	1.169,79	-5,9%
Maderas (\$us/M3)	524,70	607,93	15,9%
Algodón (\$us/TM)	3.410,51	1.977,03	-42,0%
Café (\$us/LB)	2,73	1,87	-31,4%
Azúcar (\$us/TM)	709,25	540,61	-23,8%
Gas (\$us/MPC)	8,34	9,98	19,6%
Petróleo (Brent) (\$us/BBL)	111,03	111,97	0,8%
Índice de Precios de Principales Productos Exportables			
IP Minería	140,91	127,81	-9,3%
IP Agricultura	170,71	177,62	4,0%
IP Comp Soya	185,79	201,82	8,6%
IPPBX	169,49	184,34	8,8%
IPPBX s/c	148,28	140,13	-5,5%

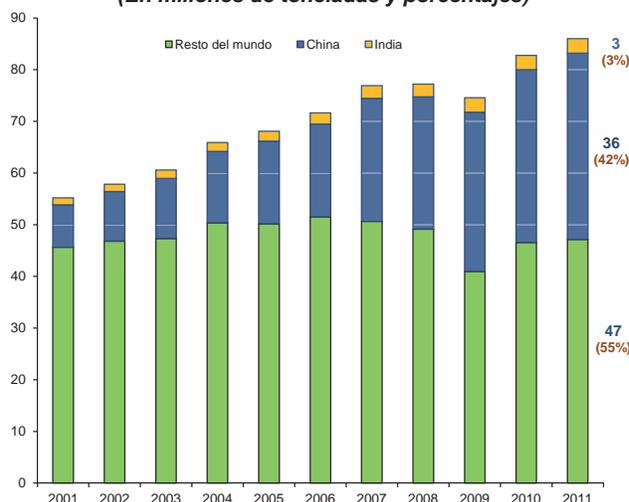
FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: Los Índices de Precios (IP) corresponden a promedios

LF= libra fina; OTF= onza troy fina; TM= tonelada métrica; LB= libra

GRÁFICO I.16: CONSUMO MUNDIAL DE METALES REFINADOS (En millones de toneladas y porcentajes)



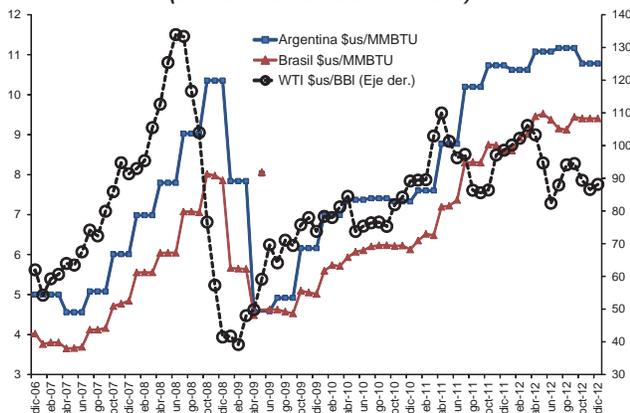
FUENTE: Banco Mundial

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

¹¹ Corresponde a la variación de los datos a fin de periodo.

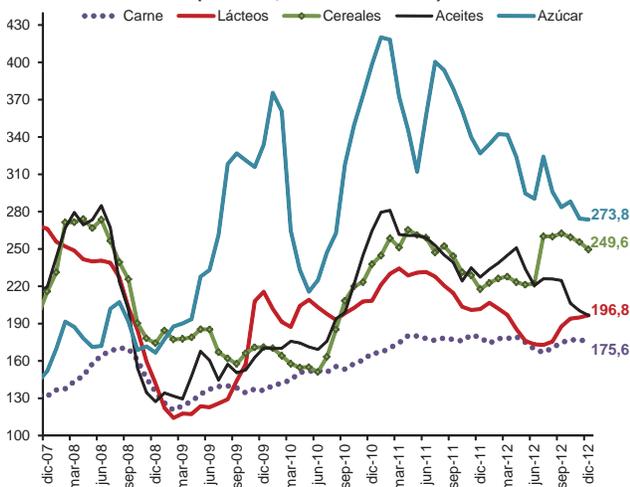
¹² Las interrupciones inesperadas del suministro de crudo en Noruega y las ocasionadas en EE.UU. por el huracán Isaac, entre otras, moderaron en alrededor de 1 millón de barriles por día (mbd) la producción fuera de la OPEP durante el tercer trimestre. Asimismo se observó una menor producción en Sudán, Siria y Yemen.

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



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

GRÁFICO I.18: ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO (Índices, 2002-2004=100)



FUENTE: Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

cabe destacar que al finalizar la gestión 2012 el precio de venta a la Argentina llegó a \$us10,78/MMBTU, mientras que el precio de venta al Brasil alcanzó a \$us9,40/MMBTU, registros que todavía se consideran históricamente altos (Gráfico I.17). Estos precios se determinan por los niveles de los precios internacionales de una canasta de hidrocarburos (*fuelles*)¹³ con un rezago de 3 meses para Brasil y 6 meses para la Argentina.

Por último, según 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), éstos experimentaron descensos sostenidos (que alcanzaron a 4,9%) en el primer semestre del año y tuvieron correcciones intermitentes al alza durante el segundo (4,4%). De esta manera, su precio promedio se vio reducido en 0,7% al cierre de la gestión. A nivel desagregado destacó un importante aumento en los precios de los cereales (14,7%) en 2012, debido a su significativo crecimiento en la segunda mitad de año (12,4%). Se debe mencionar que el deterioro de las perspectivas acerca de los cultivos de maíz en los EE.UU. (producto de las sequías) y la producción de trigo en la Federación Rusa,¹⁴ impulsó los precios internacionales promedio de los cereales durante los primeros meses del segundo semestre.

Por su parte, los productos lácteos y las carnes experimentaron caídas de alrededor de 2% (ambos) durante 2012. Estos productos mostraron importantes reducciones en sus precios durante la primera mitad del año (14,0% y 5,2%, respectivamente), pero experimentaron aumentos de precios durante el segundo semestre (13,5% y 3,6%, para cada caso) debido al crecimiento de su demanda mundial y principalmente por el aumento de sus costos de producción.¹⁵ Por otro lado, los precios de los aceites y el azúcar tuvieron caídas sostenidas durante toda la gestión (con descensos anuales de 13,6% y 16,3%, respectivamente; Gráfico I.18).¹⁶

13 El precio internacional de esta canasta de fuelles se asocia a las cotizaciones del precio internacional del petróleo.

14 Además de la posibilidad de restricción de exportaciones dadas las expectativas de una fuerte demanda para este producto por el sector ganadero (debido a los reducidos suministros de maíz).

15 Dado los incrementos de precios de los cereales de consumo animal y forraje, respectivamente.

16 En el caso del azúcar se debe señalar que a mediados de año hubo un importante incremento puntual que obedeció a las intensas lluvias a destiempo en el principal productor del mundo (Brasil), comportamiento que sería contrarrestado por los descensos de precios de los siguientes meses.

I.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y POLÍTICA MONETARIA

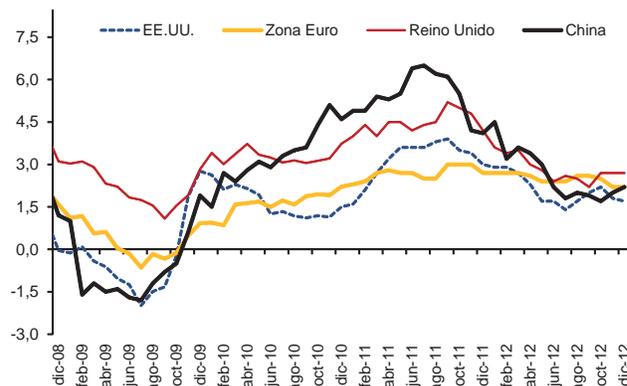
Pese a la recuperación de los precios de las materias primas y al leve aumento de los precios de los carburantes (después de observarse correcciones a la baja durante el segundo trimestre del año), según el FMI las tasas de inflación tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y en desarrollo se estabilizaron en 2012 en niveles inferiores (1,7% y 6,2%, para cada caso) a los observados en la gestión anterior (2,5% y 6,6%), destacándose el descenso de las presiones inflacionarias en China (Gráfico I.19). De esta manera, el promedio de la tasa de inflación mundial de 2012 (3,9%) disminuyó 0,6pp con relación a la gestión 2011. Este comportamiento estaría asociado a la desaceleración de la demanda global y las menores perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas y emergentes.

Este panorama motivó a los bancos centrales de las principales economías avanzadas a mantener la orientación expansiva de sus políticas con tasas de interés de referencia en niveles bajos (Gráfico I.20) y la aplicación de medidas de política monetaria no convencionales para estimular la demanda agregada, como las reducciones del ratio de reservas bancarias, alivios monetarios cuantitativos y la compra de deuda en mercados secundarios, para reducir primas de riesgo, entre otras.

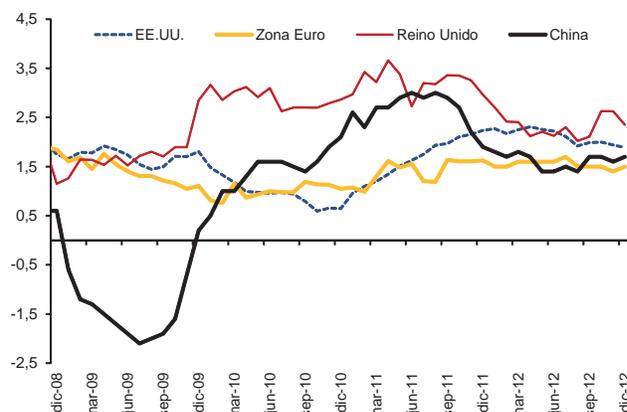
Con respecto a EE.UU., debido al crecimiento moderado de su economía, además de la debilidad de su mercado laboral y en línea con el comportamiento estable de la inflación, a mediados de septiembre la *Fed* decidió implementar la tercera ronda del programa de flexibilización cuantitativa (*QE3*)¹⁷ mediante la compra mensual de valores hipotecarios por \$us40.000 millones hasta que mejoren las perspectivas de empleo en EE.UU. Este nuevo programa de compra de bonos se suma al saldo de títulos del gobierno estadounidense y valores de

¹⁷ A finales de 2008 la Fed decidió implementar un primer programa de flexibilización cuantitativa a través de la compra de títulos públicos y valores hipotecarios de largo plazo. Dicho programa, que se vio reforzado en 2009 y 2010, incrementó las tenencias de activos de la Fed en \$us1,25 billones en valores respaldados por hipotecas, \$us175.000 millones en títulos de deuda de agencias y otros; además de alrededor de \$us300.000 millones en bonos del Tesoro. La *QE2* comenzó a finales de 2010 con la compra de títulos de deuda por alrededor de \$us600.000 millones hasta mediados de 2011.

GRÁFICO I.19: INDICADORES DE INFLACIÓN DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS (Variación porcentual interanual)
a) INFLACIÓN TOTAL

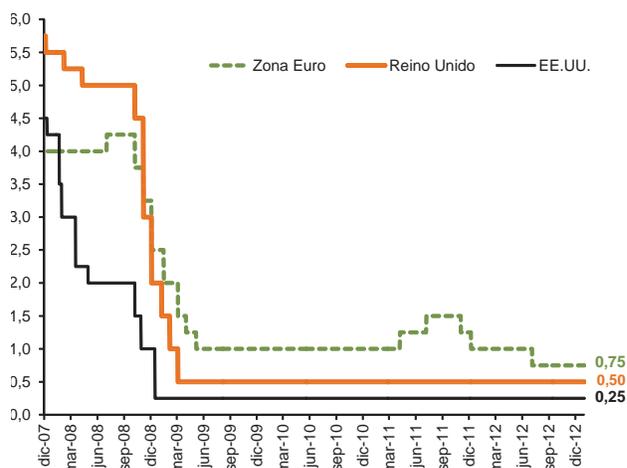


b) INFLACIÓN SUBYACENTE



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

deuda hipotecaria que el Ente Emisor ya posee por alrededor de \$us2,3 billones. La compra de valores públicos de largo plazo busca incrementar la liquidez del sistema financiero y aumentar los precios de los activos y, de esa manera, reducir o mantener en niveles mínimos las tasas de interés de largo plazo.

En julio se decidió extender la operación “*Twist*” mediante la compra de alrededor de \$us267.000 millones adicionales en bonos de largo plazo hasta finales de esta gestión.¹⁸ Por último, en diciembre la *Fed* decidió ampliar sus compras mensuales de activos de largo plazo en \$us45.000 millones a partir de enero de 2013, las que reemplazarían a la operación canje de bonos “*Twist*”. El Ente Emisor, también señaló que mantendrá su tasa de referencia en el rango de 0% a 0,25% hasta que el desempleo sea igual o menor a una tasa de 6,5% y las expectativas de inflación entre 1 y 2 años no superen el 2,5%. Asimismo, se ajustó levemente la proyección del rango de crecimiento para 2012 a 1,7% y 1,8%, desde 1,7% y 2,0% realizada en septiembre.

En el caso de la Zona Euro, para reducir los riesgos de iliquidez y fomentar el crédito, el Banco Central Europeo (BCE) inyectó un volumen importante de liquidez a los bancos europeos en diciembre de 2011 mediante créditos ilimitados a tres años 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. 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. Adicionalmente, el BCE también rebajó a la mitad sus coeficientes de reservas bancarias obligatorias a partir del 18 de enero de 2012, reduciendo de esta manera el volumen de reservas obligatorias en alrededor €100.000 millones.

El mayor debilitamiento de la actividad económica producto de la crisis de deuda que enfrenta el bloque, impulsó al BCE a reducir su tasa de política monetaria en 50 puntos básicos (pb) a fines de 2011 y la

¹⁸ Cabe recordar que a los primeros programas de flexibilización cuantitativa le sucedió, en septiembre de 2011, una operación de canje (“*Twist*”), consistente en la venta de títulos de deuda inferiores a tres años y la compra de valores entre seis y treinta años. La primera fase de esta operación concluyó en junio de 2012 y alcanzó alrededor de \$us400.000 millones.

mantuvo en 1% por siete meses, para posteriormente en julio de 2012 reducirla hasta 0,75%, tasa con la que finalizó la gestión.¹⁹ Por otra parte, a inicios de septiembre el consejo de gobierno del BCE decidió la creación del programa de Transacciones Monetarias Directas (*Outright Monetary Transactions*) consistente en la compra de deuda soberana de países con problemas financieros como España e Italia, con vencimientos de uno a tres años y en un volumen ilimitado; condicionando la intervención del BCE en el mercado secundario a que dichos países soliciten ayuda al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera o al Mecanismo Europeo de Estabilidad (*EFSF* y *ESM*, por sus iniciales en inglés).²⁰ Asimismo, no se exigirá a estos países un ajuste macroeconómico completo y a la vez se viabilizaría una línea de crédito preventiva que podría alcanzar entre el 2% y 10% del PIB, con condiciones menos restrictivas para los países que todavía puedan financiarse a través del mercado. Además, el Ente Emisor europeo renunciaría a su condición de acreedor preferente en relación con los otros acreedores.

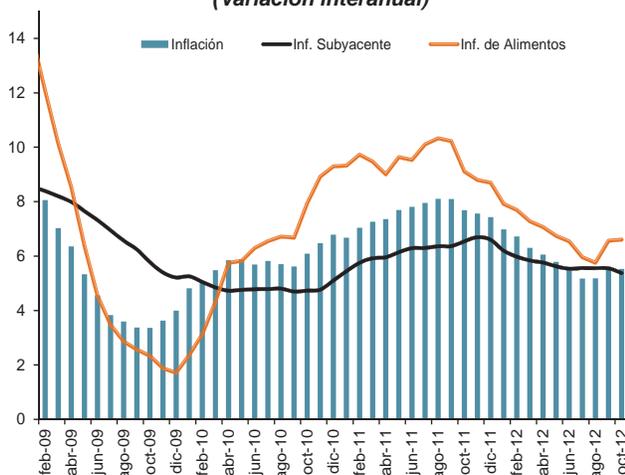
Mientras tanto, en Asia el Banco Popular de China, que inicialmente había disminuido el requerimiento de reservas para los bancos más grandes del país (50pb en febrero y mayo de 2012) hasta situarla en un ratio de 20%, disminuyó su tasa de referencia (para créditos) en dos oportunidades para revertir la desaceleración de su actividad económica acentuada desde el segundo trimestre del año. La primera disminución se produjo en junio de 2012 y la segunda en julio (25pb y 31pb, respectivamente) hasta alcanzar el nivel de 6%. En el mismo sentido y en busca de una mayor liberalización de las tasas de interés, se permitió que los bancos ofrezcan un descuento del 20% a la tasa de interés de préstamo referencial, margen por encima de lo permitido anteriormente (10%), y un premio del 10% a las tasas de depósitos, algo no aplicado previamente.

Dado que la inflación interanual de este país descendió hasta 2,0% en noviembre frente al punto más alto de 6,5% de julio de 2011, el Banco Popular

¹⁹ Asimismo, 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 *QE* en £50.000 millones, de manera que su programa de compra de activos alcance los £375.000 millones.

²⁰ Ambos fondos denominados comúnmente como fondo de rescate temporal (*EFSF*) o permanente (*ESM*).

GRÁFICO I.21: TASA DE INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
(Variación interanual)



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y El Caribe
ELABORACIÓN: Comisión Económica para América Latina y El Caribe

de China avanzó en otro tipo de instrumentos de sintonía mediante operaciones de mercado abierto para estimular una mayor liquidez y la expansión del crédito hasta fin de año. En otro frente, el gobierno y el Ente Emisor chino preparan una serie de reformas a ser implementadas desde 2013 para una mayor flexibilización del tipo de cambio y la desregulación relativa de los tipos de interés.

Dada la evolución de los precios de los *commodities* y las menores presiones inflacionarias de origen externo en 2012, en América Latina los índices de precios al consumidor (IPC) tuvieron un crecimiento menor al de la gestión anterior (Gráfico I.21). Esto hizo que las tasas de inflación observada converjan gradualmente hacia su meta en la mayor parte de países de la región. Sin embargo, se debe notar que en los casos de Venezuela y Argentina, las tasas de inflación todavía son superiores a 17% y 10%, respectivamente, en virtud a las presiones sobre los precios de su demanda interna. En el último caso, adicionalmente a lo anterior, se tuvieron repercusiones de las restricciones a las importaciones de algunos productos agropecuarios y las distorsiones en su mercado cambiario.

Por su parte, en Brasil la inflación todavía se encuentra por encima del punto medio del rango meta de su banco central (4,5% +/-2%), lo cual reduce el margen para la aplicación de mayores estímulos monetarios y financieros con el objetivo de reactivar el dinamismo de su actividad económica, la cual se vio ralentizada durante la gestión 2012.

Ante una desaceleración económica global más pronunciada en 2012, varios bancos centrales latinoamericanos mantuvieron la orientación expansiva de sus políticas.²¹ En Brasil se presentaron reducciones frecuentes en su tasa de política monetaria durante todo el año y en Colombia estas se observaron en el segundo semestre (alcanzando en cada caso 375pb y 75pb) y de esta manera sus tasas de referencia disminuyeron hasta 7,25% y 4,25%,²² respectivamente; con el objeto de moderar los efectos del debilitamiento de la demanda externa.

21 En casi todos los países se observaron crecimientos significativos de los agregados monetarios.

22 Colombia, inicialmente incrementó en 50pb su tasa de intervención a principios de 2012 con el objetivo de lidiar con las presiones inflacionarias, pero el escenario externo impulsó un cambio en su postura de política monetaria durante el segundo semestre del año.

Por su parte, México y Perú mantuvieron invariantes sus tasas de política monetaria (Gráfico I.22) ante la incertidumbre del complejo escenario financiero internacional.

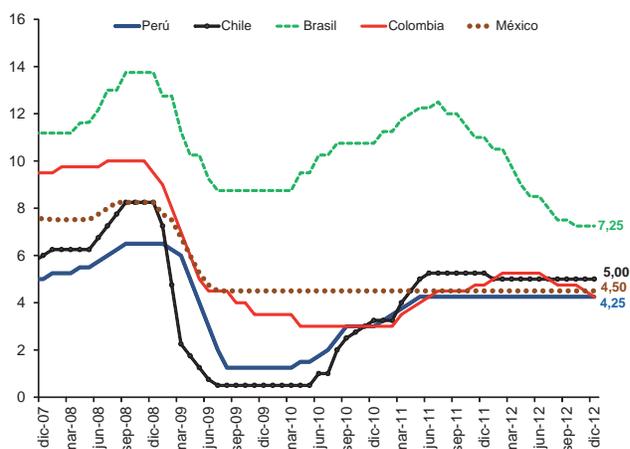
Se debe recordar que Brasil, a la par de disminuir su tasa de interés de referencia (SELIC), modificó el mecanismo de remuneración de las cuentas de ahorro. Previamente, las cuentas de ahorro podían obtener un 0,5% mensual más un factor de corrección equivalente a la mitad de la inflación oficial. Actualmente, los ahorristas obtienen el 70% de la tasa SELIC, más la misma corrección monetaria en el caso de que ésta se sitúe por debajo de 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

Después de una relativa calma en los primeros meses del año, producto de las medidas asumidas por los gobiernos de las economías desarrolladas, el BCE, el FMI y la UE (entre las que destaca el pacto fiscal europeo de marzo de 2012),²³ las tensiones volvieron a los mercados financieros internacionales (Gráfico I.23) debido a la agudización de la crisis de deuda, el deterioro de la economía española y los efectos de contagio hacia Italia. La necesidad de recursos para apoyar al sistema financiero llevó finalmente a que el gobierno español formalizara un pedido de asistencia a la UE a fines de junio para la nacionalización de cuatro bancos importantes con problemas en sus activos hipotecarios (Bankia, Catalunya Banc, NCG y Banco de Valencia), además de la creación de una entidad gestora de esos activos considerados tóxicos (denominada “Banco Malo”).

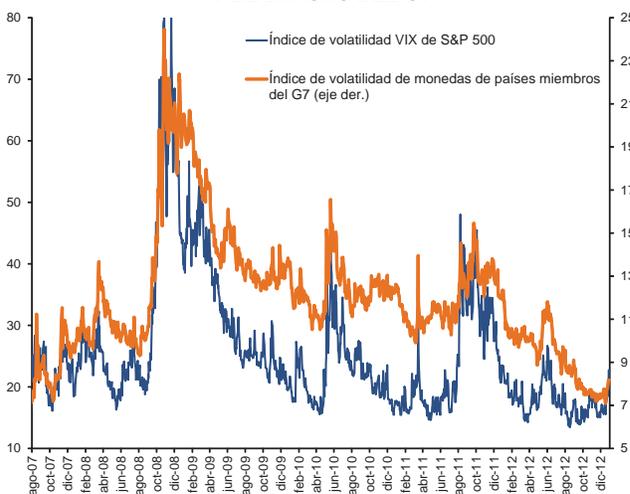
La UE, a la par de otorgar ayuda financiera al país ibérico, aprobó la extensión del cumplimiento de las metas de déficit fiscal por un año adicional hasta 2014, debido a que el gobierno anterior incumplió su objetivo de déficit en el 2011 (6% del PIB) por amplio margen y el anuncio de que la nueva administración tampoco

GRÁFICO I.22: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE PAÍSES SELECCIONADOS DE LA REGIÓN (En porcentajes)



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

GRÁFICO I.23: ÍNDICES DE VOLATILIDAD S&P Y DE DIVISAS DEL G7

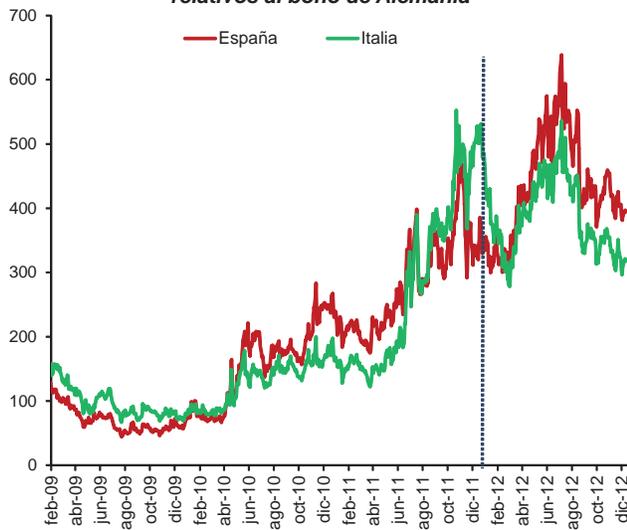


FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

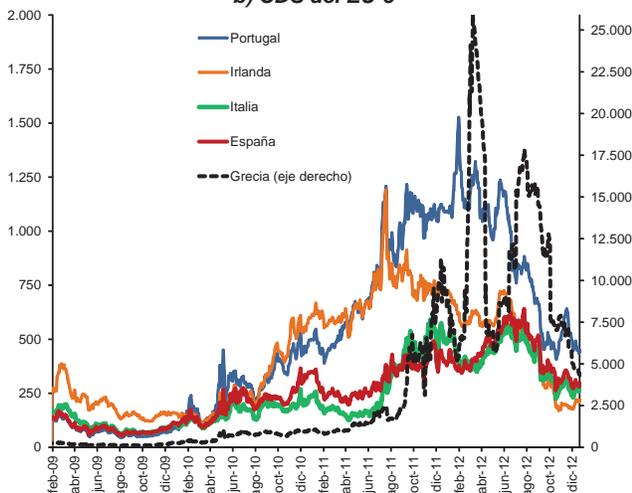
²³ En la cumbre europea llevada a cabo a inicios de marzo de 2012 se firmó un tratado fiscal que obliga a los países firmantes a incorporar en sus legislaciones reglas fiscales que limiten el déficit estructural al 0,5% del PIB, con aplicación a partir de 2016, pacto firmado por 25 países de la UE, excluyendo Reino Unido y República Checa.

GRÁFICO I.24: PERCEPCIÓN DEL RIESGO EN ESPAÑA E ITALIA
(En puntos básicos)

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



b) CDS del EU-5^{1/}



FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} Credit Default Swap a 5 años del grupo de países conformado por: Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España

cumplirá la meta de 2012 (4,4%). Posteriormente a este hecho, 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. Además, se observó la posibilidad de que el gobierno tenga que proporcionar un mayor apoyo a su sistema bancario, el cual sería recapitalizado directamente por el Estado a partir del acceso a una línea de financiamiento de hasta €100.000 millones²⁴ del *ESM* de la UE.

A fines de julio se confirmó la entrada en funcionamiento del *ESM*, en vez de hacerlo a mediados de 2013.²⁵ Un fondo de rescate permanente de alrededor €700.000 millones para posibilitar la ayuda financiera a países con problemas en el bloque. Este fondo inicialmente se había proyectado con un monto de €500.000 millones. Sin embargo y como una forma de señalización de las expectativas ante la creciente incertidumbre de los mercados financieros, en el Eurogrupo²⁶ se decidió combinar la capacidad de préstamo de este fondo con el *EFSSF*, el cual posibilitó previamente programas de rescate a Grecia, Portugal e Irlanda.

Pese a lo anterior, resurgieron las tensiones financieras en los mercados por los datos desalentadores de la actividad económica del segundo y el tercer trimestre en España e Italia. En el primer caso, éstas se ahondaron una vez que los importantes niveles de endeudamiento y déficit fiscal al interior de sus comunidades autónomas obligaron a estas a solicitar la ayuda financiera del gobierno central. En el caso de Italia, si bien avanzó en sus medidas de reducción de déficit fiscal, la escalada del costo de su financiamiento respondió al incremento de las tensiones en los mercados financieros (Gráfico I.24).

24 El gobierno español solicitó recursos al *ESM* para sanear su sistema financiero por alrededor de €39.468 millones en un primer tramo, el cual se desembolsó en diciembre de 2012 (€36.968 millones para los bancos nacionalizados y €2.500 millones para el “Banco Malo”); quedando pendiente un segundo tramo de recursos para las entidades no nacionalizadas que recibirán la asistencia del gobierno central por aproximadamente €3.000 millones a €4.000 millones.

25 Posteriormente, 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.

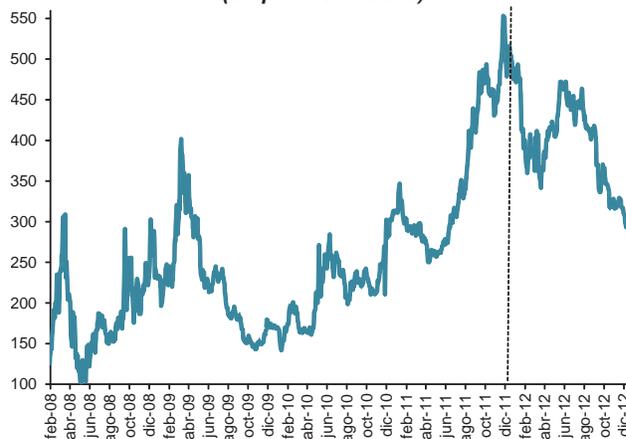
26 Reunión institucionalizada que en la UE congrega al menos una vez al mes a los ministros de Finanzas de los Estados cuya moneda es el euro, al presidente del BCE, al Comisario europeo de Asuntos Económicos y Monetarios, y a su propio presidente, elegido por mayoría de Estados para un período de dos años y medio.

Estos hechos empezaron a transmitirse al resto del sector bancario europeo, afectando el perfil crediticio de varias instituciones y, por consiguiente, de sus condiciones de financiamiento. Resultados que se reflejaron en incrementos frecuentes de los diferenciales de *swaps* de CDS de los bancos europeos, alcanzando niveles superiores a los observados en la recesión de 2008-2009 (Gráfico I.25).

A inicios de septiembre, el Tribunal Constitucional alemán validó el Pacto Fiscal europeo (concretado en marzo) y el *ESM*, dado que Alemania era el único país en el que no había refrendado este tratado.²⁷ Posteriormente, el BCE anunció la compra de la deuda soberana de países con problemas financieros como España e Italia (mediante el *Outright Monetary Transactions*) para detener el excesivo incremento del costo de sus deudas, lo cual estabilizó temporalmente la turbulencia de los mercados financieros. 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 el caso de España.

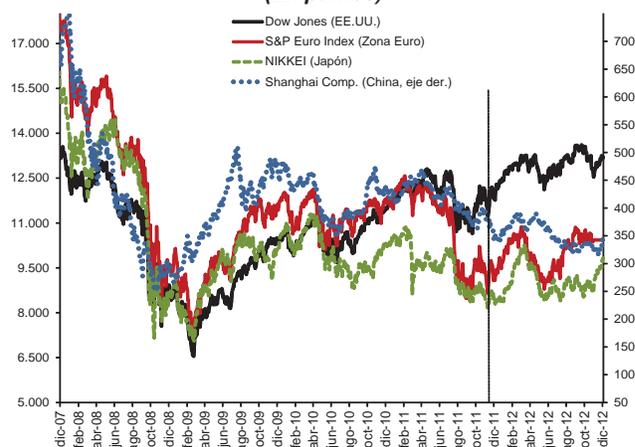
Ante este panorama, las inversiones financieras se direccionaron hacia los mercados desarrollados menos riesgosos como el estadounidense (Gráfico I.26). Asimismo, el valor del dólar estadounidense frente una canasta referencial de las principales monedas, permaneció estable con pequeñas oscilaciones hasta abril, pero entre mayo y mediados de julio, frente al panorama de creciente incertidumbre en la plaza europea, el dólar tuvo una importante apreciación en términos multilaterales, reflejando la búsqueda de activos más seguros por parte de los inversionistas, fenómeno conocido como huida hacia la calidad (*flight to quality*). En este periodo los mercados de divisas reaccionaron temerosos ante la posibilidad de la fragmentación de la Zona Euro debido a la inestabilidad política que casi ocasionó la salida

GRÁFICO I.25: DIFERENCIAL DE RIESGO DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS) DEL SECTOR BANCARIO DE EUROPA
(En puntos básicos)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

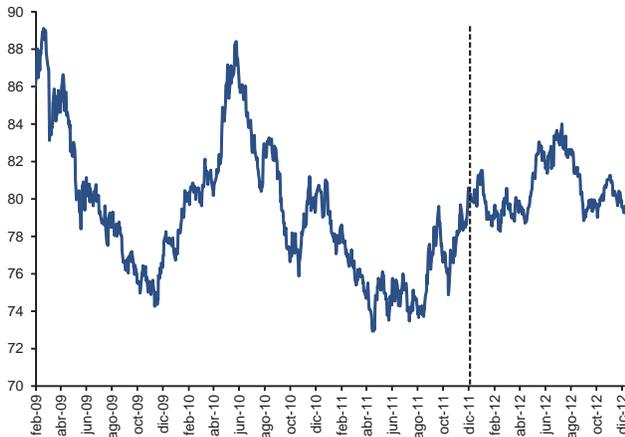
GRÁFICO I.26: EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES
(En puntos)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Para tener una perspectiva comparable con la evolución de los demás índices bursátiles, el índice de la Zona Euro fue multiplicado por 10

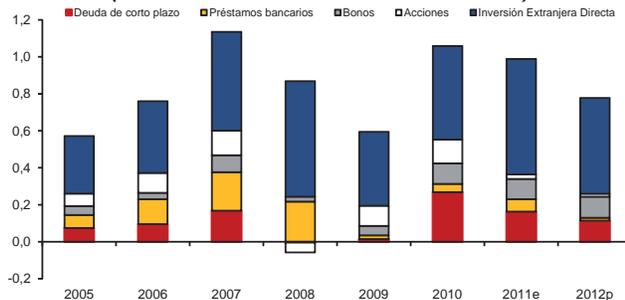
²⁷ Sin embargo, se estableció que la participación alemana no debía sobrepasar €190.000 millones, la cuota establecida inicialmente en el tratado, y que cualquier incremento debería ser aprobado por el parlamento germano.

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



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.28: FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO NETO HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES (En billones de dólares estadounidenses)



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

de Grecia del bloque.²⁸ Posteriormente el valor de la divisa estadounidense tuvo un descenso paulatino (Gráfico I.27), dadas las nuevas medidas asumidas en la Zona, así como por las mayores inyecciones de liquidez realizadas por la Fed estadounidense.

Respecto a los flujos de inversión extranjera directa hacia las economías emergentes y en desarrollo, se debe señalar que estos fueron afectados por la desaceleración del ritmo de crecimiento de las economías avanzadas y de China, pero su volumen todavía continúa siendo importante (Gráfico I.28) dada la incertidumbre en los mercados financieros más desarrollados. En la región latinoamericana los flujos de capital tuvieron un fuerte incremento en las economías que todavía exponen una dinámica de crecimiento importante como Chile, Perú y Colombia; lo cual impulsó de manera persistente la revalorización de sus monedas.

Por otro lado, Brasil y Argentina experimentaron una depreciación acumulada de sus monedas en 2012. En el segundo caso, además se destaca el aumento de las restricciones a la compra de dólares en su mercado de divisas, lo que presionó aún más la depreciación de facto en el mercado informal (la cotización del dólar paralelo o *blue*).²⁹ En el caso del Brasil, el Ente Emisor de este país intervino frecuentemente en su mercado cambiario y amplió el alcance del Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF) de 6% (para no residentes) a los préstamos en el exterior con plazos de hasta 5 años desde el segundo trimestre del año, con el objeto de reducir las presiones hacia la apreciación de los primeros meses. Desde el segundo trimestre y con mayor fuerza en el segundo semestre de 2012, este país continuó con sus mecanismos de intervención, esta vez para contrarrestar la depreciación del real brasileño (intervención en el mercado de instrumentos derivados -*swaps* cambiarios- y reducción del alcance del IOF hasta créditos a 2 años).

28 Dados los resultados de las elecciones parlamentarias de mayo en el país heleno, donde grupos políticos contrarios a los términos del rescate impuesto por la UE y el FMI, obtuvieron una importante representación, no se pudo lograr un consenso político para el nombramiento del Primer Ministro. A mediados de junio se realizó una nueva elección donde el grupo de partidos que buscaban evitar la inminente salida griega de la Zona, obtuvo la votación necesaria para conformar un nuevo gobierno de coalición.

29 Fuentes privadas especializadas de este país estiman que el dólar en el mercado negro se encuentra un 30% arriba de su valor oficial.

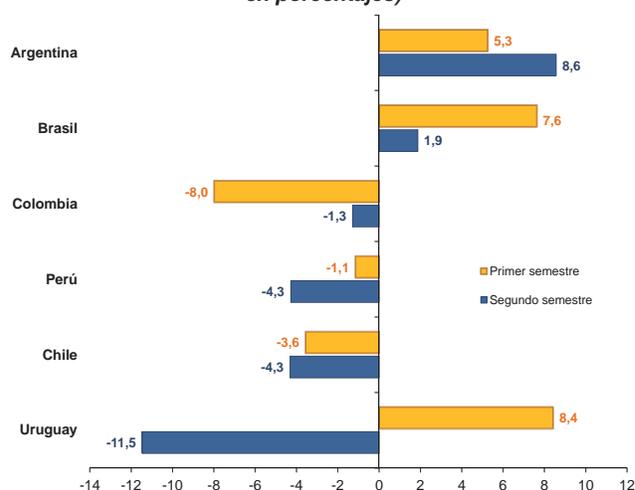
Cabe resaltar el comportamiento diferenciado durante el segundo semestre de Colombia, Perú, Chile y Uruguay, que en contraste a sus vecinos presentaron apreciaciones paulatinas de sus monedas; movimientos que en el último caso buscaron revertir la abrupta depreciación observada en la primera mitad del año (Gráfico I.29).

En diciembre de 2012, se observó una menor incertidumbre respecto al problema de deuda soberana en la Zona Euro, pues a inicios de este mes la UE y el FMI llegaron a un acuerdo con el gobierno griego acerca de las medidas fiscales y financieras necesarias para reducir su nivel de endeudamiento a 124% de su PIB para el año 2020. Una vez que este país se comprometió a realizar los ajustes fiscales requeridos y diseñó una estrategia para la recompra de sus bonos a precio reducido; estas instituciones liberaron el segundo tramo del paquete de ayuda financiera para el país heleno por alrededor de €47.000 millones (de los cuales el 75% sería de disponibilidad inmediata). Recursos que serán utilizados para recapitalizar su sistema bancario, realizar una readecuación presupuestaria y la recompra de su deuda soberana.

Posteriormente, a mediados de diciembre, los Ministros de Finanzas de la UE acordaron que la entidad encargada de la supervisión bancaria integrada sea el BCE, para entidades financieras cuyos activos superen €30.000 millones o representen más del 20% del PIB de su país y en los casos especiales en los que decida el Ente Emisor y la UE (sin límites preestablecidos). De esta manera, se impuso la postura alemana de que la autoridad monetaria europea no podría vigilar de manera efectiva a las más de 6.000 entidades financieras de la Zona Euro y a otras de la UE, por lo cual un número importante de cajas de crédito de Alemania todavía quedarían vigiladas por la autoridad germana. En cambio, en España más del 80% del sistema financiero sería supervisado por la autoridad monetaria europea y en Grecia el 100%.

Se debe señalar que en el último mes del año la preocupación de los mercados financieros estuvo centrada en las negociaciones entre el presidente estadounidense y el ala republicana del Congreso (con mayoría en la Cámara de Representantes) para evitar el abismo fiscal en EE.UU.

GRÁFICO I.29: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación trimestral respecto al dólar estadounidense, en porcentajes)



FUENTE: Bancos centrales - Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Una variación negativa significa una apreciación, una variación positiva significa una depreciación

Finalmente, cabe acotar que el resurgimiento de las tensiones en los mercados de deuda europeos, el reajuste fiscal y de deuda necesario en EE.UU., además de una mayor ralentización de su crecimiento; constituyen los principales riesgos para la recuperación de la actividad económica global. Asimismo, la desaceleración de las principales economías emergentes como China y en el caso de América Latina, de Brasil y Argentina, podrían influir negativamente en la dinámica de la demanda externa de la región y por lo tanto de Bolivia; pero dadas las medidas aplicadas recientemente en estas economías, se espera una recuperación gradual desde inicios de 2013.

RECUADRO I.1: LAS POLÍTICAS DE AUSTRERIDAD EN ENTREDICHO

Actualmente existe un amplio y acalorado debate acerca de cómo lograr la combinación óptima de políticas que permitan alcanzar un crecimiento o una recuperación exitosa después de un periodo de crisis económica. Según algunos expertos, una política presupuestaria austera es esencial si se quiere superar de manera rápida y ordenada las actuales crisis fiscales y de deuda de algunos países desarrollados y de la Zona Euro. Sin embargo, otros argumentan que la austeridad fiscal es un arma de doble filo, ya que tiene un efecto contractivo en el PIB, y que el reforzamiento del crecimiento por medio del estímulo fiscal resultaría mucho más importante.³⁰

Tradicionalmente, la condicionalidad ha sido usada principalmente por instituciones como el FMI, el Banco Mundial u otros organismos multilaterales, quienes solicitan el cumplimiento de objetivos a cambio de la otorgación de préstamos, el alivio de la deuda o la asistencia bilateral entre países. El problema potencial radica en los atributos que dichas condiciones posean; por ejemplo, algunos de estos requerimientos pueden implicar escasos sacrificios y amplias ventajas para el país beneficiado, como en el caso de metas para la reducción de la corrupción. Sin embargo, existen otras condiciones cuyos efectos sobre la economía del país receptor no son fácilmente deducibles e incluso pueden resultar dañinos, como ocurre con las privatizaciones y las políticas de austeridad fiscal.

En la Zona Euro, donde varios países enfrentan una crisis de deuda soberana, Grecia tuvo que aceptar un conjunto de condiciones (reducción del gasto público e incremento de impuestos) que le fueron demandadas por la UE, el BCE y el FMI, a cambio de créditos que le permitan paliar sus problemas fiscales y de deuda. No obstante, las medidas impuestas implicaron una reducción considerable de las prestaciones sociales para la población e incluso recortes en la inversión pública para salud y educación; afectando al consumo y a los niveles de empleo en dicho país. Estos condicionamientos y sus consecuencias han sido duramente criticados por economistas de renombre internacional como Paul Krugman y Joseph Stiglitz, entre otros.³¹

Krugman señala que la crisis española no podrá resolverse disminuyendo el déficit fiscal en algunos puntos porcentuales, en su opinión la mayor austeridad no tiene un objetivo final útil, y los únicos que la promueven son los políticos poco serios y algunos funcionarios que demandan mayor sacrificio para la economía. Según el destacado economista, el propio FMI habría llevado a cabo investigaciones que señalan que las reducciones de gasto en las economías que pasan por una fase recesiva reducirían la confianza de los inversionistas y ello aceleraría el ritmo de deterioro de la actividad económica.

Por su parte, Stiglitz cuestiona la manera en la que se puede devolver la confianza a las economías que ya estando en crisis, se encuentran además sumidas en una recesión. Él reflexiona acerca del efecto que las políticas de austeridad puedan tener para reactivar la economía cuando lo más probable, es que éstas repercutan en una contracción de la demanda, lo que reduciría aún más el producto e incrementaría el desempleo. Las medidas de austeridad, se tornarían en una especie de círculo vicioso que conduciría a las economías hacia peores condiciones en términos de crecimiento, empleo y bienestar.

Al momento de plantear sus críticas, Stiglitz señala que una expansión “equilibrada” de los impuestos y los gastos estimularía la economía en términos de crecimiento y reducción del desempleo. En este sentido, identifica que los países que cuentan con esquemas de presupuestos equilibrados se verían obligados a reducir su nivel de gasto ante una reducción de los ingresos fiscales, lo que constituiría una especie de

³⁰ Estos temas son analizados en el artículo “*The Procyclicalists: Fiscal austerity vs. Stimulus*” de Jeffrey Frankel, profesor de economía de Harvard Kennedy School (7 de agosto de 2012).

³¹ Joseph Stiglitz ganó el Premio Nobel de Economía en 2001 por su trabajo con información asimétrica y mercados financieros, también trabajó como economista sénior en el Banco Mundial y como consejero económico del presidente Bill Clinton. Por su parte, Paul Krugman fue galardonado con el Premio Nobel de Economía en 2008 por sus contribuciones en el campo de la economía internacional.

“desestabilizador automático” que muchos países, sobre todo en Europa han adoptado sin darse cuenta de las potenciales consecuencias adversas. Las secuelas de esta decisión podrían ser graves y de extensa duración.

Estos efectos negativos recaen con especial fuerza sobre gente joven que busca empleo. Actualmente la tasa de desempleo de este grupo etario en los países que han sido afectados por la crisis de deuda ronda el 50%; nivel que se ha mantenido elevado desde 2008 y las perspectivas de que se reduzca en el corto plazo son escasas.

En esta dirección, el desafío que se plantea consiste en encontrar un equilibrio entre políticas que permitan estimular la economía, al mismo tiempo que se controle el déficit presupuestario. Por tanto, una reducción exitosa de deuda implica alcanzar la consolidación fiscal y una combinación de políticas que apoyen el crecimiento. Dicha combinación debe tomar en consideración la estructura económica de los países y verse apoyada por una política monetaria oportuna.

De igual forma, la consolidación fiscal debe llevarse a cabo enfatizando reformas estructurales en las finanzas públicas y no de corto plazo; es decir, las instituciones fiscales deben jugar un rol cada vez más relevante en la economía. Tampoco se debe olvidar que la reducción de la deuda pública toma tiempo, especialmente cuando el contexto externo es tan débil e incierto.

En el actual contexto de crisis de deuda, la política económica en la Zona Euro parece estar dominada por el paradigma de la austeridad y la disciplina, características de la ortodoxia económica, aunque ciertos países importantes como Francia empezaron a realizar un viraje heterodoxo en la aplicación de sus políticas.³² Se ha hecho mucho más frecuente, tanto a nivel académico como profesional, el escuchar voces de advertencia acerca de que la austeridad por sí sola podría resultar desastrosa y conduciría hacia un circuito de menor crecimiento y mayor crisis. Habrá que esperar los resultados que se deriven de los distintos esquemas de política que están siendo implementados por los países en crisis para evaluar su efectividad; sin embargo, este tipo de políticas ya fueron aplicadas extensamente en la década de los ochenta y noventa en Latinoamérica con resultados desastrosos.³³

32 El propio presidente François Hollande es un crítico de las políticas de austeridad y actualmente cuenta con un plan para incrementar los impuestos a las personas con mayores ingresos como vía para reducir el déficit fiscal e incentivar la actividad económica por medio del gasto público en infraestructura.

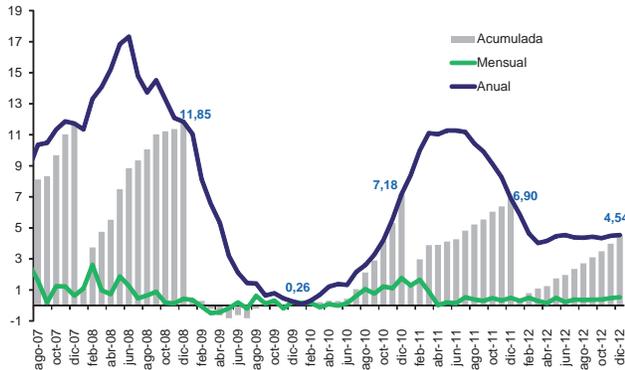
33 En el artículo “Repensando la Política Macroeconómica”, Olivier Blanchard et al. (2012) identifican las limitaciones de la política económica tradicional, heredada luego del supuesto éxito alcanzado a mediados de la década de los 80’s y principios de los 90’s para controlar las crisis de deuda e inflación en economías avanzadas y en desarrollo. Después de señalar todas sus desventajas, los autores sugieren realizar una re-arquitectura de la política macroeconómica post-crisis, que vaya orientada hacia la definición de un mayor número de objetivos (no únicamente inflación) y hacia el uso de una gama más amplia de instrumentos que engloben desde la aplicación más activa de una política fiscal contracíclica hasta el uso de instrumentos de política monetaria heterodoxos (Para más detalles al respecto, ver el Recuadro “La Heterodoxia de la Política Monetaria en Bolivia”).

II. Comportamiento reciente de la inflación

Al final de la gestión 2012, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 4,5%, situándose dentro del rango de variación anunciado en los Informes de Política Monetaria (IPM) de enero y de julio de 2012 y ligeramente por debajo de la proyección central de ambos documentos (5%). El comportamiento de la inflación durante la gestión 2012 se ha destacado por su estabilidad y nivel relativamente bajo, promediando 4,5% durante los doce meses, valor cercano a la tasa de inflación de mediano plazo fijada por el Banco Central de Bolivia (BCB). En tal sentido, la variación del nivel de precios en la economía boliviana estuvo entre las menores de los países latinoamericanos, incluso por debajo del promedio regional, tanto en el primer como segundo semestre del año. En lo que respecta a los indicadores de tendencia inflacionaria, la inflación subyacente tuvo una variación similar a la inflación total aunque con cifras menores, mientras que el núcleo inflacionario se mantuvo por encima del IPC todo el año, lo que podría constituir una señal de potenciales presiones inflacionarias a futuro.

Realizando un análisis por divisiones del IPC, las mayores variaciones de precios en el año correspondieron a Bebidas alcohólicas y tabaco, Salud, y Muebles, artículos y servicios domésticos; sin embargo, las variaciones acumuladas de casi todas las divisiones en 2012 fueron inferiores a las que se registraron en 2011. Por otra parte, Cochabamba y La Paz fueron las ciudades más inflacionarias en 2012, presentando tasas ligeramente superiores a la nacional aunque estables durante toda la gestión. De igual manera, los indicadores complementarios de presiones inflacionarias (Índice de Precios de la Construcción, Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero e Índice de Actividades Remuneradas), presentaron un comportamiento acorde al de la inflación total, es decir, estable y con tendencias hacia la baja.

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



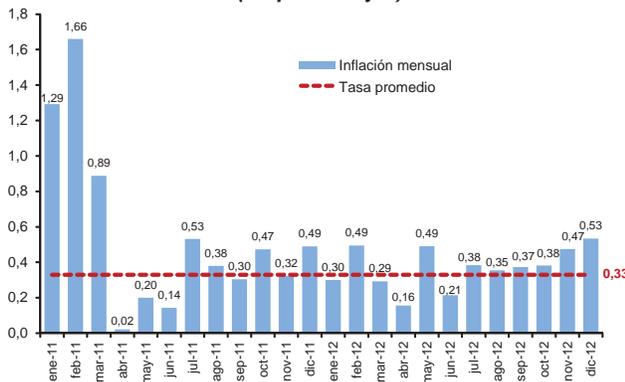
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

La escasa volatilidad en los precios de los bienes y servicios que componen el IPC y los consecuentes bajos niveles de inflación registrados en 2012 son explicados principalmente por los siguientes cuatro factores: i) ajustes en los precios relativos de algunos servicios, especialmente los referidos a alquileres y remuneraciones a empleadas domésticas; ii) la poca variabilidad en los precios de la división de alimentos, explicada por el buen desempeño del sector productor agropecuario, combinado con condiciones climatológicas favorables; iii) reducidas presiones inflacionarias externas como consecuencia de la desaceleración de la economía a nivel global; y iv) expectativas inflacionarias bajas y poco volátiles que son reflejo de la confianza del público en las políticas implementadas por el BCB y el Órgano Ejecutivo para el control de la inflación.

II.1 CONTEXTO Y EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

A diferencia de lo acontecido en gestiones pasadas, la inflación en el año 2012 se caracterizó por ser mucho menos volátil (Gráfico II.1). En este sentido, la variación anual mantuvo un nivel bajo y moderado durante la mayor parte del año, cercano a la meta de mediano plazo establecida por el Ente Emisor.

GRÁFICO II.2: INFLACIÓN MENSUAL OBSERVADA Y TASA MENSUAL CONSISTENTE CON LA META ANUAL DE MEDIANO PLAZO (4%)
(En porcentajes)



FUENTE: BCB - INE
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: La tasa de mediano plazo corresponde al promedio del periodo 1990-2011
Los promedios fueron ajustados para excluir la influencia de observaciones atípicas

El comportamiento registrado durante la pasada gestión, se debe fundamentalmente a cuatro factores: i) ajustes en los precios relativos de servicios, por ejemplo alquileres y empleada doméstica; ii) comportamiento estable de los precios de alimentos, debido al buen desempeño del sector agropecuario nacional y a un ambiente climatológico favorable; iii) reducidas presiones inflacionarias provenientes del exterior, que son resultado de la desaceleración en la economía global causada por las crisis financiera y de deuda en Estados Unidos y Europa; y iv) la estabilidad en las expectativas inflacionarias del público que contribuyeron de manera fundamental al logro de los niveles de inflación bajos y poco volátiles en 2012.

La inflación interanual al cierre de 2012 fue 4,5% y la inflación promedio de la gestión también fue de 4,5%, nivel que garantiza un comportamiento normal de los mercados y que no va en detrimento de la estabilidad y crecimiento de la economía boliviana. En esta línea, se estima que la tasa mensual de inflación requerida para alcanzar el valor de inflación de mediano plazo es 0,33% en promedio. Durante 2012, y a diferencia de lo observado en pasados años, el promedio de la tasa de inflación mensual observada (0,37%) estuvo muy cercano al valor de tendencia de mediano plazo, superior tan sólo en 0,04pp (Gráfico II.2).

En este sentido, el número de bienes y servicios cuyos precios aumentaron, coherente con el comportamiento bajo y estable de la inflación en 2012, mantuvo una tendencia hacia la baja con relación a los niveles observados en este mismo indicador en las gestiones pasadas, alcanzando 64% en diciembre de 2012. Durante este año, el promedio de los productos que aumentaron de precio fue 59%, cifra inferior a la observada en 2011 (65%), lo que constituye una señal adicional de reducidas presiones inflacionarias (Gráfico II.3).

La estabilidad interna de precios ha permitido que Bolivia alcance una tasa de inflación baja y moderada respecto a otros países de la región. Es así que durante el segundo semestre, la economía nacional se situó entre los países con cifras de inflación acumulada más bajas (2,5%), continuando con la tendencia iniciada durante los primeros seis meses y cerrando el año con un nivel por debajo del promedio regional (Gráfico II.4).

Considerando la inflación a doce meses, encontramos que Bolivia también se ubicó entre los países con menores tasas inflacionarias de Sudamérica. Destacándose el comportamiento estable, a diferencia del resto de países que presentaron mayor volatilidad (Gráfico II.5).

II.2 INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA

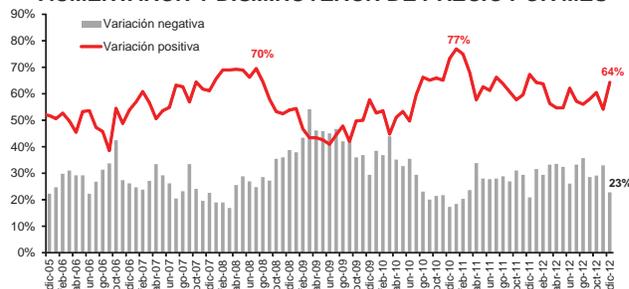
Los indicadores de tendencia inflacionaria, el IPC-Subyacente, el IPC-Núcleo y el IPC-Sin Alimentos, mostraron un comportamiento similar a la evolución de la inflación total. Estos índices son importantes para el análisis de la inflación y la toma de decisiones en materia de política monetaria, pues representan, de una manera más precisa, el incremento continuo del nivel general de los precios.

La inflación subyacente³⁴ tuvo una variación muy similar aunque inferior a la inflación total durante todo 2012, registrando 3,5% a diciembre. Contrariamente, la variación del núcleo inflacionario³⁵ se encuentra

34 Este indicador excluye los 5 bienes y/o servicios con mayor y menor variación de precios, respectivamente, así como aquellos que presentan cambios de precio provocados por factores de carácter estacional.

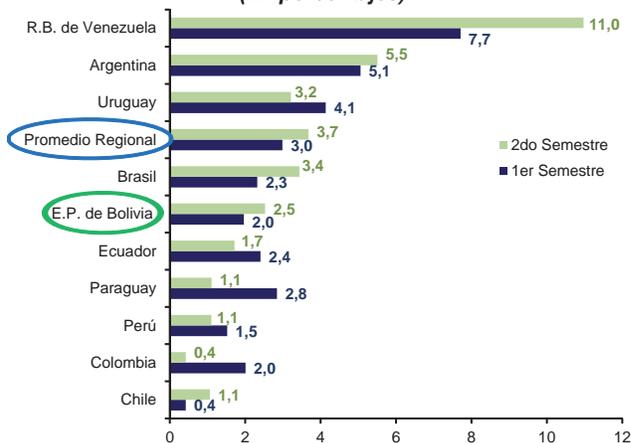
35 Dicho indicador de tendencia excluye los bienes y servicios cuyos precios presentan elevada volatilidad (como en el caso de productos alimenticios perecederos) y aquellos de carácter regulado (precios controlados, subvencionados o influenciados por factores ajenos al mercado).

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



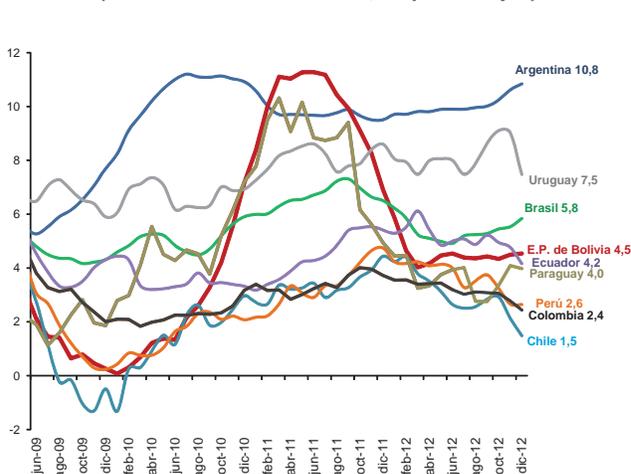
FUENTE: BCB - INE
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La suma de ambos porcentajes no es igual a 100% debido a que no se incluyen los artículos que mantienen constante su precio. Los datos consideran ajustes por el cambio de año base del IPC en 2007

GRÁFICO II.4: INFLACIÓN ACUMULADA EN ECONOMÍAS DE LA REGIÓN EN 2012 (En porcentajes)



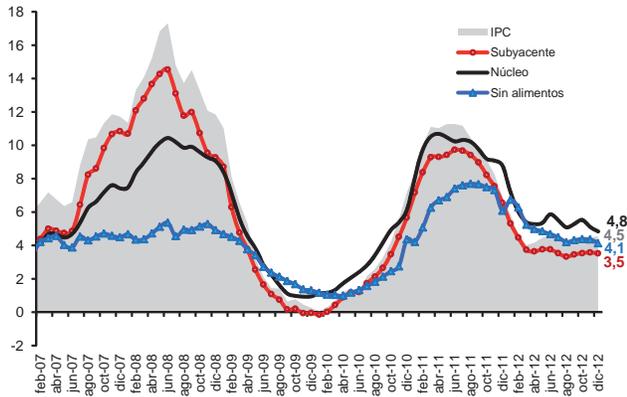
FUENTE: INE - Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: El promedio es ponderado según la participación de las economías en el PIB regional

GRÁFICO II.5: INFLACIÓN EN ECONOMÍAS DE LA REGIÓN (Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.6: INFLACIÓN TOTAL, SUBYACENTE, NÚCLEO Y SIN ALIMENTOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)

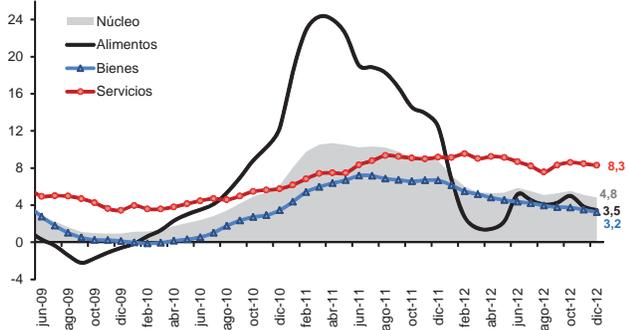


FUENTE: BCB - INE
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

por encima de la inflación total desde finales de 2011, alcanzando 4,8% a finales de 2012, aunque con una tendencia a la baja desde principios de año. En el caso del indicador de inflación que excluye alimentos, se observa que presentó un comportamiento estable semejante al del IPC, en especial durante el segundo semestre (Gráfico II.6).

El hecho de que la evolución de la inflación núcleo se haya mantenido por encima de la inflación total, indica que existirían presiones inflacionarias que podrían afectar la trayectoria de la inflación en el mediano plazo. Este comportamiento es similar a lo que se observó entre mediados de 2009 y finales de 2010, cuando el núcleo también se encontraba por encima del IPC total y que luego se tradujo en un nuevo rebrote inflacionario.

GRÁFICO II.7: INFLACIÓN NÚCLEO SEGÚN COMPONENTES
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: BCB - INE
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

La variación en el núcleo se explica principalmente por cambios de precios en el rubro de servicios, lo cual constituye una recomposición interesante, porque gran parte de la variación en este indicador de tendencia durante gestiones pasadas se debía a modificaciones en su componente de alimentos. En 2012, los servicios pasan a constituir la mayor fuente de variación del núcleo inflacionario, registrando a diciembre una tasa de 8,3%, seguida por el subgrupo de alimentos con 3,5% y no muy lejos los bienes que se ubicaron en 3,2% al final del año (Gráfico II.7).

La reducción del núcleo inflacionario durante el segundo semestre correspondió principalmente a la moderación en los precios de servicios, cuya tasa de inflación acumulada pasó de 4,3% en el primer semestre de 2012 a 3,8% en el segundo. Sin embargo, durante toda la gestión 2012, el rubro de servicios tuvo una variación de 8,3%, debido principalmente a los incrementos en las remuneraciones de algunos ítemes de mano de obra calificada y no calificada (Cuadro II.1).

En lo que respecta a la inflación fuera del núcleo, que agrupa a los bienes y servicios con precios volátiles y susceptibles a choques de oferta específicos o cuyos precios se encuentran regulados de alguna manera, ésta registró una variación acumulada de 4,3% en el año, la misma que se debió en buena proporción al incremento de precios de los alimentos perecederos (frutas, legumbres, verduras y carnes), mientras que

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

	2011			2012		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Núcleo	5,60	3,02	8,79	2,76	2,02	4,84
Alimentos	9,62	2,56	12,43	2,54	0,89	3,46
No alimentos	4,36	3,17	7,66	2,83	2,38	5,29
Bienes	4,09	2,48	6,66	1,83	1,38	3,24
Servicios	4,76	4,20	9,17	4,30	3,82	8,28
Fuera del Núcleo	3,09	2,08	5,23	1,23	3,00	4,26
Alimentos	4,14	2,93	7,19	1,60	4,56	6,23
Perecederos	4,34	3,32	7,81	1,78	4,88	6,75
No Perecederos	2,03	-1,37	0,63	-0,49	0,86	0,37
Transporte	1,22	1,88	3,12	0,63	1,91	2,55
Regulados	2,42	0,54	2,96	0,98	0,33	1,31
Combustibles	0,00	0,00	0,00	-0,09	0,00	-0,09
IPC	4,27	2,53	6,90	1,96	2,53	4,54

FUENTE: BCB - INE
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

los no perecederos (arroz, trigo y maíz) mostraron poca variabilidad durante el año.

Mientras tanto, los servicios de transporte registraron una variación moderada (2,6%), explicada fundamentalmente por cambios en los pasajes del servicio de transporte interdepartamental y radiotaxí. En lo que respecta a bienes y servicios regulados, éstos explicaron su incremento (1,3%) por el aumento del precio de los servicios de educación (aproximadamente 6,5%). Finalmente, los precios de los combustibles no registraron variación debido a que continúan siendo subvencionados.

II.3 INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC

En el segundo semestre de 2012 nueve de las doce divisiones del IPC (con excepción de Alimentos y bebidas no alcohólicas, Comunicaciones y Recreación y cultura) registraron una inflación acumulada menor a la observada en similar período del pasado año (Cuadro II.2). Las mayores variaciones de precios en el año correspondieron a las divisiones de Bebidas alcohólicas y tabaco (8,5%), Salud (8,3%), Muebles, artículos y servicios domésticos (6,5%) y Educación (6,2%). Sin embargo, vale la pena destacar que las variaciones acumuladas de todas las divisiones en 2012, sólo con excepción de Comunicaciones y Educación, fueron inferiores a las que se registraron en la gestión pasada.

La incidencia de las divisiones de Alimentos, Bebidas, Restaurantes y Hoteles continúa siendo importante para explicar la inflación, representando durante 2012 en promedio un 41% del total. Sin embargo, esta importancia relativa se redujo en comparación con 2011 cuando la contribución de estas divisiones representó cerca del 62% de la inflación total. A finales de diciembre, la incidencia de la división correspondiente a alimentos fue de 2,3pp, mientras que la segunda contribución en orden de importancia provino de las divisiones de Vestimenta, Salud, Transporte, Comunicaciones, Recreación y Educación con 1,3pp, cerca de 29% de la inflación total (Gráfico II.8).

No existe una diferencia importante entre la lista de los diez artículos con mayor incidencia durante

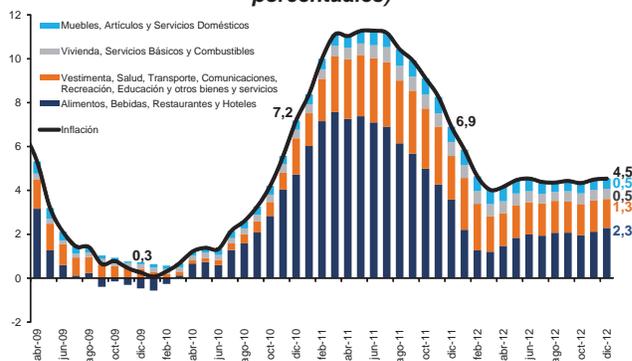
CUADRO II.2: INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC
(Variación acumulada por período, en porcentajes)

	2011			2012		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Dic
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	4,16	2,61	6,88	1,71	3,83	5,60
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	11,35	9,12	21,50	1,80	6,58	8,50
Prendas de Vestir y Calzados	3,93	2,72	6,76	2,06	1,51	3,60
Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	3,02	3,15	6,27	1,91	2,66	4,62
Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	5,14	4,76	10,15	3,39	3,06	6,55
Salud	6,22	3,60	10,04	4,77	3,39	8,32
Transporte	1,42	1,76	3,20	0,73	1,66	2,40
Comunicaciones	0,48	-0,69	-0,22	-0,33	0,34	0,01
Recreación y Cultura	1,61	1,08	2,70	0,62	1,61	2,24
Educación	4,89	0,94	5,87	5,80	0,36	6,18
Restaurantes y Hoteles	7,15	2,15	9,45	1,81	1,74	3,57
Bienes y Servicios Diversos	6,43	2,68	9,28	2,49	1,64	4,17
IPC	4,27	2,53	6,90	1,96	2,53	4,54

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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

Producto o servicio	Julio-Diciembre 2012		Enero-Diciembre 2012	
	Variación (%)	Inciden- cia (pp)	Variación (%)	Inciden- cia (pp)
Alquiler de la vivienda	5,7	0,2	10,6	0,4
Cebolla entera	17,0	0,1	40,4	0,3
Tomate			33,5	0,2
Empleada doméstica	5,2	0,1	12,1	0,2
Papa	29,1	0,5	10,1	0,2
Pollo entero	13,7	0,2	10,0	0,2
Almuerzo	1,2	0,1	2,7	0,2
Lechuga	39,3	0,1	52,0	0,1
Educación superior			8,0	0,1
Servicio de transporte en taxi por contrato			7,4	0,1
Zanahoria	18,4	0,1		
Cerveza	8,9	0,1		
Manzana	23,9	0,1		
Inciden- cia de los 10 productos más inflacionarios		1,6		2,0
Inflación acumulada		2,5		4,5
Participación de los 10 productos más inflacionarios		61,4%		43,3%

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

el segundo semestre de 2012 y aquellos diez que mostraron mayor incidencia durante todo el año (las listas difieren solamente en tres artículos: zanahoria, cerveza y manzana). Sin embargo, lo que más debe llamar la atención de estas listas de artículos es la presencia de varios servicios, por ejemplo, cuatro de los diez artículos con mayor incidencia del año corresponden a este rubro (alquiler de vivienda, empleada doméstica, educación superior y transporte en taxi) que representan aproximadamente 20% de la inflación total en el año, esto muestra la recomposición de los factores que explican el comportamiento de la inflación, por ejemplo en 2011, los alimentos representaban más del 60% de la misma, mientras que en 2012 esta proporción disminuyó hasta 43,3% (Cuadro II.3).

II.4 INFLACIÓN POR CIUDADES

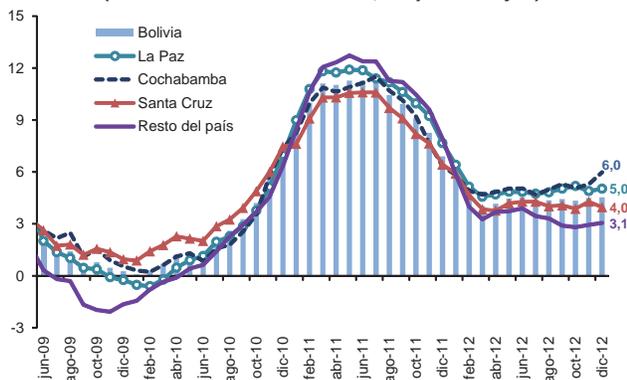
CUADRO II.4: INFLACIÓN POR CIUDADES (Variaciones acumuladas por período, en porcentajes)

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

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

Durante el segundo semestre, Cochabamba fue la ciudad que registró la mayor tasa de inflación acumulada con 3,8%, seguida por La Paz y Oruro con 3%. Dichos incrementos se dieron, en ambos casos, por variaciones en los precios de: alquileres, cebolla y papa, principalmente. Por otra parte, las ciudades que registraron las menores variaciones en 2012 fueron Cobija y Trinidad con 0,1% y 0,5%, respectivamente (Cuadro II.4).

GRÁFICO II.9: INFLACIÓN POR CIUDADES (Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

En el caso de la inflación a doce meses, Cochabamba y La Paz presentaron tasas estables aunque con cifras ligeramente superiores a la inflación nacional durante toda la gestión, alcanzando a diciembre 6% y 5%, respectivamente. Este comportamiento, difirió del observado en el resto de las ciudades (no incluidas en el eje troncal), las cuales manifestaron un comportamiento descendente y, posteriormente estable, durante la mayor parte del año, mientras que la inflación en Santa Cruz tuvo una evolución moderada y similar a la del indicador nacional (Gráfico II.9).

Adicionalmente, se debe señalar que las ciudades de Santa Cruz, La Paz y Cochabamba fueron las que tuvieron mayor incidencia en la inflación nacional al mes de diciembre con contribuciones de 1,5pp, 1,4pp y 1,1pp, respectivamente. Las tres ciudades del eje troncal constituyeron en promedio el 88% de la

inflación en 2012, cifra superior a la de 2011 cuando representaron el 84% del total (Gráfico II.10).

II.5 INDICADORES COMPLEMENTARIOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS

Teniendo en cuenta que la evolución de los precios de los distintos artículos y servicios que componen la canasta del IPC es consecuencia del comportamiento de otras variables, es necesario contar con información adicional que facilite su comprensión y ayude a predecir de mejor manera su desarrollo. En ese sentido, el BCB realiza un seguimiento a otros indicadores que proporcionan señales adicionales sobre la evolución de los precios en sectores o mercados específicos de la economía nacional.

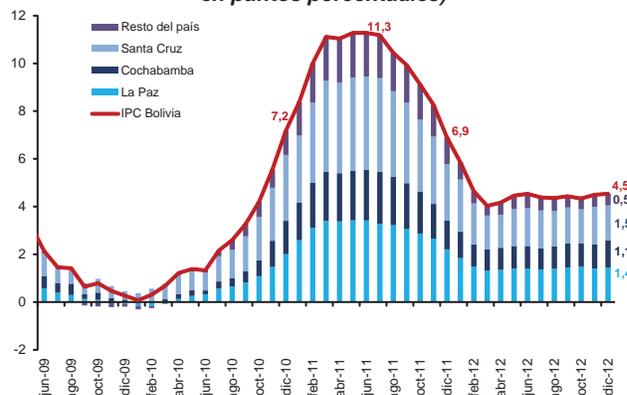
Dadas las diferentes interacciones existentes entre estos indicadores y el IPC, la evolución de los primeros tiende a reflejarse, eventualmente, en la trayectoria de la inflación. En este caso particular, los indicadores adicionales que se analizan son el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (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 cuantifica la variación de los costos de los insumos que se emplean en diversas actividades productivas y de comercialización de la industria manufacturera. Los cambios en las cotizaciones de los insumos tienen influencia sobre los precios finales de un subconjunto de productos incluidos en el IPC. Estos efectos se plasman con cierto rezago de tiempo que varía dependiendo de la naturaleza específica de la industria y sus productos.³⁶

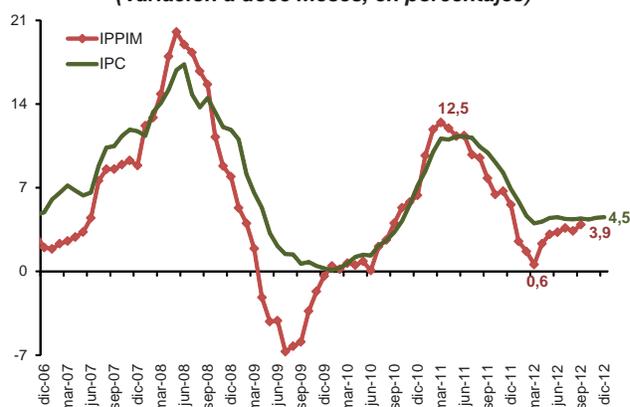
Luego de mostrar una variación interanual ascendente hasta el primer trimestre de 2011, el IPPIM presentó una tendencia hacia la baja hasta alcanzar una tasa de 0,6% en marzo de 2012. A partir de entonces, el comportamiento de este indicador mostró un repunte, ubicándose en el tercer trimestre de 2012 en 3,9% (Gráfico II.11). Esta conducta es similar a la presentada por el IPC, cuya variación también tendió a contenerse durante el segundo semestre.

GRÁFICO II.10: INFLACIÓN POR CIUDADES
(Incidencia sobre la variación interanual, en puntos porcentuales)



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

GRÁFICO II.11: ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO E IPC
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

³⁶ 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 elaboración de productos lácteos, la producción de aceites comestibles y la molienda, entre los más importantes.

El IPPIM considera 35 actividades económicas entre las cuales, la producción de bebidas malteadas y malta y la fabricación de muebles y accesorios presentaron las mayores variaciones. Considerando el destino económico, los bienes de consumo no duradero fueron los que reflejaron el mayor incremento en sus costos (5,6%). Finalmente, cuando se desagrega el IPPIM por sector, se evidencia un mayor aumento en los productos destinados a la agroindustria con 5,9%.

II.5.2 Índice de costos de la construcción

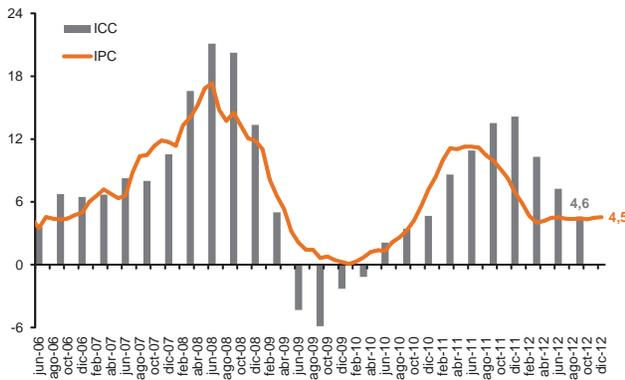
El ICC es un indicador que refleja el comportamiento de los precios de los insumos más importantes utilizados en la actividad de la construcción, contemplando tanto los costos de materiales como de mano de obra. El ICC está compuesto por los costos en la construcción de residencias urbanas, edificios no residenciales y otras obras de infraestructura. Asimismo, incluye un subconjunto de bienes y servicios que también se encuentran contenidos en el IPC (cemento, ladrillos, pintura y servicios de albañilería), lo que permite que exista una relación entre ambos indicadores.³⁷

La variación interanual del ICC presentó una tendencia hacia la baja desde finales de 2011 que se mantuvo hasta el tercer trimestre de 2012 alcanzado a 4,6% (Gráfico II.12). Este comportamiento es similar al del IPC que mostró reducciones en los primeros meses y que comenzó a estabilizarse a partir de la segunda mitad de año.

Las distintas categorías de construcción, al interior del ICC, reflejaron un comportamiento similar. Los costos de edificios residenciales urbanos y no residenciales presentaron un comportamiento descendente, aunque registraron tasas mayores a las del ICC general con 4,9% y 4,8%, respectivamente, mientras que la categoría correspondiente a otras obras de infraestructura alcanzó 4,3%.

Los diferentes tipos de insumos que se utilizan para la construcción, tuvieron un comportamiento disímil en 2012. Por un lado, los costos de los materiales y otros tipos de insumos presentaron una tendencia a la baja alcanzando variaciones de 2,6% y 2,2%, respectivamente. Esta reducción se debe, principalmente, a la estabilización de los precios de los productos derivados de la madera, que experimentaron un repunte transitorio en 2011.

GRÁFICO II.12: IPC E ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: La última información disponible del ICC corresponde a septiembre de 2012

³⁷ El ICC es calculado trimestralmente por el INE y para su elaboración se contemplan las ciudades de La Paz, El Alto, Santa Cruz y Cochabamba.

Mientras tanto, las remuneraciones de los trabajadores, si bien mostraron tasas menores a las registradas en la gestión pasada, aún se mantuvieron en cifras elevadas, alcanzando 8,2% en septiembre, superior a la del ICC total. Esto se debe a que la mayor parte de las actividades laborales (cerca del 76%) que se consideran en el ICC presentaron variaciones positivas, especialmente, en los casos de directores y supervisores de obras.

Finalmente, cuando se realiza un análisis a nivel departamental, en los casos de La Paz y Santa Cruz, el ICC al tercer trimestre de 2012 presentó un comportamiento a la baja luego de un incremento significativo en 2011. Mientras que en Cochabamba, el índice tuvo una mayor variabilidad respecto a las otras ciudades troncales, debido principalmente a que los costos en los edificios residenciales urbanos advirtieron una variación elevada y superior a cualquier otra ciudad.

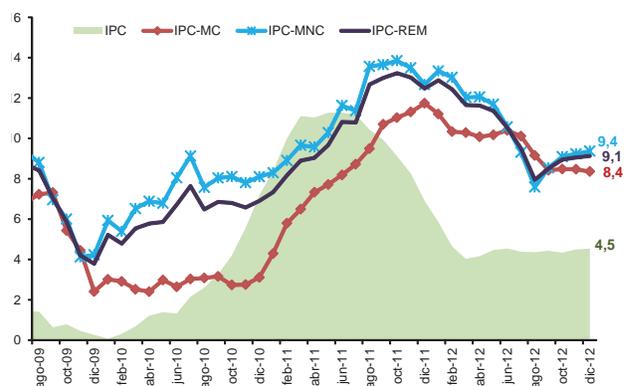
II.5.3 Índice de precios de actividades remuneradas

Otro indicador de referencia para el BCB es el IPC-REM que se calcula en base a información correspondiente a servicios personales del IPC. El IPC-REM agrupa otros dos indicadores: i) el Índice de Precios de Mano de Obra Calificada (IPC-MC) que incluye actividades como las consultas médicas; y ii) el Índice de Precios de Mano de Obra no Calificada (IPC-MNC) que incluye servicios como los de albañilería y empleada doméstica.

Durante la mayor parte de 2012, los tres índices reflejaron variaciones interanuales con un comportamiento descendente, aunque manteniendo tasas mayores a las del IPC general, tendencia presente desde mediados de 2011. Tanto el IPC-REM como el IPC-MNC tuvieron un repunte a partir del tercer trimestre, cerrando la gestión en un nivel cercano al 9% (Gráfico II.13). El comportamiento de este último indicador está explicado por un incremento continuo en la remuneración del servicio de empleada doméstica a lo largo de varios meses, dicha remuneración contribuyó con una incidencia de 0,24pp en la inflación total de 2012.

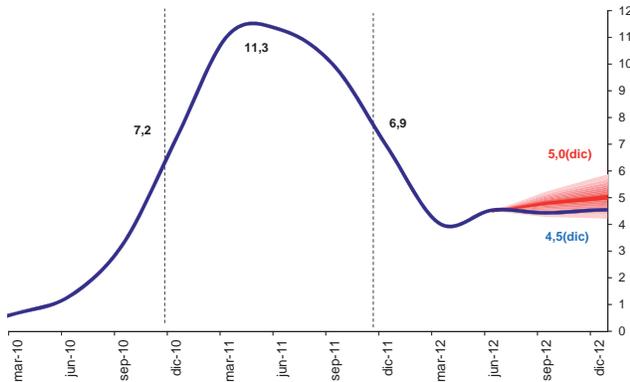
En el caso del IPC-MC también se evidenció un comportamiento a la baja aunque menos pronunciado que los indicadores anteriores, estabilizándose

GRÁFICO II.13: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.14: PROYECCIONES DE LA INFLACIÓN – IPM DE JULIO DE 2012
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: BCB - INE
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: La línea azul denota la trayectoria observada de la inflación a diciembre de 2012
 El área roja refleja la proyección efectuada en el IPM de julio de 2012

durante el último trimestre del año, la tasa de inflación interanual de este indicador fue de 8,4% en diciembre. Dentro de esta categoría, el aumento en el precio del servicio de dentista fue uno de los más significativos, el cual es explicado por una elevada demanda por parte de la población en 2012. Asimismo, destacaron los incrementos en las retribuciones relacionadas con otros servicios de salud y automotrices.

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

A diciembre de 2012, la tasa de inflación anual se ubicó en 4,5%, situándose dentro del rango de variación anunciado en los IPM de enero (3,5% – 6,5%) y de julio (4,25% – 5,75%) y ligeramente por debajo de la proyección central de ambos documentos (5%; Gráfico II.14). La tasa de inflación durante esta gestión mostró un nivel relativamente bajo y mantuvo un comportamiento estable a diferencia de lo acontecido en gestiones pasadas.

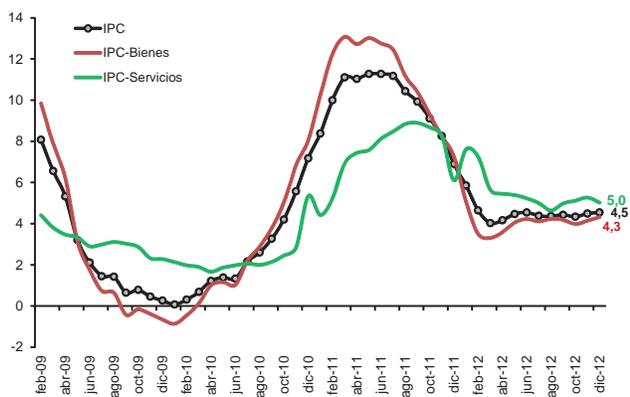
La escasa volatilidad en los precios de los bienes y servicios que componen el IPC y los consecuentes bajos niveles de inflación registrados en 2012 son explicados principalmente por los siguientes cuatro elementos:

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

A lo largo de 2012, una parte importante del comportamiento de la inflación estuvo explicado por las variaciones positivas de los precios de diferentes servicios. En consecuencia los servicios cobraron un mayor protagonismo, a diferencia de lo ocurrido en 2011, no obstante, las tasas de variación registradas fueron menores a las de la gestión precedente.

La variación interanual del IPC-Servicios fue mayor al IPC-Total e IPC-Bienes a lo largo de toda la gestión, aunque la diferencia se fue reduciendo conforme pasaban los meses. Los servicios tuvieron un comportamiento descendente desde comienzos de 2012 hasta el tercer trimestre, luego tuvieron un leve repunte que se revirtió en los dos últimos meses del año, alcanzando en diciembre una tasa de 5% (Gráfico II.15). Por otro lado, la categoría bienes se estabilizó en torno a una tasa de 4,3% en 2012 luego de haber atravesado por fuertes incrementos y descensos en 2010 y 2011, respectivamente.

GRÁFICO II.15: INFLACIÓN, INFLACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

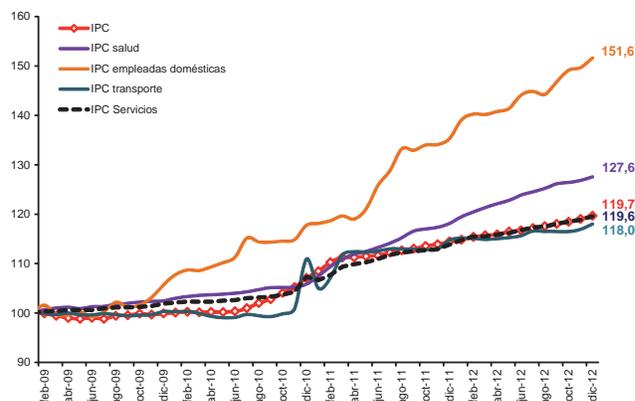
Al normalizar los índices del IPC-Servicios y el IPC-Total, se observa que ambos tuvieron una evolución similar desde mediados de 2011 (Gráfico II.16). Esta conducta podría indicar que el aumento de sus precios responde más a una aceleración del IPC que afectó a las cotizaciones de algunos servicios. No obstante, si bien el IPC-Servicios y el IPC total siguieron una senda similar, este comportamiento no se reflejó en cada servicio considerado en la canasta básica.

El ítem que mostró el incremento más significativo fue el de empleada doméstica que tuvo un aumento importante desde finales de 2009 seguido por una mayor aceleración durante el segundo semestre de 2011. Asimismo, durante 2012 registró una tasa de variación interanual promedio de 15,8%. Este incremento respondió a un proceso de ajuste salarial impulsado por medidas adoptadas por el Gobierno Nacional, que busca igualar los derechos laborales de este sector al del resto de los trabajadores. Cabe destacar, que este sector comprende una parte importante de la fuerza laboral femenina y se ha caracterizado por tener bajas remuneraciones.

Otros servicios que tuvieron un importante incremento desde mediados de 2011 fueron los relacionados con la salud. El IPC-Salud reflejó tasas de variación a doce meses en torno a 9%, no obstante, a finales de 2012, la evolución de este subíndice comenzó a moderarse. Su comportamiento ascendente se explicó por un aumento en la demanda originado por los mayores niveles de ingresos de la población en general. Por su parte, el precio del transporte tuvo un leve incremento a comienzos de 2012 debido a presiones de grupos de este sector que buscaban incrementar sus tarifas, no obstante, durante el resto del año la variación de este grupo se estabilizó.

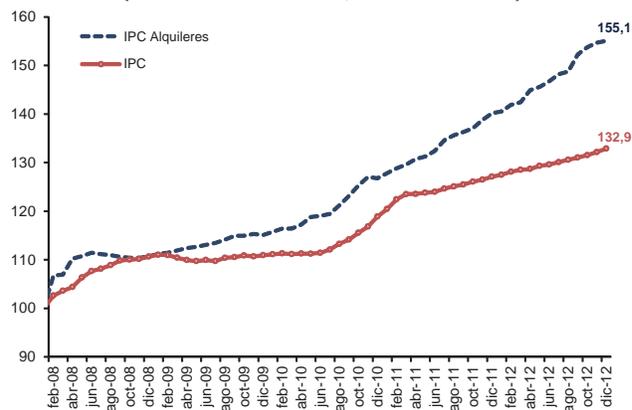
Finalmente, los alquileres, al igual que en otros casos, reflejaron un incremento marcado en 2012. Tanto el IPC-Total como el IPC-Alquileres, tuvieron un comportamiento similar a finales de 2008 e inicios de 2009. A partir de entonces comenzó a formarse una brecha entre ambos, la misma que fue ampliándose a partir de inicios de 2011, de tal manera que el IPC-Alquileres tuvo una variación acumulada de 55,1% entre enero de 2008 y diciembre de 2012, mientras que en el caso del IPC fue de 32,9% en el mismo periodo (Gráfico II.17). No obstante, a finales de 2012, la variación de los alquileres tendió a moderarse.

GRÁFICO II.16: IPC, IPC-SERVICIOS E IPC DE SERVICIOS SELECCIONADOS
(Índices normalizados, enero 2009=100)



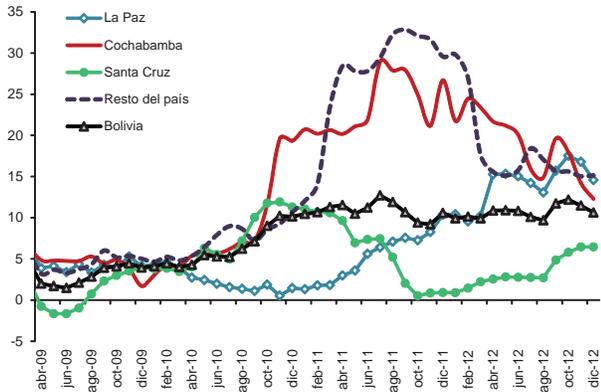
FUENTE: BCB - INE
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.17: IPC E IPC-ALQUILERES
(Índices normalizados, enero 2008=100)



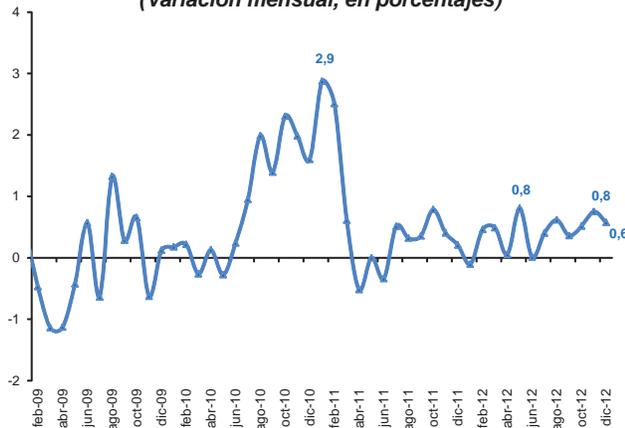
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.18: IPC-ALQUILERES POR CIUDADES
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.19: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS
(Variación mensual, en porcentajes)



FUENTE: BCB - INE
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

El comportamiento creciente de los alquileres se explica por distintas causas. En primer lugar, los costos de varios insumos utilizados en la construcción aumentaron en pasadas gestiones y se mantuvieron en cifras elevadas durante 2012, especialmente, la mano de obra y derivados de madera. Por otra parte, el sector de la construcción tuvo un importante crecimiento en la gestión 2012, lo cual representó una mayor demanda de insumos para este rubro, que no necesariamente fueron acompañados por la oferta, lo cual desembocó en un incremento de los costos.

En segundo lugar, la dinámica misma del mercado inmobiliario, impulsada por una mayor demanda de espacios habitacionales, generada por: el crecimiento demográfico, la migración campo-ciudad, el buen desempeño de la economía nacional, un aumento del poder adquisitivo de la población y bajas tasas en el sistema financiero, ocasionó que el sector de la construcción sea más atractivo para las inversiones.

Si bien los alquileres tuvieron un crecimiento importante durante 2012, alcanzando una tasa de variación interanual de 10,6% en diciembre, este comportamiento no fue similar en distintas ciudades del país. En La Paz, por ejemplo, éstos tuvieron un comportamiento ascendente desde mediados de 2011 aunque con una caída en los últimos meses de 2012. Mientras que en Santa Cruz experimentaron un comportamiento estable desde inicios de 2012, con un leve repunte en el último trimestre del mismo año. Finalmente, Cochabamba presentó una evolución mucho más volátil, aunque su tendencia en general ha sido hacia la baja en 2012 (Gráfico II.18).

II.6.2 Comportamiento estable de las cotizaciones internas de los alimentos

La tendencia decreciente iniciada en la primera mitad de 2011 terminó por consolidarse durante la gestión 2012, donde se evidenció una menor volatilidad en las variaciones mensuales de los precios de alimentos comparadas con las registradas en 2009 o 2010. En esta línea, el indicador de inflación de alimentos registró una variación promedio mensual de 0,4% durante 2012, cifra inferior a las registradas en 2010 y 2011, 0,9% y 0,6%, respectivamente (Gráfico II.19).

En términos de variaciones interanuales, el indicador de precios de alimentos mostró en el segundo semestre del año un comportamiento ligeramente ascendente y similar a la inflación total, ubicándose en

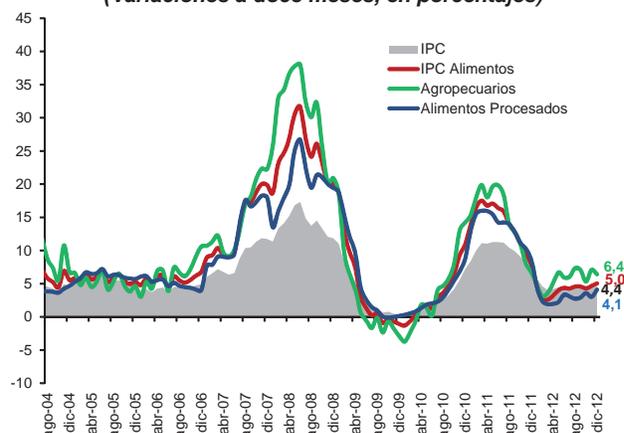
torno a 5% a finales de diciembre. Sin embargo, este indicador se mantuvo cercano al nivel de la inflación total a lo largo de la gestión 2012. Este resultado contrasta de sobremanera con lo observado en años pasados, cuando la variación de los precios de alimentos se encontraba generalmente por encima de la variación total del IPC (Gráfico II.20). Es importante recalcar que la desaceleración en la inflación del sector alimentos se vio reflejada en una reducción significativa de su incidencia sobre la inflación total.

En lo que respecta a los alimentos agropecuarios,³⁸ la variación de sus precios se mantuvo por encima de los otros indicadores de alimentos y de la inflación total durante la mayor parte de 2012, registrando una variación a diciembre de 6,4%. En línea con su naturaleza, este grupo tuvo un comportamiento más volátil comparado con el resto de los indicadores. Mientras tanto, el indicador de alimentos procesados presentó la menor variación entre los distintos indicadores, incluido el IPC, durante toda la gestión, terminando en torno a 4,1% a diciembre.

Dentro de la división de alimentos, existen diferentes grupos y se cuentan con subíndices que capturan la evolución de las cotizaciones de cada uno de ellos.³⁹ Esto permitió identificar con mayor precisión cuales fueron los productos alimenticios que presentaron las mayores variaciones de precios en 2012. A pesar de que varios subíndices presentaron incrementos importantes, como en el caso de los vegetales y de las frutas, los mismos fueron inferiores a los registrados en 2011.

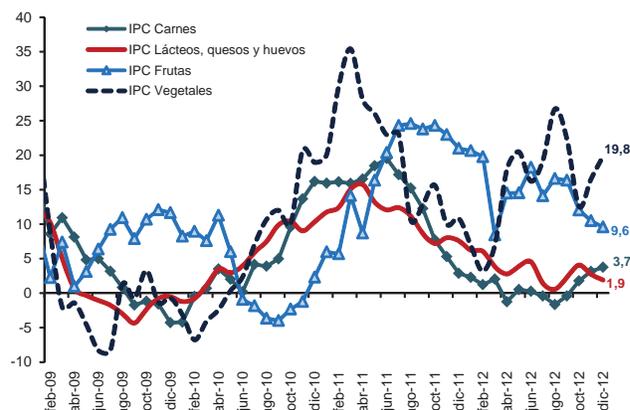
A partir de inicios de 2012, las variaciones interanuales de los precios de los vegetales se incrementaron significativamente, hasta un valor máximo anual cercano a 24% en agosto, aunque luego de una caída, tuvo un nuevo repunte a fin de año hasta alcanzar 19,8% (Gráfico II.21). Este comportamiento se explicó fundamentalmente por el incremento en los precios de la cebolla, del tomate y de la papa. En los primeros dos casos, sus precios aumentaron como consecuencia de efectos climáticos adversos leves y transitorios que afectaron tanto su cosecha

GRÁFICO II.20: IPC AGROPECUARIO Y DE ALIMENTOS PROCESADOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.21: IPC POR TIPOS DE ALIMENTOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

³⁸ Cabe recordar que estos productos se caracterizan por presentar una mayor volatilidad en sus precios, la cual está asociada en muchos casos a su condición perecedera y a su vulnerabilidad ante shocks climatológicos adversos.

³⁹ La construcción de los subíndices se realizó utilizando como referencia la Clasificación del Consumo Individual por Finalidades (CCIF) de la División de Estadística de Naciones Unidas.

como distribución hacia los diferentes mercados internos. Mientras que en el caso de la papa, su precio aumentó por un incremento en la demanda de fin de año y lluvias que afectaron la producción en los valles.

El subíndice referido a la categoría de frutas también presentó importantes incrementos a mediados de 2012. En este caso particular, fueron los precios de los cítricos los que tuvieron una mayor incidencia debido a un incremento temporal de sus precios por una alta demanda en invierno y por sequías de mediados de año que redujeron ligeramente su producción en el oriente. Sin embargo, durante el tercer trimestre del año, la tasa de variación anual de este subíndice mostró una tendencia hacia la baja hasta alcanzar un nivel de 9,6%.

Por otra parte, las carnes tuvieron un comportamiento estable, a diferencia de lo ocurrido en pasados años, con tasas que estuvieron en promedio cerca de 1%. Sin embargo, durante el último trimestre advirtieron un repunte que se explica también por sequías que provocaron la pérdida de ganado vacuno en diferentes zonas del país, así como por un aumento en su demanda por fin de año. Finalmente, el indicador que agrupa a productos lácteos y huevos presentó un comportamiento volátil, aunque con una tendencia descendente en general, con episodios esporádicos de especulación en el precio de la leche durante los meses de octubre y noviembre, el índice alcanzó una tasa de 1,9% a finales de año.

A pesar de que varios de estos subíndices alimenticios presentaron incrementos importantes, los mismos no afectaron de manera significativa el comportamiento estable del IPC-Total o del IPC-Alimentos. Una de las razones que explica este hecho, fue el buen desempeño del sector agropecuario durante el año que en combinación con bajas presiones inflacionarias externas, crearon un ambiente estable que redujo el comportamiento volátil característico de la inflación de alimentos en gestiones pasadas.

En este sentido, vale la pena destacar que el desempeño agrícola fue el mejor desde el año 2000, alcanzando cifras históricas, tanto en extensiones de tierra cultivada como en volumen de producción. En el primer caso, la superficie cultivada consolidada llegó a 2,2 millones de hectáreas (Has.), lo que

representa un incremento de 15,7% respecto a 2011. Dicho crecimiento tuvo repercusiones sobre la producción que alcanzó a 11,5 millones de toneladas de productos agrícolas en todo el año (considerando las campañas de verano y de invierno), traducido en un aumento de 25% respecto a la anterior gestión.

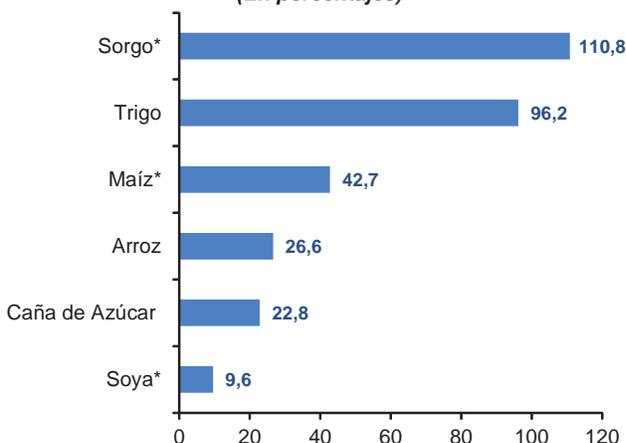
Durante la campaña de verano 2012, los factores climáticos fueron relativamente favorables, a pesar de que el retraso de lluvias afectó los cultivos en algunas zonas del oriente, las pérdidas no fueron significativas. En esta campaña se destaca un incremento importante de la superficie de cultivo de diferentes productos principalmente en los casos del maíz y el sorgo. Mientras que en la campaña de invierno, que se vio inicialmente perjudicada por una sequía que afectó a todos los cultivos, se registraron incrementos notables en los rendimientos de productos agrícolas como el sorgo y el trigo, gracias a la oportuna llegada de las lluvias que coadyuvó con la recuperación de las siembras.

La mayor parte de los productos agrícolas registraron variaciones positivas tanto en su superficie de cultivo como en volumen de producción. El principal incremento en lo referido a volumen se observó en el sorgo, que en 2012 tuvo un crecimiento de 110,8% con relación a la gestión pasada. También destacan los incrementos en el caso del trigo y del maíz con 96,2% y 42,7%, respectivamente (Gráfico II.22). Cabe mencionar, que en el caso del sorgo y del maíz, la sobreoferta de estos productos en 2012 contribuyó a una disminución de sus precios en el mercado interno.

II.6.3 Reducidas presiones inflacionarias de origen externo

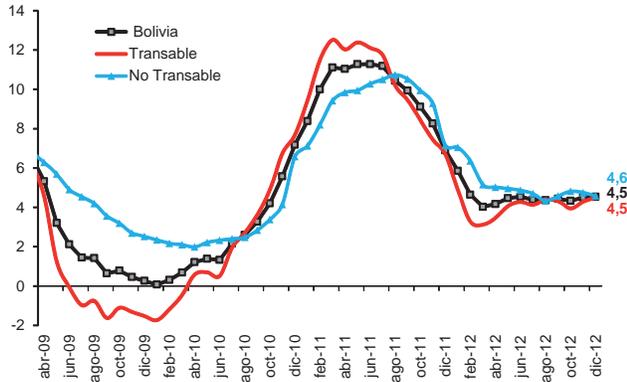
Durante el segundo semestre de 2012 el contexto internacional no representó un riesgo significativo de presiones inflacionarias para la economía boliviana, en contraste con lo que generalmente ocurría en años pasados, donde los elevados precios de las materias primas constituían una de las principales causas para el alza de la inflación a nivel doméstico. El nuevo debilitamiento de la actividad económica mundial experimentado a partir del segundo semestre del año producto de la desaceleración, principalmente, en EE.UU., Europa, y China, ha contribuido a crear un entorno con menores presiones externas al alza

**GRÁFICO II.22: VARIACIÓN DEL VOLUMEN DE PRODUCCIÓN
AÑO AGRÍCOLA 2011-2012
(En porcentajes)**



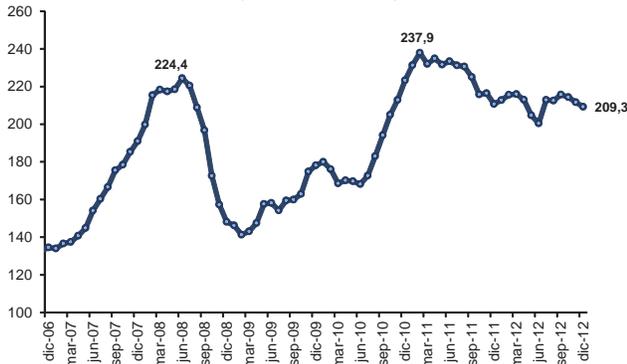
FUENTE: Cámara Agropecuaria del Oriente
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: * Productos que incluyen la campaña de verano e invierno

GRÁFICO II.23: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.24: ÍNDICE DE PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS DE LA FAO
(2002-2004=100)



FUENTE: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

en los precios internacionales de *commodities*, los cuales tuvieron un comportamiento descendente en términos generales (para más detalles ver el Capítulo I).

Si se descompone el IPC según criterio de transabilidad⁴⁰ se puede observar que en 2012 los indicadores de precios de artículos transables, no transables e IPC total, convergieron a una tasa cercana a 4,5%, lo que muestra claramente las reducidas presiones inflacionarias de origen importado que vienen presentándose desde mediados de 2011, cuando el componente transable de la inflación se ubicó por debajo de la inflación total y permaneció en dicha posición desde entonces (Gráfico II.23).

La existencia de un entorno externo caracterizado por un crecimiento reducido de la actividad económica mundial, acompañado de un bajo dinamismo de los mercados internacionales de *commodities*, contribuyó a mantener estables los precios internacionales de diferentes productos. Sin embargo, llama la atención el ligero ascenso del precio internacional del petróleo, observado durante el tercer trimestre de 2012, debido principalmente a disminuciones en la oferta del combustible por parte de los países de la OPEP y problemas de índole socio-político. Este comportamiento es importante porque las fluctuaciones de este insumo afectan de modo significativo a los precios de otros bienes finales, transmitiéndose a la economía boliviana.

En lo que respecta al precio internacional de alimentos, durante 2012, el Índice de Precios Internacionales de Alimentos de la FAO registró niveles menores a los observados en 2011 (Gráfico II.24). En términos generales, este índice mantuvo una propensión a la baja, excepto a mediados de año, cuando los precios de diferentes alimentos, especialmente los cereales, aumentaron a causa de sequías que afectaron la producción mundial, sin embargo, las pérdidas no tuvieron la magnitud esperada y en poco tiempo los precios retornaron hacia su trayectoria descendente.

⁴⁰ Un bien transable es aquel que puede ser comercializado internacionalmente, lo que no implica que dicha transacción sea efectivamente concretada. Por otra parte, los bienes no transables son aquellos que no pueden comercializarse fuera de la economía donde son producidos. Por ejemplo, algunos servicios como el corte de cabello o el recojo de basura corresponden a esta última categoría.

La estabilidad de los precios internacionales de alimentos contribuyó de manera fundamental a la disminución y moderación en las cotizaciones de diferentes productos alimenticios nacionales.

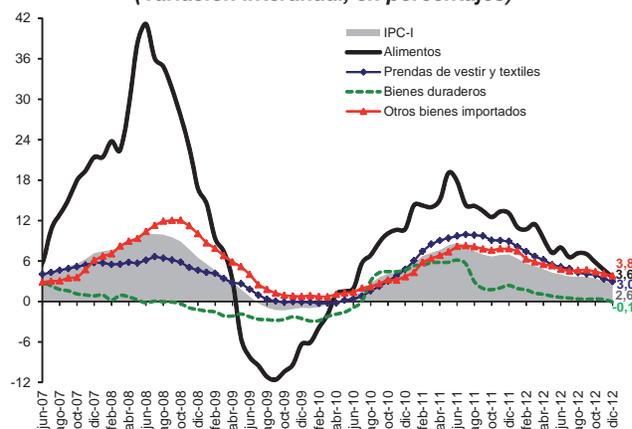
Por otro lado, el IPC-Importado, que refleja las variaciones de los bienes provenientes de los socios comerciales, presentó tasas de variación interanual que fueron descendiendo sistemáticamente a lo largo de 2012. Las bajas presiones de origen externo, permitieron que el indicador de inflación importada alcanzara a diciembre una tasa de 2,6% (Gráfico II.25).

De igual manera, los diferentes componentes importados, en términos generales, también presentaron un comportamiento hacia la baja. Por ejemplo, el segmento de alimentos mostró una evolución volátil y con tasas superiores a las del IPC-Importado, no obstante, a finales de 2012 las mismas convergieron a cifras similares a las de otros segmentos con una tasa de 3,6%. Mientras tanto, las prendas de vestir y textiles también reflejaron una trayectoria a la baja, mucho menos volátil que la de los alimentos, y con tasas en torno a las del IPC-Importado, registrando 3% en diciembre. Finalmente, los bienes duraderos tuvieron una disminución significativa durante la gestión, llegando a registrar en diciembre una tasa de variación negativa con relación al pasado año (-0,1%).

Otro indicador adicional utilizado en la medición de las presiones de origen externo, es el Índice de Precios Externos (IPE) relevante para la economía nacional. Este índice se construye a partir de un promedio ponderado de la inflación de los principales socios comerciales de Bolivia. El mismo considera las variaciones de precios de estos países, así como el efecto de las modificaciones de los tipos de cambio de sus respectivas monedas sobre los precios de los productos de importación nacional.

El comportamiento del IPE en 2012 corrobora la idea de que las presiones inflacionarias internacionales fueron reducidas. Las tasas de variación interanual en la presente gestión fueron, al igual que en los anteriores indicadores, menores a las registradas en 2011, llegando a ser incluso negativas a mediados de año,

GRÁFICO II.25: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS (Variación interanual, en porcentajes)

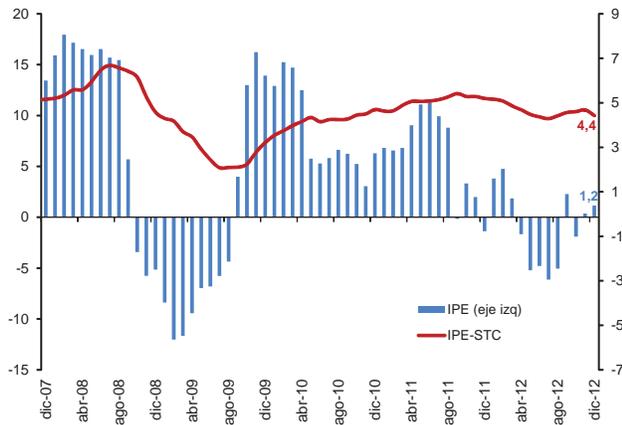


FUENTE: BCB - INE

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

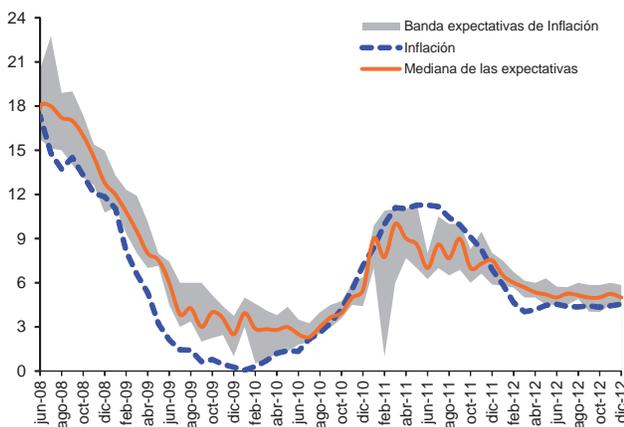
NOTA: Los ítems que se muestran en el gráfico corresponden sólo a productos importados del IPC

GRÁFICO II.26: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.27: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: BCB - INE
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

alcanzando una tasa de 1,2% en diciembre (Gráfico II.26).⁴¹ Mientras tanto, el indicador que excluye los efectos de las variaciones cambiarias (IPE-STC), tuvo una evolución más estable, manteniéndose en promedio cerca de 4,6%. Si bien desde mediados de año se observó un leve incremento, éste se revirtió en los últimos meses llegando hasta una tasa de 4,4%.

II.6.4 Expectativas moderadas del público

Durante el segundo semestre de 2012, la evolución de las expectativas del público se mantuvo estable, de manera similar a lo ocurrido con el comportamiento de la inflación observada. Al igual que en el primer semestre del año, las expectativas de inflación registraron cifras menores y mucho menos volátiles que las observadas en la pasada gestión. De esta manera, se evidencia que las políticas empleadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB en los dos últimos años han influido, de manera positiva, en la confianza de los bolivianos acerca del control de la inflación.

Las expectativas sobre la dirección de la inflación a futuro, se obtienen de los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) llevada adelante por el Ente Emisor.⁴² En 2011, la mediana de las expectativas se caracterizó por un comportamiento volátil y en torno a valores elevados, por el contrario, su evolución en 2012 fue mucho más regular, estabilizándose desde mediados de año en torno a 5% (Gráfico II.27).

El hecho de que las expectativas estuvieran ancladas a lo largo de 2012, es destacable y refleja el esfuerzo que el Banco Central y las distintas instituciones gubernamentales realizan para mantener una inflación baja y estable. La confianza del público en la estabilidad de precios contribuye de manera importante a moderar la evolución futura de la inflación, evitando que surjan escenarios de especulación, inercia inflacionaria, y otro tipo de perturbaciones en el normal funcionamiento del mercado interno.

41 Estas tasas bajas son producto, en parte, de las políticas de depreciación adoptadas por países como Brasil y Argentina que tienen una gran ponderación en el comercio de Bolivia al ser dos de los destinos más importantes en lo que respecta a nuestras exportaciones.

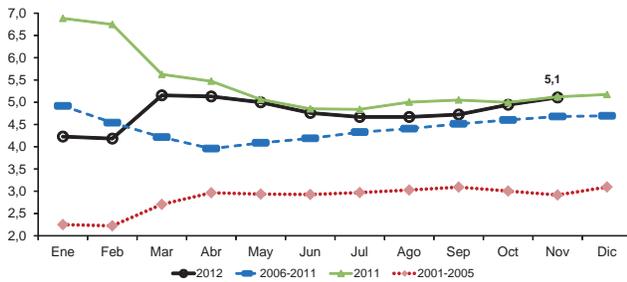
42 Encuesta llevada a cabo de forma mensual por el BCB. Ésta considera a una muestra de ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

III. Desempeño económico

A noviembre de 2012 la actividad económica continuó con un elevado crecimiento (5,1%), dando continuidad al dinamismo alcanzado desde varias gestiones atrás. Por actividad, destacó el sector de Servicios Financieros que habría liderado el crecimiento con la incidencia más alta, aspecto que guarda relación con la orientación de la política monetaria. Le siguió el sector de Hidrocarburos que estuvo impulsado por la expansión de la exportación de gas natural junto a la dinamización del mercado interno, y el sector Agropecuario que mantuvo un desempeño favorable por segundo año consecutivo. Desde la perspectiva del gasto, las cifras del Producto Interno Bruto (PIB) al tercer trimestre muestran que el crecimiento estaría explicado por la incidencia positiva de las demandas externa e interna. A pesar de la elevada incertidumbre del contexto internacional, la Balanza de Pagos registró nuevamente un superávit global originado en el resultado positivo de la Balanza Comercial, las remesas familiares y la Inversión Extranjera Directa. Consecuentemente, las Reservas Internacionales Netas (RIN) continuaron creciendo, registrando al cierre de la gestión un nivel cercano a los \$us14.000 millones, monto que expresado en porcentaje del PIB, representa uno de los más altos del mundo. Asimismo, se mantuvo la posición acreedora de Bolivia frente al resto del mundo.

La estabilidad macroeconómica, la Bolivianización y la adecuada regulación de la liquidez contribuyeron a profundizar la intermediación financiera. En 2012, el crecimiento del crédito y de los depósitos en términos absolutos fue el más alto de la historia económica boliviana. En tasas interanuales, los depósitos crecieron en 22,5% y los créditos en 19,5%, al interior de estos últimos el crédito productivo creció en 23,6%, lo que 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.

GRÁFICO III.1: VARIACIÓN ACUMULADA DEL ÍNDICE GLOBAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (En porcentajes)



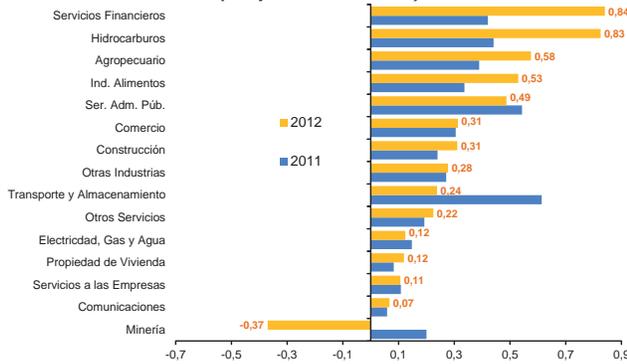
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

El desempeño de la actividad global, medido por el Índice Global de Actividad Económica (IGAE), da cuenta que el crecimiento acumulado al mes de noviembre de 2012 fue de 5,1%, cifra similar a la observada en el mismo periodo de la gestión precedente y muy por encima del promedio 2006-2011, la cual ya superaba lo acontecido entre 2001-2005 (Gráfico III.1).

Desde el punto de vista sectorial, se debe destacar el excelente desempeño del sector de Servicios Financieros que, a la fecha de análisis, habría liderado el crecimiento. Asimismo, al examinar la actividad global por el lado del gasto, destacó el dinamismo de la demanda externa que, luego de haber registrado en forma continua y durante varios trimestres un aporte negativo al producto, al tercer trimestre de 2012 exhibió un importante crecimiento, que habría coadyuvado al dinamismo de la demanda interna.

GRÁFICO III.2: INCIDENCIA ACUMULADA A NOVIEMBRE DE ACTIVIDADES EN EL IGAE^{1/} (En puntos básicos)

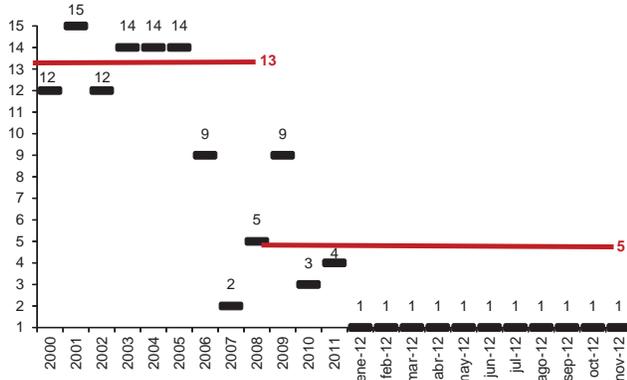


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
^{1/} La desagregación, no considera el aporte de los Servicios Bancarios Imputados ni las obligaciones tributarias que forman parte del IGAE

III.1.1 Actividad Económica

La desaceleración observada a inicios de 2012 se fundamentó en el retroceso experimentado por el sector Minero, junto a una ralentización del sector Transporte. Sin embargo, el desempeño de los sectores de Servicios Financieros (0,84pb), Hidrocarburos (0,83pb) y Agropecuario (0,58pb) a lo largo del año, contrapesó el escenario coyuntural que los dos rubros mencionados habrían atravesado (Gráfico III.2).

GRÁFICO III.3: APOORTE DE SERVICIOS FINANCIEROS AL CRECIMIENTO GLOBAL (Posición de los servicios financieros en el ranking de aportes por sector)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Las líneas rojas se refieren al promedio de las gestiones en cuestión

La actividad que más habría aportado al crecimiento acumulado del IGAE, entre enero y noviembre de 2012, fue Servicios Financieros, cuyo desempeño estuvo asociado a la expansión de los créditos y depósitos del Sistema Financiero (Gráfico III.3).

El segundo rubro con mayor incidencia en el crecimiento fue el de Hidrocarburos. Información a diciembre de 2012 da cuenta que la expansión de este sector se originó en el crecimiento de las exportaciones de gas natural hacia Argentina (en cumplimiento de los contratos firmados) y en las nominaciones realizadas por Brasil que, aun

enfrentando un retroceso de su actividad industrial, demandó volúmenes similares a los de la gestión anterior (Gráfico III.4).

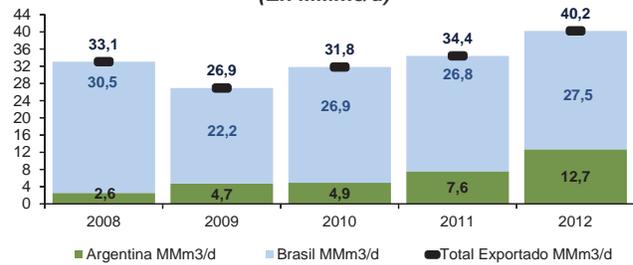
Cabe señalar que otro de los factores que explicó el crecimiento del sector hidrocarburífero fue el dinamismo del mercado interno, especialmente en lo que concierne a los volúmenes de gas natural demandados por los hogares, industrias, vehículos convertidos a Gas Natural Vehicular y empresas termoeléctricas. En cuanto a la producción de líquidos, los volúmenes entregados por los campos del sur del país, se constituyeron en el elemento fundamental para explicar la expansión en la producción de petróleo, que superó los registros de los últimos siete años (Gráfico III.5).

Por su parte, el sector Agropecuario tuvo la tercera incidencia más alta en el crecimiento global. Este hecho es relevante, porque considerando una base estadística de comparación elevada,⁴³ en 2012 se observaron expansiones continuas en el crecimiento, consistentes con la ampliación de la superficie sembrada y la mejora en los rendimientos de diferentes cultivos, (Gráfico III.6). Consistente con este desempeño, la producción de la Industria de Alimentos a noviembre de 2012 también habría experimentado un crecimiento destacable (6,0%), constituyéndose de esta forma en la cuarta actividad que más aportó al crecimiento global (0,5pp).

El desempeño del Comercio, la Construcción, el resto de Industrias Manufactureras (entre las que destaca la producción de cemento y la elaboración de derivados de hidrocarburos en refinerías), Servicios de Vivienda, Otros Servicios (como los sociales, domésticos, etc.), junto a los de Comunicaciones, superaron los aportes observados en similar periodo de 2011 y mantuvieron el dinamismo de la actividad global.

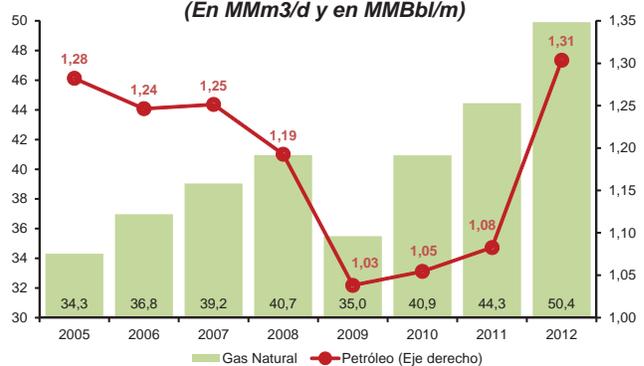
Como se mencionó, únicamente la Minería habría experimentado un retroceso en 2012; este desempeño desfavorable se dio principalmente a consecuencia de la disminución en la Ley de Mineral y una readecuación de operaciones en la minería mediana, que repercutió en la producción de concentrados de plomo, plata y zinc (Gráfico III.7).

GRÁFICO III.4: VOLUMEN DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL AL MES DE DICIEMBRE DE CADA GESTIÓN^{1/}
(En MMm³/d)



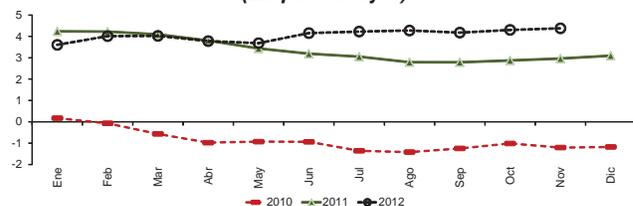
FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
^{1/} El cálculo del volumen agregado es referencial, ya que los volúmenes reportados para Brasil se expresan a 680F base saturada y para Argentina a 600F base seca

GRÁFICO III.5: PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL Y PETRÓLEO^{1/} AL MES DE DICIEMBRE DE CADA GESTIÓN
(En MMm³/d y en MMBbl/m)



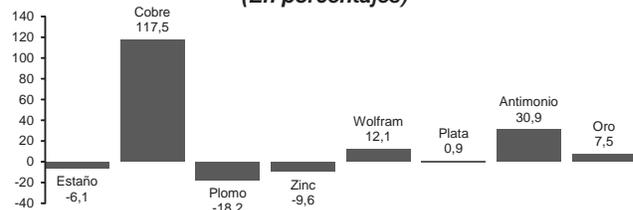
FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
^{1/} La producción de petróleo no incluye la producción de gasolina natural

GRÁFICO III.6: VARIACIÓN ACUMULADA DEL IGAE DEL SECTOR AGROPECUARIO
(En porcentajes)



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

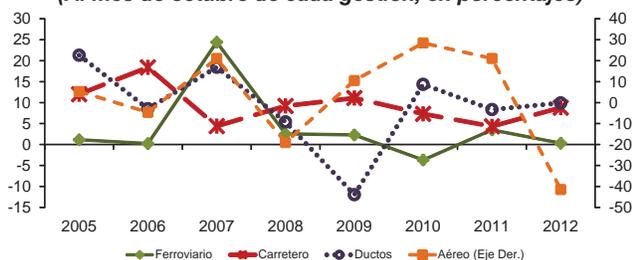
GRÁFICO III.7: PRODUCCIÓN DE MINERALES VARIACIÓN ACUMULADA RESPECTO AL MES DE NOVIEMBRE DE 2011
(En porcentajes)



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

⁴³ En 2010, el sector agropecuario experimentó un fuerte retroceso a causa de fenómenos meteorológicos, hecho que en 2011 se habría corregido.

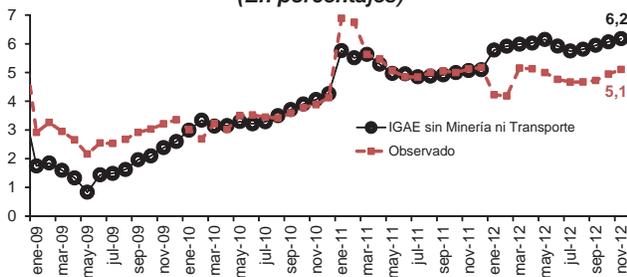
GRÁFICO III.8: VARIACIÓN ACUMULADA DEL ÍNDICE GENERAL DE TRANSPORTE SEGÚN MODALIDAD (Al mes de octubre de cada gestión, en porcentajes)



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

La desaceleración observada en el sector Transporte respondió a factores coyunturales. En efecto, el retroceso del transporte aéreo sumado a la contracción del transporte férreo asociado al menor flujo de carga de minerales con destino a la exportación, habrían fundamentado este comportamiento, (Gráfico III.8).

GRÁFICO III.9: CRECIMIENTO ACUMULADO DEL IGAE SIN MINERÍA NI TRANSPORTE (En porcentajes)



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

Sin embargo, al descontar el aporte de los rubros de minería y transportes en el desempeño global, el crecimiento habría superado los registros de los últimos periodos (Gráfico III.9), situándose incluso por encima del límite superior del rango previsto en el IPM de julio de 2012 (5% - 6%).

III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

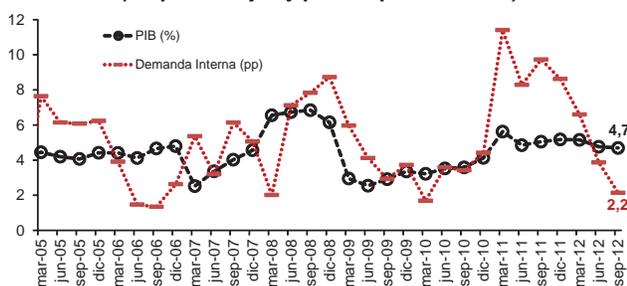
CUADRO III.1: CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTE DE GASTO (En porcentajes y puntos porcentuales)

	Crecimiento		Incidencia	
	T3-11 ^{p/}	T3-12 ^{p/}	T3-11 ^{p/}	T3-12 ^{p/}
PIB	5,1	4,7	5,1	4,7
Consumo	5,2	4,5	4,2	3,6
Público	6,7	5,2	0,7	0,6
Privado	5,0	4,4	3,5	3,0
Inversión	29,8	-6,4	5,3	-1,4
FBKF	21,3	0,1	3,1	0,0
VAREX	67,9	-27,7	2,2	-1,4
Exportaciones netas	-183,6	-130,3	-4,4	2,5
Exportaciones	6,2	8,6	2,0	2,8
Importaciones	21,7	0,8	6,4	0,3
Demanda Interna	9,7	2,1	9,5	2,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: VAREX=Variación de existencias
(p/) cifras preliminares

Desde la perspectiva del gasto, en base a cifras de las cuentas nacionales, al tercer trimestre de 2012 el crecimiento del PIB habría sido explicado positivamente tanto por la demanda externa e interna (4,7%). Luego de haber registrado incidencias negativas continuas en los últimos trimestres, la demanda externa habría coadyuvado al crecimiento de la actividad económica al tercer trimestre de 2012 (Cuadro III.1).

GRÁFICO III.10: 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

Por su parte, la demanda interna que impulsó el crecimiento durante varias gestiones, continuó siendo importante, 2,2pp de incidencia en el crecimiento. Aún con una incidencia menor, destaca el dinamismo del consumo público y privado (Gráfico III.10).

No obstante, cabe señalar que tanto el gasto público como el consumo privado, junto al total de recursos destinados a la inversión, habrían mostrado una ligera desaceleración en el periodo de análisis con relación a igual periodo de 2011. Sin embargo, esta situación puede revertirse con cifras cerradas de la gestión, dada la importancia de los recursos públicos destinados a la inversión en el último trimestre.

III.2 BALANZA DE PAGOS

En la gestión 2012, la Balanza de Pagos registró un superávit global de \$us1.723 millones, resultado del superávit obtenido en Cuenta Corriente de \$us2.044 millones (7,5% del PIB anual estimado para

2012; Cuadro III.2). Consiguientemente, las RIN se incrementaron nuevamente y a fines de diciembre de 2012 alcanzaron a \$us13.927 millones monto que permite cubrir 17 meses de importaciones de bienes y servicios, nivel que se encuentra entre los mayores de América Latina y que, al expresarse como porcentaje del PIB, representa uno de los más altos del mundo (51%).

El superávit en Cuenta Corriente se explicó por el saldo positivo de la Balanza Comercial y por las remesas familiares. Por su parte, la Cuenta Capital y Financiera presentó un flujo positivo de \$us517 millones, cifra menor a la registrada en 2011 (\$us977 millones). Los flujos de capital del sector público reportaron un resultado positivo de \$us651 millones, con un incremento respecto a la gestión anterior (\$us537) debido, principalmente, al desembolso por la colocación de bonos soberanos. A su vez, en el sector privado se contabilizó un flujo negativo de \$us134 millones, destacando el incremento de la Inversión Extranjera Directa (IED). Por otro lado, la inversión de cartera registró un flujo negativo de \$us360 millones debido a las modificaciones al reglamento de encaje que implicaron un mayor requerimiento de encaje en títulos para los depósitos en moneda extranjera.

A diciembre de 2012, la Balanza Comercial presentó un superávit de \$us2.880 millones, más de cuatro veces el observado en similar período de 2011. Este comportamiento fue resultado del mayor dinamismo de las exportaciones, en particular las de gas natural (Cuadro III.3).

Las exportaciones de bienes FOB alcanzaron a \$us11.048 millones, 32% más altas respecto a las de similar período de 2011, superando también las registradas en gestiones previas. Este crecimiento fue impulsado por las mayores exportaciones de hidrocarburos y productos no tradicionales, tanto en términos de volumen como de valor (Cuadro III.4).

Las importaciones CIF ajustadas alcanzaron un nivel de \$us8.168 millones, 7% por encima de las registradas un año atrás. Se debe remarcar que el 78% de las importaciones correspondió a bienes intermedios y de capital destinados principalmente a actividades industriales (Cuadro III.5).

CUADRO III.2: RESUMEN DE LA BALANZA DE PAGOS (Flujos en millones de dólares estadounidenses)

	Enero- Diciembre		
	2010 ^{p/}	2011 ^{p/}	2012 ^{p/}
I. CUENTA CORRIENTE	766	329	2.044
1. Balanza Comercial	812	684	2.880
Exportaciones FOB	6.402	8.348	11.048
Importaciones CIF	5.590	-7.664	-8.168
2. Servicios	-263	-369	-473
3. Renta (neta)	-864	-1.161	-1.629
4. Transferencias	1.081	1.175	1.266
II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	917	977	517
1. Sector Público	263	537	651
2. Sector Privado	653	440	-134
d/c Inversión extranjera directa (neta)	643	859	1.060
Inversión de cartera (neta)	90	186	-360
III. ERRORES Y OMISIONES	-759	854	-838
IV. BALANCE GLOBAL (I+II+III)	923	2.160	1.723
V. TOTAL FINANCIAMIENTO	-923	-2.160	-1.723
RIN BCB (aumento= negativo) ^{1/}	-923	-2.160	-1.723
Items pro memoria:			
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	3,9	1,4	7,5
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	4,6	4,0	1,9
RB en meses de importaciones ^{2/}	18	16	17

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Considera tipos de cambio fijos para el DEG, euro, yuan, dólar estadounidense, canadiense y australiano; y precio fijo del oro

^{2/} RB = Reservas Internacionales Brutas del BCB. Las importaciones incluyen bienes y servicios del período
(p/) cifras preliminares

CUADRO III.3: BALANZA COMERCIAL (En millones de dólares estadounidenses)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2010	2011 ^{p/}	2012 ^{p/}	2011/2010	2012/2011
BALANZA COMERCIAL	812	684	2.880	-16	321
Exportaciones FOB	6.402	8.348	11.048	30	32
Importaciones CIF ajustado	5.590	7.664	8.168	37	7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

(p/) cifras preliminares

CUADRO III.4: EXPORTACIONES DE BIENES (En millones de dólares estadounidenses)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2010 ^{p/}	2011 ^{p/}	2012 ^{p/}	2011/2010	2012/2011
Minerales	2.396	3.422	3.679	42,9	7,5
Hidrocarburos	2.987	4.114	5.742	37,7	39,6
Gas natural	2.798	3.885	5.428	38,9	39,7
No tradicionales	1.397	1.389	2.024	-0,6	45,7
Otros bienes	272	258	321	-5,2	24,4
Total Exportaciones CIF	7.052	9.183	11.766	30,2	28,1
Total Exportaciones FOB	6.402	8.348	11.048	30,4	32,3

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

(p/) cifras preliminares

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

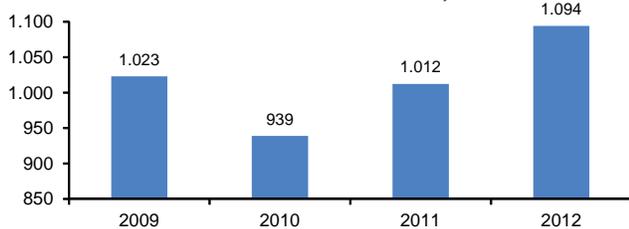
DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2010 ^{p/}	2011 ^{p/}	2012 ^{p/}	2011/2010	2012/2011
Bienes de consumo	1.201	1.714	1.735	42,7	1,2
Bienes intermedios	2.803	3.746	4.082	33,7	9,0
Bienes de capital	1.545	2.184	2.292	41,4	4,9
Diversos	56	29	72	-48,3	148,4
Total Importaciones CIF	5.604	7.673	8.180	36,9	6,6
Total Importaciones CIF ajustado ^{1/}	5.590	7.664	8.168	37,1	6,6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

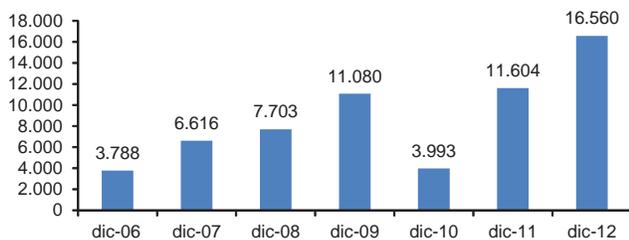
NOTAS: ^{1/} CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores
(p/) cifras preliminares

GRÁFICO III.11: REMESAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR
(Acumuladas a diciembre de cada año, en millones de dólares estadounidenses)

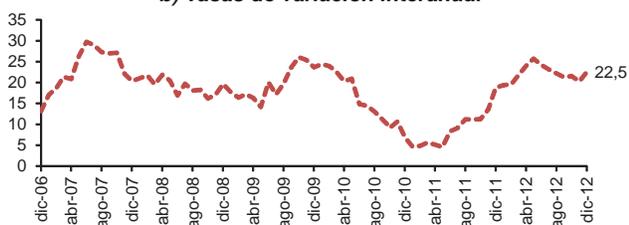


FUENTE: Sistema Bancario Nacional - Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
Cifras preliminares para 2012

GRÁFICO III.12: DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN EL SISTEMA FINANCIERO
a) Flujos enero-diciembre, en millones de bolivianos



b) Tasas de variación interanual



FUENTE: BCB - ASFI
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO III.6: DEPÓSITOS POR TIPO Y MONEDA
(Flujos en millones de bolivianos)

TRIMESTRES	2012				
	I	II	III	IV	
A LA VISTA	781	939	-145	3.111	4.686
MN	533	475	65	2.644	3.716
ME	251	463	-209	467	972
UFV	-3	1	-1	0	-3
CAJA DE AHORROS	-57	824	220	3.013	4.000
MN	-175	887	247	3.061	4.020
ME	133	-58	-24	-47	4
UFV	-15	-6	-3	-1	-24
DEPÓSITOS A PLAZO	2.519	1.438	1.646	1.761	7.365
MN	3.315	2.478	2.269	2.227	10.290
ME	-625	-933	-536	-432	-2.526
UFV	-171	-107	-88	-34	-400
OTROS	53	-47	217	288	511
MN	28	-10	206	308	532
ME	25	-37	10	-20	-21
UFV	0	0	0	0	0
MN	3.700	3.830	2.787	8.240	18.558
ME	-216	-564	-759	-32	-1.571
UFV	-189	-112	-91	-35	-426
TOTAL	3.296	3.155	1.937	8.173	16.560
Bolivianización	65,8%	67,9%	69,7%	72,0%	

FUENTE: BCB - ASFI
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En la gestión 2012, Bolivia recibió un total de \$us1.094 millones por concepto de remesas, monto superior en 8,1% al registrado en 2011 (Gráfico III.11). En términos de su origen, las remesas provinieron principalmente de España (44%), Estados Unidos (17%), Argentina (12%), Chile (5%) y Brasil (3%). Los resultados de las operaciones con el exterior consolidan la sólida posición externa del E.P. de Bolivia. El destacable desempeño del sector exportador nacional, las remesas familiares y la inversión extranjera directa resultaron en un superávit de la Balanza de Pagos permitiendo un nuevo incremento en las reservas internacionales que en términos del PIB se encuentran entre las más altas de la región y del mundo; además ha permitido también incrementar nuestra posición acreedora frente al resto del mundo; hechos sin precedentes en nuestra historia económica hasta hace pocos años atrás.

III.3 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

En 2012, el crecimiento del crédito y de los depósitos en términos absolutos fue el más alto de la historia económica boliviana. Los depósitos crecieron en Bs16.560 millones, lo que representó un flujo récord en el Sistema Financiero nacional que permitió a las entidades contar con mayores niveles de liquidez (Gráfico III.12). Por su parte, los créditos registraron también un flujo récord de Bs11.738 millones. A fines de 2012 los depósitos en el Sistema Financiero alcanzaron a un saldo de Bs90.062 millones y los créditos Bs71.975 millones, reflejando el fuerte dinamismo de la intermediación financiera que contribuyó al crecimiento de la actividad económica.

El incremento de los depósitos a una tasa interanual de 22,5% se produjo por las operaciones en moneda nacional (MN) y a mayor plazo, en línea con las políticas de Bolivianización, reflejando también una creciente confianza del público en el Sistema Financiero. El incremento más importante en los depósitos en MN se registró en los DPF (55% del aumento total), le siguen los depósitos en caja de ahorro (22%) y los depósitos a la vista (20%). En el cuarto trimestre, destacó la recuperación de los depósitos en caja de ahorro en MN y la continuidad del crecimiento de los DPF en esta denominación (Cuadro III.6).

El crédito del Sistema Financiero al sector privado creció en 2012 en 19,5% (Gráfico III.13), tasa similar a la estimada en el programa monetario a inicios de año (19,3%). El dinamismo de la cartera contribuyó al crecimiento de la actividad económica, al mismo tiempo que destaca su baja morosidad, encontrándose la pesadez (cartera en mora respecto a la cartera total) a fines de 2012 en su tasa histórica más baja (1,5%).

La colocación de fondos se realizó únicamente en MN (Bs15.648 millones), registrando un crecimiento interanual de 38,7%; mientras las operaciones en ME continuaron cayendo (Bs3.911 millones), anotando una contracción en el año de 19,8% (Cuadro III.7). Es importante señalar que el 73,1% del total de colocaciones correspondió a los bancos y el resto a entidades financieras no bancarias.

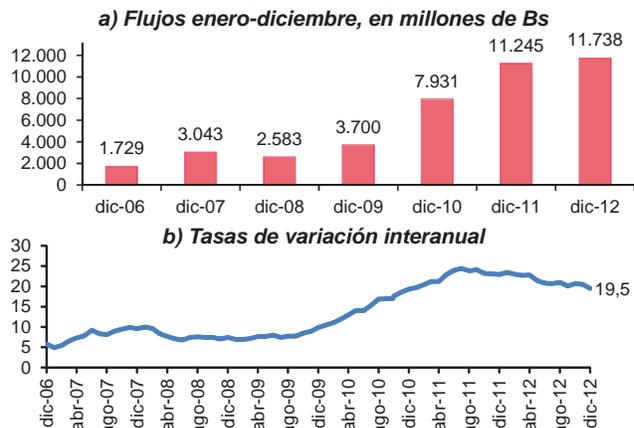
Si se consolidan las operaciones de crédito de las entidades de intermediación financiera con el financiamiento que otorgan las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) al sector privado (Bs9.083 millones) a través de la compra de bonos de empresas, el monto total de colocaciones a fines de 2012 alcanza a Bs81.058 millones (Gráfico III.14a); reduciendo en 50% la brecha entre créditos y depósitos de Bs18.087 millones a Bs9.004 millones. En este caso, la tasa de crecimiento interanual de los créditos sería más alta (19,9%; Gráfico III.14b).

El financiamiento destinado al sector productivo⁴⁴ alcanzó a noviembre de 2012 a Bs19.506 millones, lo que implica un incremento interanual de 23,6% (Gráfico III.15).

En lo que concierne al proceso de remonetización, la Bolivianización de los depósitos alcanzó al cierre del año a 72% (8pp más que a fines de 2011) y la de créditos a 80% (10,5pp mayor). Destacó la profundización de este proceso, principalmente a través de las modificaciones al Encaje Legal y las campañas de incentivo al uso de la moneda nacional

44 Comprende las categorías de agricultura y ganadería, caza, silvicultura y pesca, extracción de petróleo crudo y gas natural, minerales metálicos y no metálicos, industria manufacturera, producción y energía eléctrica, gas, agua y construcción.

GRÁFICO III.13: CRÉDITOS DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO



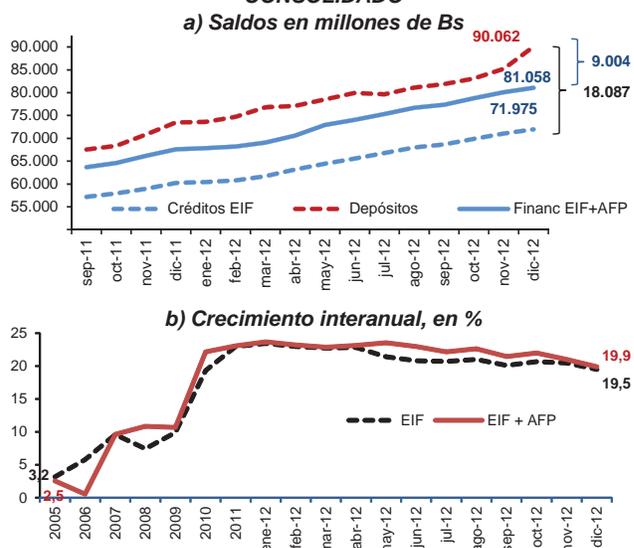
FUENTE: BCB - ASFI
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO III.7: CRÉDITOS POR TIPO DE ENTIDAD Y MONEDA (Flujos en millones de Bs)

	2012				Acum
	I	II	III	IV	
Bancos	837	3.106	2.381	2.262	8.587
MN	1.581	3.299	3.402	3.226	11.507
ME	-743	-192	-1.021	-964	-2.920
No bancos	631	788	852	1.059	3.330
MN	797	1.023	1.079	1.246	4.144
ME	-166	-235	-226	-187	-814
E. Funcionamiento	1.468	3.894	3.234	3.320	11.917
MN	2.377	4.322	4.481	4.471	15.651
ME	-909	-427	-1.247	-1.151	-3.734
E. Liquidación	-26	-22	-113	-17	-179
MN	-2	-1	0	0	-3
ME	-25	-21	-113	-17	-177
Total	1.442	3.872	3.120	3.304	11.738
MN	2.376	4.321	4.481	4.471	15.648
ME	-934	-449	-1.361	-1.167	-3.911
Bolivianización	71,8%	74,2%	77,3%	80,0%	

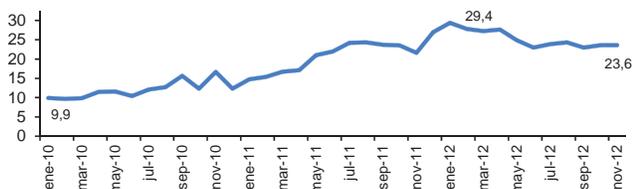
FUENTE: BCB - ASFI
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.14: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO CONSOLIDADO



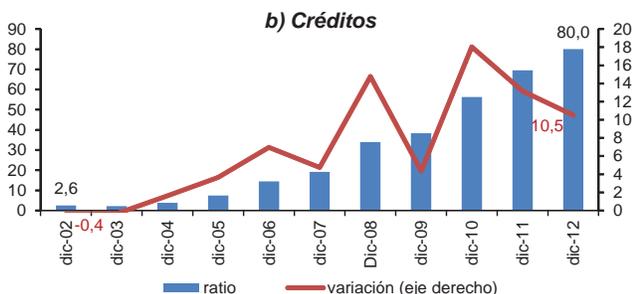
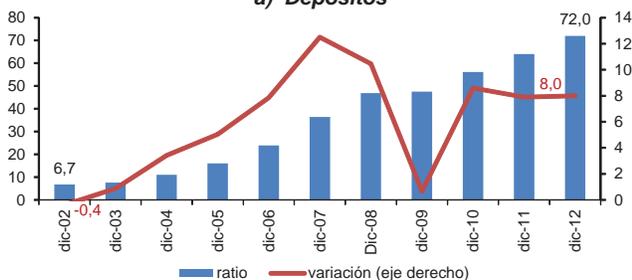
FUENTE: BCB - ASFI
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
Datos preliminares de AFP

GRÁFICO III.15: CRÉDITO AL SECTOR PRODUCTIVO
(Tasa interanual de crecimiento, en porcentajes)



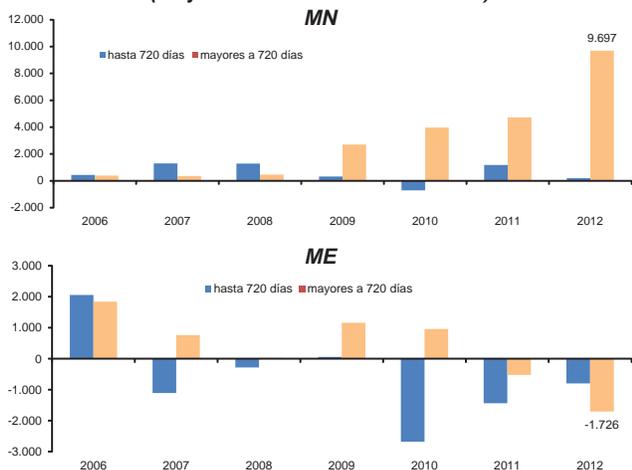
FUENTE: BCB - ASFI
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.16: BOLIVIANIZACIÓN
(En porcentajes y puntos porcentuales)



FUENTE: BCB - ASFI
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.17: DEPÓSITOS A PLAZO FIJO POR MONEDAS Y PLAZOS
(Flujos en millones de bolivianos)



FUENTE: BCB - ASFI
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

(cartillas informativas, entre otros), en un periodo en el que el tipo de cambio se mantuvo invariable (Gráfico III.16).

En efecto, las modificaciones introducidas al Encaje Legal, además de coadyuvar en la regulación de la liquidez, incentivaron a la Bolivianización de las operaciones financieras y al incremento del crédito al sector productivo. De acuerdo a la R.D.07/2012 (del 10 de enero de 2012 y con vigencia a partir de abril de 2012), la base de depósitos sujetos a encaje adicional se amplió a través de una reducción gradual (según cronograma) del stock de depósitos correspondientes a la fecha base (30/09/2008); además, el encaje adicional comenzó a aplicarse a depósitos a plazo fijo en ME mayores a 720 días. Esto último determinó una recomposición importante de los depósitos a plazo mayores a 720 días en ME a depósitos en MN (Gráfico III.17).

El Sistema Financiero continuó exhibiendo indicadores de baja morosidad, elevada solvencia y fuerte liquidez. Al finalizar la gestión, la pesadez se mantuvo en el ratio histórico más bajo, el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) continuó con ratios mayores a los que exige la normativa, la rentabilidad se mantuvo elevada y el sistema conservó importantes niveles de liquidez que le permitirían afrontar con holgura escenarios adversos (Cuadro III.8).

III.4 AGREGADOS MONETARIOS

A diciembre de 2012 la emisión monetaria registró un crecimiento interanual de 14,3%, inferior al registrado a fines de 2011 y muy cercano al establecido en el programa monetario a inicios de año (14,4%). Este comportamiento estuvo en línea con sus determinantes, de manera que no se produjeron desequilibrios en el mercado monetario. Los agregados monetarios en MN (M1, M2 y M3) continuaron registrando crecimientos mayores al de los agregados más amplios que incluyen también moneda extranjera (M'1, M'2 y M'3), reflejando la profundización en el uso de la MN como medio de pago y reserva de valor (Cuadro III.9).

Luego de la corrección de la tasa interanual de la emisión monetaria a fines de 2011, que reflejó también

el efecto de base de comparación con igual periodo de 2010, en todos los meses de 2012 el crecimiento de la emisión fue más bajo respecto al de similar mes del año anterior. La marcada diferencia entre las tasas de crecimiento interanuales de M3 y M³ reflejó la Bolivianización de los depósitos a plazo fijo, que se profundizó con las medidas de Encaje Legal tomadas desde inicios de 2012 descritas anteriormente (Gráfico III.18).

CUADRO III.8: INDICADORES DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentajes)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pesadez de Cartera (%)	8,7	5,6	4,3	3,5	2,2	1,7	1,5
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	13,3	12,6	13,7	13,3	11,9	12,3	12,6
ROE	13,3	21,2	20,3	20,6	17,3	19,5	17,6
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	33,9	35,2	43,3	48,0	39,0	37,6	37,6

FUENTE: BCB - ASFI

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

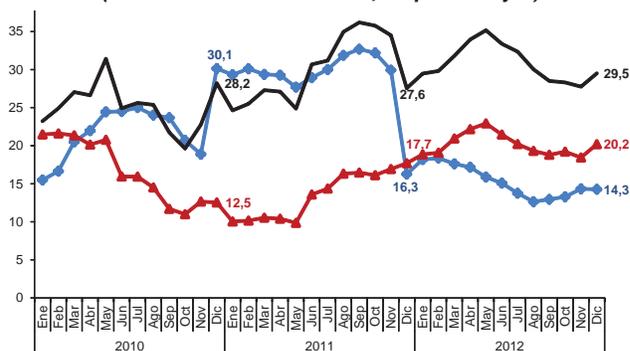
CUADRO III.9: AGREGADOS MONETARIOS
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Base monetaria	32,6	10,2	28,2	16,5
Emisión monetaria	10,8	30,1	16,3	14,3
M1	14,7	28,0	16,3	19,4
M ¹	18,1	22,9	15,0	19,1
M2	12,2	25,1	20,7	20,2
M ²	18,0	14,3	17,9	17,3
M3	18,7	28,2	27,6	29,5
M ³	19,7	12,5	17,7	20,2

FUENTE: BCB - ASFI

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.18: EVOLUCIÓN DE EMISIÓN, M3 Y M³
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: BCB - ASFI

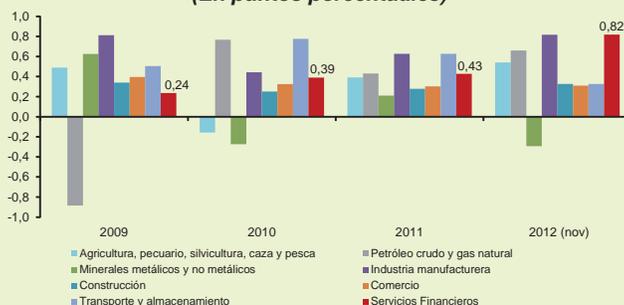
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**RECUADRO III.1
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA EN BOLIVIA**

Las entidades financieras constituyen el vínculo institucional entre el ahorro y la inversión, por lo que su desempeño adecuado es importante para el desarrollo económico y social del país. Así lo reconoce la Constitución Política del Estado, al señalar como de interés público las actividades de intermediación financiera, la prestación de servicios financieros y cualquier otra actividad relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión del ahorro.

Al respecto, la participación del sector de Servicios Financieros en el desempeño económico de Bolivia fue significativa en los últimos años. En efecto, su incidencia a 12 meses sobre el índice de actividad económica pasó de 0,24pp en diciembre de 2009 a 0,82pp en noviembre de 2012 (Gráfico III.19).

GRÁFICO III.19: INCIDENCIA A 12 MESES SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA GLOBAL
(En puntos porcentuales)



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

Estos resultados se deben a una serie de medidas emprendidas por el BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo y la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), orientadas a lograr una mayor eficiencia en la intermediación financiera y limitar la exposición al riesgo sistémico de la economía.⁴⁵

Dentro de estas medidas destacan las diferentes modificaciones del Encaje Legal llevadas a cabo a partir de 2005, las cuales estuvieron principalmente orientadas a acentuar la diferenciación del Encaje Legal por monedas y así impulsar una mayor desdolarización financiera. El resultado se reflejó en un incremento del porcentaje de los depósitos en moneda nacional sobre el total, pasando de 16,1% en diciembre de 2005 a 72,0% en diciembre de 2012; de igual manera, la proporción de créditos en moneda nacional subió de 7,5% a 80,0% en el mismo período (Gráfico III.16).

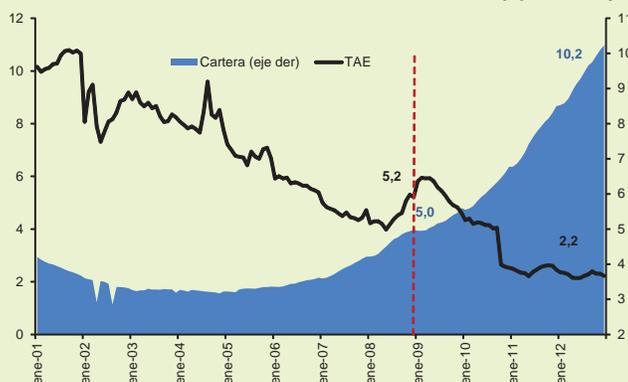
La política de Encaje Legal sirvió también para incentivar el crédito. En 2009, el Nuevo Reglamento de Encaje Legal dispuso una disminución del encaje requerido por depósitos en MN en proporción al incremento de la cartera en MN; resultando en una innovadora medida para dinamizar los créditos. Asimismo y con el objetivo de fortalecer la efectividad de este incentivo, a partir de 2011, la opción se limitó al incremento del crédito en MN dirigido a los sectores productivos, en lugar del crédito total. Adicionalmente, se modificó la fecha base para el cálculo de dicha compensación.

En el caso de la política cambiaria, su orientación a partir de 2006, caracterizada por graduales apreciaciones de la moneda nacional y períodos de estabilidad, contribuyó a anclar las expectativas del público y, por consiguiente, sostener el proceso de Bolivianización financiera.

Por otra parte, la política monetaria, a través de la adecuada provisión de liquidez y bajas tasas de los instrumentos de regulación monetaria, propició la caída de la tasa activa real de 5,2% en diciembre de 2008 a 2,2% al cierre de 2012 (Gráfico III.20). De igual manera, en 2010 se destacó la modificación al cálculo de la Tasa de Referencia (TRe) para las tasas de crédito, estableciéndose que se consideren las tasas de los DPF en todos los plazos y no solamente los comprendidos entre 91 y 180 días, con el objetivo de reflejar de manera más real el costo de fondeo de las entidades financieras. Esta medida permitió reducir la volatilidad y limitar un mecanismo que facilitaba el alza de las tasas activas.

⁴⁵ El riesgo sistémico se define como la interrupción de los servicios financieros causada por un daño en la totalidad o parte del sistema financiero y tiene el potencial de causar efectos negativos graves a la economía real.

GRÁFICO III.20: CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO Y TASA ACTIVA REAL
(En miles de millones de dólares estadounidenses y porcentajes)



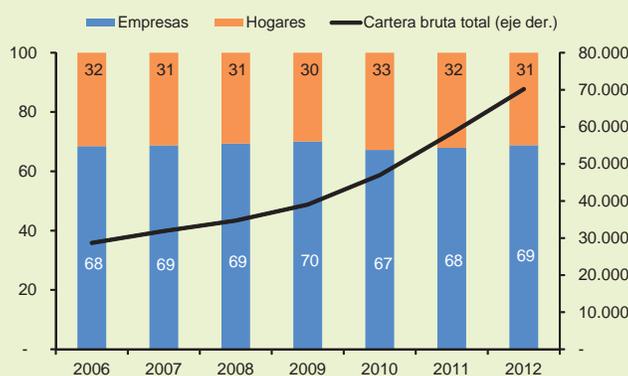
FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Cabe destacar también otras medidas que complementaron a las anteriores en el propósito de mantener una adecuada liquidez y dinamizar el crédito al sector privado. Entre ellas se encuentran los límites a inversiones en el extranjero (aplicable a bancos, AFP y Compañías de Seguros), incremento de las provisiones para la cartera de consumo en ME, límites a las posiciones largas (activo mayor que pasivo) o cortas (viceversa) en ME (Reglamento de Posición de Cambios de Entidades Financieras Bancarias y no Bancarias), límites a los márgenes para la compra o venta de ME, entre otras.

El proceso de Bolivianización y el sostenimiento de una liquidez adecuada y a bajo costo, junto con el incremento del ahorro financiero,⁴⁶ dinamizaron las colocaciones de las EIF, permitiendo que la cartera del Sistema Financiero pase de \$us5,0 miles de millones a \$us10,2 miles de millones, en el periodo anteriormente citado, representando un crecimiento aproximado del 105% (Gráfico III.2). Cabe destacar que en 2012, tanto el flujo anual de depósitos, como el flujo anual de los créditos, alcanzaron sus niveles máximos históricos (Gráficos III.12a y III.13a).

En relación al destino de los créditos, entre 2006 y 2012, se mantuvo la mayor participación destinada a las empresas (69% en promedio) en relación a los destinados a los hogares (31%), aspecto que genera un mayor impacto directo en la actividad productiva (Gráfico III.21).

GRÁFICO III.21: EVOLUCIÓN Y COMPOSICIÓN DE LA CARTERA BRUTA
(En porcentaje y millones de bolivianos)

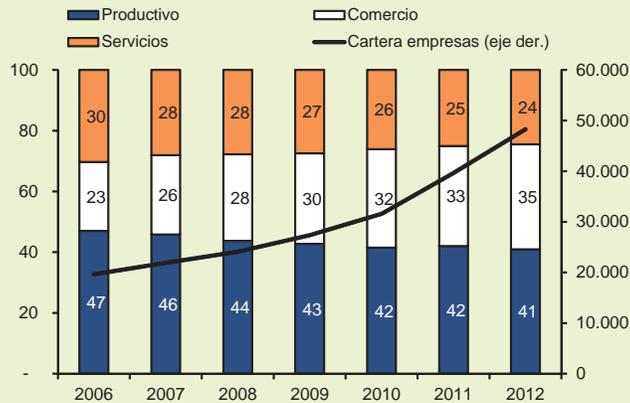


FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

⁴⁶ En este contexto, otras medidas se implementaron para contener el descenso de las tasas pasivas. Las colocaciones de títulos en forma directa al público (BCB-Directo, BCB-Navideño y, más recientemente, TGN-Directo) se constituyeron en alternativas de ahorro para la población en instrumentos de alta seguridad y rentabilidad atractiva, implicando una competencia a las EIF por el ahorro privado. Adicionalmente, con el apoyo técnico del BCB y la ASFI, en noviembre de 2010 se realizó un acuerdo entre el MEFP y ASOBAN para incrementar las tasas pasivas y reducir las tasas activas.

A su vez, la cartera a empresas se concentró principalmente en actividades productivas (43% en promedio entre 2006-2012) y, en menor medida, en comercio (31%) y servicios (26%; Gráfico III.22).

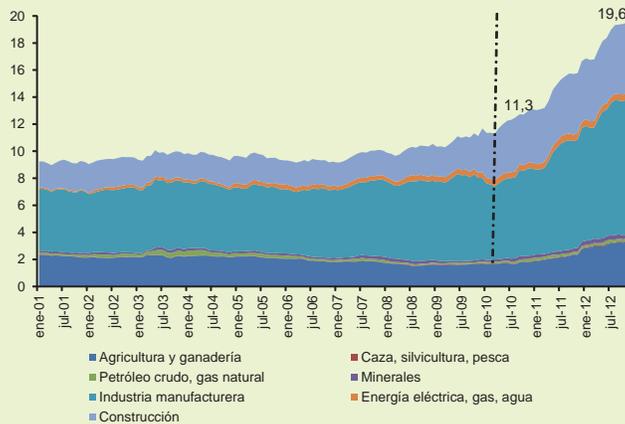
GRÁFICO III.22: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA BRUTA DE EMPRESAS
(En porcentaje y millones de bolivianos)



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

El crédito productivo presentó un crecimiento apreciable en los últimos años, a una tasa anual promedio de 11,6% en el periodo 2006-2012, alcanzando en 2012 un incremento interanual de 19%. Los principales sectores que recibieron este financiamiento fueron la industria manufacturera, la construcción, y la agricultura y ganadería (Gráfico III.23), actividades con fuerte impacto en valor agregado y demanda de mano de obra.

GRÁFICO III.23: CARTERA PRODUCTIVA DEL SISTEMA FINANCIERO POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
(En miles de millones de Bs)



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

De igual manera, estos buenos resultados se evidenciaron en los indicadores del Sistema Financiero en 2012: la tasa de morosidad llegó a tan sólo 1,5%, siendo menor este ratio para los créditos en MN (1,2%); el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) alcanzó un nivel de 12,6%, por encima del 10% exigido por la normativa vigente; y la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) se mantuvo elevada (17,6%, Cuadro III.8).

En resumen, la correcta aplicación de las políticas monetaria, cambiaria y otras medias adicionales, por parte del BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo y la ASFI, ha estimulado el desarrollo del Sistema Financiero. Esto se ha visto reflejado en el creciente aporte de este sector a la actividad económica que llegó a ocupar el primer lugar en el último año (Gráfico III.3).

IV. Políticas del Banco Central de Bolivia

En 2012, la orientación contracíclica de la política monetaria dirigida a preservar la estabilidad de precios y fomentar el crecimiento económico sostenido, se reflejó en la compensación de la contracción de liquidez debido a la acumulación de depósitos en el BCB. En efecto, se realizaron reducciones graduales de la oferta de títulos de regulación monetaria, acompañadas de disminuciones en sus tasas de interés, descendiendo paulatinamente las colocaciones netas hasta alcanzar redenciones netas en el tercer y cuarto trimestres. Las operaciones realizadas proporcionaron recursos al Sistema Financiero que, complementados con la acumulación de depósitos del público, contribuyeron al dinamismo de la cartera otorgada al sector privado durante la gestión, en línea con las proyecciones de inicios de año. Asimismo, en 2012 se realizaron dos modificaciones al Reglamento de Encaje Legal, ambas tendientes a acentuar la diferenciación del encaje por monedas y profundizar el proceso de Bolivianización del Sistema Financiero. En lo que concierne a la política cambiaria, la estabilidad del tipo de cambio permitió anclar las expectativas del público, en un contexto de fuerte volatilidad y cambios de tendencia de las paridades cambiarias de nuestros socios comerciales, proporcionando un entorno de mayor certidumbre a los agentes, además de contribuir al proceso de Bolivianización. Cálculos realizados por el BCB y organismos internacionales muestran que no existen desalineamientos pronunciados entre el Tipo de Cambio Real y su tendencia de largo plazo. Destacaron también otras medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB para coadyuvar al control de la inflación, varias de ellas destinadas a asegurar la soberanía y seguridad alimentaria. Adicionalmente, la política comunicacional y educativa del Banco Central fue importante para el anclaje de las expectativas de la población.

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. Su implementación oportuna y activa, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, permitió mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos.

A partir de la crisis global iniciada 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 pudo haber generado en la economía nacional. En 2010 la política monetaria se orientó a la reducción de los estímulos monetarios, en respuesta a un contexto de mayores presiones inflacionarias externas e internas, producto de la recuperación económica global (principalmente de países emergentes), los mayores ingresos de origen externo, el incremento de precios de productos básicos de exportación y la alta liquidez del Sistema Financiero.

Posteriormente, en el primer trimestre de 2011, la continuidad de las presiones inflacionarias externas y la aparición de otras de origen interno (como la nivelación transitoria del precio de los combustibles), en un contexto de elevada liquidez en el Sistema Financiero, determinaron que se mantenga una orientación contractiva con los consecuentes 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 el 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; empero, debido a la mayor liquidez estacional, en el cuarto trimestre el BCB incrementó la oferta y las colocaciones netas de títulos, generando vencimientos futuros sin alzas significativas de las tasas monetarias.

Por su parte, la gestión 2012 se caracterizó nuevamente por una elevada liquidez, tanto en el sector público como en el sector privado, debido al superávit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y al dinamismo de la actividad económica interna. En el primer caso, los ingresos del sector

público se mantuvieron depositados en el BCB durante los tres primeros trimestres del año; mientras que en el cuarto, el sector público utilizó sus depósitos para efectuar los pagos de sus mayores gastos estacionales. En lo que concierne al sector privado, la mayor liquidez se reflejó en el crecimiento excepcional de los depósitos del público en el Sistema Financiero (registrándose la mayor variación absoluta durante esta gestión), que se constituyeron en una fuente significativa de recursos a disposición de las entidades financieras. En el mismo sentido, al igual que en el caso de los depósitos, el flujo de crédito registrado en la gestión fue el mayor nunca antes observado.

En este marco, en el primer semestre de 2012, se realizaron colocaciones netas de títulos que se orientaron a regular la liquidez pero sin afectar el crecimiento del crédito del Sistema Financiero al sector privado. La orientación de las colocaciones respondió no sólo al buen desempeño de la actividad económica, sino también a la presencia de incrementos moderados de la inflación mensual y a la oportunidad de generar vencimientos que puedan ser utilizados más adelante ante un eventual debilitamiento de la economía.

El tercer trimestre se caracterizó por un escenario en el que la inflación tuvo un comportamiento estable (con ligeros descensos en los indicadores de tendencia), siendo advertidos también signos de debilitamiento de la actividad económica, mientras el sector público acumuló recursos en el Banco Central en mayor medida que en trimestres anteriores, a la vez que los depósitos del público en el Sistema Financiero crecieron a un menor ritmo respecto al observado en la primera mitad del año. En función a este contexto, se produjeron redenciones netas en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), contribuyendo así a que el crédito del Sistema Financiero al sector privado continúe incrementándose.

En el cuarto trimestre, dada la alta liquidez estacional, el BCB decidió realizar un incremento moderado de la oferta de títulos a partir de la semana 50; sin embargo, la demanda fue muy baja y continuaron las redenciones netas de títulos en las OMA, en una coyuntura de acumulación de depósitos del sector público y en la que una parte de la liquidez del Sistema Financiero fue utilizada para adquirir los Bonos Soberanos recientemente emitidos por el país en mercados internacionales.

Las tasas de títulos públicos, en términos generales, tendieron a disminuir en 2012 alcanzando niveles mínimos históricos. Esta disminución contribuyó a la reducción de las tasas de interés activas del Sistema Financiero, permitiendo mejores condiciones financieras a las empresas y familias que contraen créditos de dichas entidades.

IV.1.1 El Programa Monetario

El BCB elabora anualmente un Programa Monetario que engloba las políticas específicas orientadas al cumplimiento de su mandato constitucional de mantener la 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 para 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 RIN. Manteniendo la práctica de los últimos años, en 2012 las metas del Programa Macroeconómico fueron incorporadas al 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 establecido 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).⁴⁷

El acuerdo señala también que las políticas fiscal, monetaria y cambiaria deben enfocarse a preservar la estabilidad macroeconómica y fomentar el crecimiento económico sostenido. La contribución de las políticas monetaria y cambiaria a dicho objetivo se efectiviza mediante el control de la inflación, la promoción de la Bolivianización, el resguardo de la estabilidad del Sistema Financiero y la mitigación de

⁴⁷ Desde 2006, en una muestra clara del compromiso con la estabilidad macroeconómica y la voluntad de rendir cuentas a la sociedad, las principales autoridades del MEFP y del BCB suscriben acuerdos que incluyen metas macroeconómicas cuantitativas para cada gestión.

shocks externos. Mientras que, en el caso de la política fiscal a través del impulso a los sectores productivos estratégicos mediante la inversión pública.

Todas las metas del Programa Fiscal-Financiero 2012 fueron cumplidas con importantes márgenes (Cuadro IV.1). El SPNF acumuló un superávit de Bs3.303 millones, equivalente al 1,8% del PIB anual estimado, con una disminución del financiamiento interno a este sector de Bs7.646 millones y del CIN del BCB al SPNF de Bs6.030 millones. Este último explicó gran parte de la disminución observada del CIN total (Bs7.662 millones).

El superávit del SPNF en 2012 superó en Bs1.921 millones al registrado en 2011. En términos del PIB (1,8%), fue el tercero más alto después de los obtenidos en 2006 (4,5%) y 2008 (3.2%).

Este superávit se explicó por mayores recaudaciones tributarias y aumento de ingresos por venta de hidrocarburos. En este marco, los depósitos del SPNF en el BCB se incrementaron (Bs10.706 millones) en mayor proporción que los créditos efectuados a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE; Bs 4.750 millones). Así, estos depósitos mantuvieron en la gestión la tendencia creciente de los últimos años, alcanzando a fines de 2012 el equivalente a 25,5% del PIB (Gráfico IV.1). En este sentido, el SPNF continuó conservando una capacidad importante para efectuar políticas expansivas ante un eventual deterioro de la actividad económica.

Las RIN se incrementaron en \$us1.712 millones, aspecto que se contrapuso a la pérdida programada (\$us210 millones) a inicios de gestión. No obstante, cabe señalar que dicha pérdida contemplaba la transferencia de recursos y la otorgación de un crédito al Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) por un monto total de \$us1.200 millones, operaciones que no fueron concretadas en la gestión, siendo prevista su ejecución para inicios de 2013.

A lo largo del año, la ganancia de reservas fue originada principalmente por el incremento del valor de las exportaciones de hidrocarburos, tanto por mayores volúmenes como por precios superiores a los estimados; contribuyeron también las remesas familiares y la continuidad del proceso de Bolivianización, entre los factores más importantes.

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

	ENERO-DICIEMBRE DE 2012			
	Meta Acordada ^{2/}	Ejecución ^{p/}	Margen (+) Desvío (-)	
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (Superávit = --)	Bs	7.058	-3.303	10.361
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	2.104	-7.646	9.750
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto Total (CIN - Total)	Bs	5.565	-7.662	13.227
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN - SPNF)	Bs	2.329	-6.030	8.359
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	-210	1.712	1.922

FUENTE: Banco Central de Bolivia

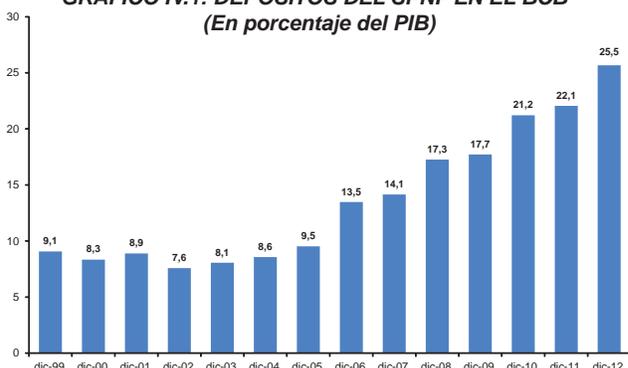
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Las cifras se calcularon utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, la UFV y DEG, así como un precio fijo para el oro

^{2/} Programa Fiscal - Financiero acordado entre el BCB y MEFP el 7 de febrero de 2012

(p/) cifras preliminares

GRÁFICO IV.1: DEPÓSITOS DEL SPNF EN EL BCB^{1/}
(En porcentaje del PIB)



FUENTE: BCB - MEFP

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Cifras preliminares a diciembre de 2012

**CUADRO IV.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA
MONETARIO 2012^{1/}**
(Flujos en millones de bolivianos)

	2011	2012
1. EMISIÓN	3.999	4.080
2. CRÉDITO INTERNO NETO	-11.041	-7.564
2.1 SECTOR PÚBLICO	-4.416	-6.260
Crédito Neto del BCB	-4.010	-6.030
Cuasifiscal	-406	-230
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	-5.976	-3.912
Encaje legal	-5.198	-2.820
OMA (LT's D y BT's)	-626	-1.076
Otros	-152	-16
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	-63	154
2.4 OTROS	-586	2.453
d/c: OMA (Títulos "D" a particulares, AFPs y otros)	-646	1.643
OMA -colocación directa títulos "D" a particulares	-211	116
3. OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	179	-97
4. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	14.861	11.742
(en mill.\$us.)	2.160	1.712
CRÉDITO INTERNO NETO (Incluye OMLP)	-10.861	-7.662
Pro memoria: OMA total	-1.482	682
OMA total + encaje Legal + préstamos de liquidez	-6.680	-2.134

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} Las cifras se calcularon utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, la UFV y DEG, así como un precio fijo para el oro

Con relación a la evolución de las cuentas monetarias, se destaca que en todo el año la emisión monetaria se situó en torno al nivel programado, sin producirse desequilibrios respecto al valor estimado en base a sus determinantes. La acumulación de depósitos del SPNF en el BCB y el incremento de los requerimientos de Encaje Legal coadyuvaron a esterilizar el efecto monetario del aumento de las RIN sin costo para el BCB. Del mismo modo, las colocaciones de títulos públicos con tasas decrecientes tuvieron también un efecto favorable en los resultados del BCB; de esta forma, la gestión cerró con una utilidad neta de Bs529,4 millones. El resultado cuasifiscal, que considera sólo las transacciones en efectivo, arrojó una utilidad de Bs230 millones al cierre de 2012, por debajo de las cifras alcanzadas en 2011 (Bs406 millones; Cuadro IV.2).

En 2012 se realizaron redenciones netas de OMA, mientras que en el año anterior se efectuaron colocaciones netas. Este comportamiento se explicó por los siguientes factores:

- El incremento de las reservas internacionales en 2012 fue menor al observado en 2011.
- La acumulación total de depósitos del SPNF en el BCB fue mayor a la registrada en 2011.
- La aplicación del nuevo Reglamento de Encaje Legal, que determinó un incremento gradual del encaje requerido por depósitos en ME, además de profundizar la Bolivianización, se constituyó también en un mecanismo de regulación de la liquidez.
- Además, la adquisición por entidades nacionales de una parte de los Bonos Soberanos colocados recientemente en mercados internacionales, implicó también una menor necesidad de esterilización monetaria para el BCB.

En este sentido, el menor incremento de las RIN, la mayor acumulación de depósitos del SPNF en el BCB, el incremento del encaje requerido en ME y la compra de Bonos Soberanos, se constituyeron en mecanismos que restaron liquidez a la economía. Por tanto, las redenciones netas en OMA permitieron compensar las operaciones señaladas. Esta expansión contribuyó al aumento del crédito al sector privado no financiero.

En 2012, en el marco de las disposiciones legales vigentes (Ley del Presupuesto General del Estado o PGE y Leyes Modificatorias al PGE), el BCB otorgó créditos a las EPNE y a YPFB por un total de Bs4.750 millones, con lo que el saldo de estos créditos al cierre de 2012 alcanzó a Bs7.985 millones (Cuadro IV.3). Se destaca que en 2012 no se realizaron desembolsos de créditos al TGN, por el contrario éste realizó una amortización por Bs87 millones, disminuyendo el saldo a Bs2.268 millones. Es importante aclarar que estos créditos del BCB al SPNF se constituyen en operaciones intra sector público, por lo que metodológicamente no se deben considerar como deuda del sector público consolidado.

IV.1.2 Operaciones de Mercado Abierto

El BCB interviene en el mercado monetario mediante la colocación o redención de títulos públicos a través de las OMA. Éstas se constituyen en el principal instrumento de la política monetaria para contraer o expandir la liquidez del Sistema Financiero y el volumen de los medios de pago en la economía.

En línea con su misión constitucional, en 2012 el BCB realizó un balance cuidadoso entre los objetivos de controlar la inflación y de apuntalar el crecimiento económico. En este sentido, frente a la incertidumbre externa que podría desacelerar la actividad económica y en un contexto de fuerte acumulación de depósitos del SPNF en el BCB, junto a la aplicación de mayores requerimientos de Encaje Legal a depósitos en ME, se realizaron reducciones graduales de la oferta de títulos de regulación monetaria a lo largo del año.

En efecto, en el primer trimestre de 2012 se redujo la oferta semanal de Bs626 millones a Bs501 millones, descendiendo nuevamente en el segundo y tercer trimestres a Bs350 millones y Bs340 millones, respectivamente. Finalmente, en el cuarto trimestre, la oferta de títulos se incrementó ligeramente a Bs350 millones, en línea con la mayor liquidez estacional esperada y ante la presencia de señales de presiones inflacionarias (Gráfico IV.2). Se aprecia un comportamiento similar al considerar la oferta trimestral de títulos de regulación monetaria (Gráfico IV.3).

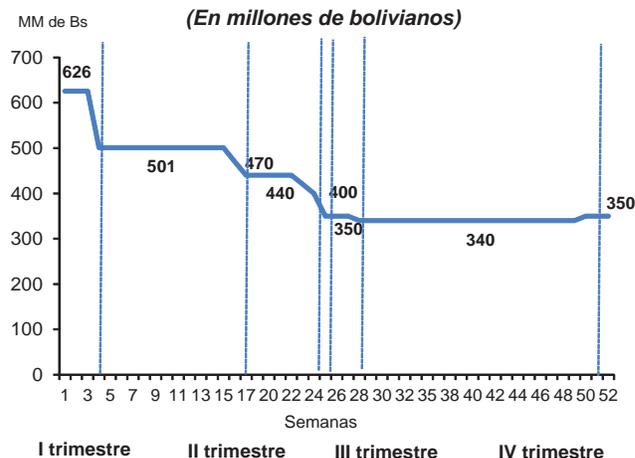
Durante el primer semestre de 2012, la oferta en instrumentos en MN disminuyó en los plazos de 182

CUADRO IV.3: CRÉDITOS DEL BCB A LAS EPNE Y A YPFB (Al 31 de diciembre de 2012, en millones de bolivianos)

	Autorizado según Leyes ^{1/}	Firmado con el BCB	Saldo de la Deuda 2011	Desembolsos 2012	Amortización 2012	Saldo de la Deuda 2012
YPFB	13.979	12.052	1.781	2.691	0	4.473
ENDE	6.967	4.604	1.292	568	0	1.860
COMBOL	6.168	836	162	439	0	601
EASBA	1.500	1.500	0	1.052	0	1.052
TOTAL	28.614	18.992	3.236	4.750	0	7.985

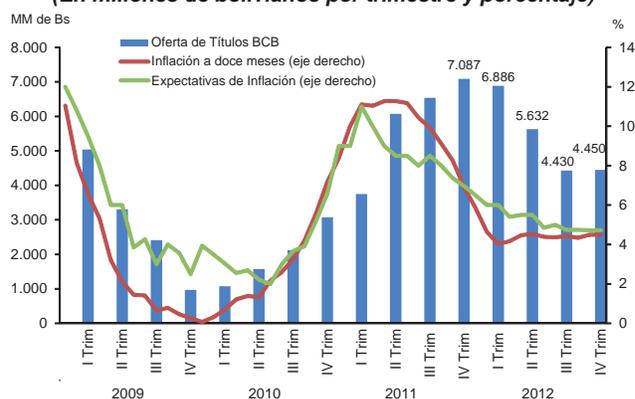
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ^{1/} Incluye los créditos comprometidos en la Ley del PGE-2012 y la Ley de Modificaciones al PGE-2012

GRÁFICO IV.2: OFERTA SEMANAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA - 2012 (En millones de bolivianos)



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

GRÁFICO IV.3: OFERTA TRIMESTRAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA E INFLACIÓN (En millones de bolivianos por trimestre y porcentaje)



FUENTE: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias - INE
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

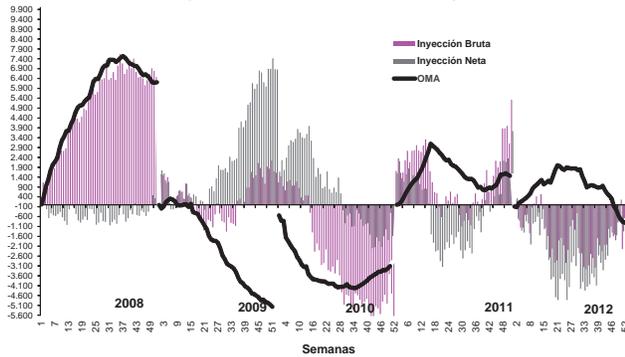
días (Bs40 millones), 273 días (Bs40 millones) y 1 año (Bs150 millones); mientras la de 91 días aumentó en Bs45 millones. La oferta de letras en UFV y la de bonos en MN a 2 años fueron eliminadas en las semanas 16 y 25, respectivamente. Finalmente, en el último trimestre se recompuso la oferta de títulos, incrementándola en los plazos de 182 y 273 días, a la vez que se la redujo en los plazos de 91 días y 1 año, con el propósito de recomponer los vencimientos en 2013 (Cuadro IV.4). Por su parte, la oferta del TGE se mantuvo en Bs229 millones a partir de la semana 36.

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

		I TRIM/11 ¹	II TRIM/11 ¹	III TRIM/11 ¹	IV TRIM/11 ¹	I TRIM/12 ¹	II TRIM/12 ¹	III TRIM/12 ¹	IV TRIM/12 ¹
BCB (LT \$)									
91 días	ME	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1 año	UFV	1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
91 días	MN	65,0	65,0	30,0	25,0	100,0	70,0	60,0	10,0
182 días	MN	90,0	90,0	60,0	130,0	100,0	90,0	90,0	150,0
273 días					130,0	70,0	90,0	90,0	150,0
1 año	MN	230,0	230,0	230,0	250,0	150,0	100,0	100,0	40,0
2 años	MN	80,0	80,0	145,0	90,0	80,0	0,0	0,0	0,0
Oferta ME		0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oferta MN		465,0	465,0	465,0	625,0	500,0	350,0	340,0	350,0
Oferta UFV		1,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
Oferta total BCB (Bs)		467,3	467,3	466,6	625,8	500,9	350,0	340,0	350,0
TGE (BT \$)									
2 años	MN	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4 años	MN	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
6 años	MN	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
8 años	MN	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,0	1,0
10 años	MN	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	1,0	1,0
15 años	MN	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	5,0	5,0
20 años	MN	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	20,0	20,0
30 años	MN	150,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	100,0	100,0
50 años	MN							100,0	100,0
Oferta total TGE (Bs)		199,0	249,0	249,0	249,0	249,0	249,0	229,0	229,0

FUENTE: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: 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

GRÁFICO IV.4: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE LIQUIDEZ
(En millones de bolivianos)



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

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 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 (de gran magnitud en 2009).

En 2010, en un contexto de presiones inflacionarias, la inyección neta acumulada de liquidez pasó de ser positiva a negativa y, si bien se redujeron los impulsos monetarios con el incremento de la oferta de títulos, esta política fue gradual y las tasas de rendimiento no sufrieron fuertes incrementos.

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 trimestres, 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 mundial, se generaron redenciones de títulos contribuyendo a contener la contracción de 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.

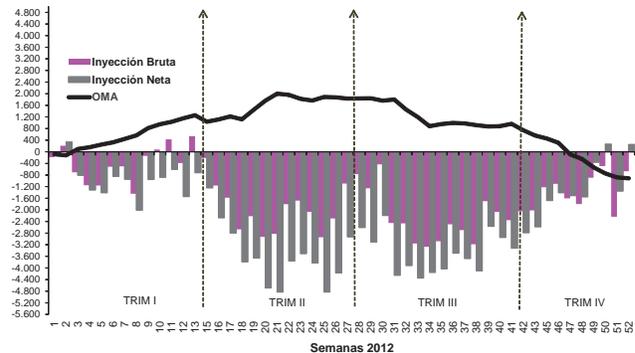
A finales de 2011, el sistema registró un elevado nivel de liquidez (Bs8.777 millones) producto en parte de la transferencia de sueldos y rentas del sector público; ajustando esta operación, el nivel de liquidez de finales de 2011 sería menor y la inyección bruta a principios de 2012 sería positiva. En este sentido, las colocaciones netas de títulos del primer trimestre de 2012 respondieron a este contexto.

En el segundo trimestre de 2012, el ritmo de colocaciones netas se redujo junto con la disminución de la inyección bruta. En el tercer y cuarto trimestres, la inyección bruta fue positiva debido a la ganancia de RIN y a la acumulación de depósitos del SPNF. Además, ante la baja demanda de títulos por parte del Sistema Financiero, se generaron redenciones netas de OMA. De esta manera, en el año, la inyección bruta negativa fue compensada por el BCB, de modo que en términos acumulados el año cerró con una ligera redención neta de OMA (Gráfico IV.5).

La disminución de la oferta de títulos dio señales de que el BCB no estaba dispuesto a validar alzas en las tasas, lo que permitió, bajo un mecanismo de subasta, mantener bajas las tasas de política aún con colocaciones netas. En los dos primeros trimestres del año se produjeron colocaciones netas de títulos públicos, en el primero por Bs1.296 millones y en el segundo por Bs706 millones (a fines de mayo de 2012 se alcanzó el saldo de títulos más alto de la gestión: Bs11.887 millones), mientras que en el tercer y cuarto trimestres se realizaron redenciones netas por Bs955 millones y Bs1.729 millones, respectivamente. De esta manera, el saldo de títulos de regulación monetaria disminuyó de Bs9.862 millones a fines de 2011 a Bs8.991 millones al terminar 2012, reducción que representó una inyección de liquidez a través de este instrumento que, junto al incremento de depósitos en el Sistema Financiero, se constituyeron en la fuente de recursos para el incremento del crédito al sector privado no financiero (Gráfico IV.6).

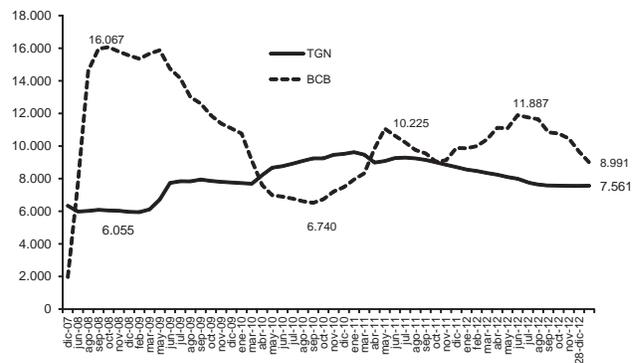
El elevado saldo de liquidez al cierre de 2011 y el crecimiento excepcional de los depósitos del público en el Sistema Financiero, determinaron incrementos

GRÁFICO IV.5: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE LIQUIDEZ (Flujos acumulados anuales en millones de bolivianos)



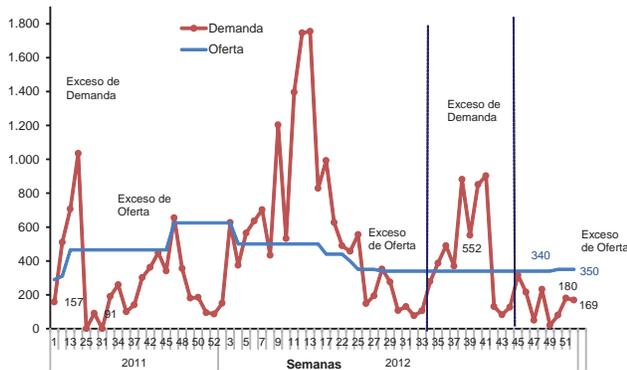
FUENTE: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.6: TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA (Saldos netos en millones de bolivianos)



FUENTE: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.7: DEMANDA Y OFERTA DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA EN MN (En millones de bolivianos)

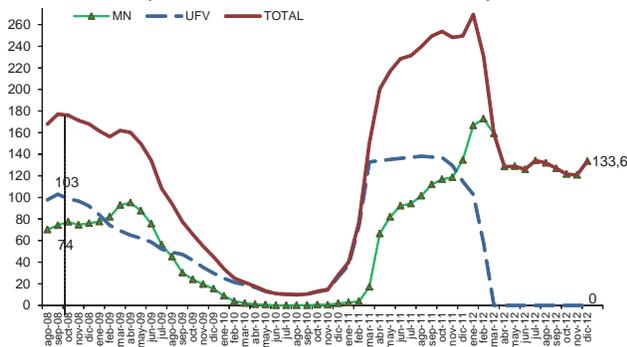


FUENTE: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

de la demanda de títulos por parte de las entidades financieras durante el primer semestre de 2012 que, junto a la reducción gradual de la oferta, se tradujeron en excesos de demanda por estos instrumentos, contribuyendo a mantener bajas las tasas monetarias (Gráfico IV.7).

Durante el primer semestre de 2012, 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 de 6% anual. A finales de esta gestión se volvieron a colocar estos bonos aunque a una tasa menor (4%).

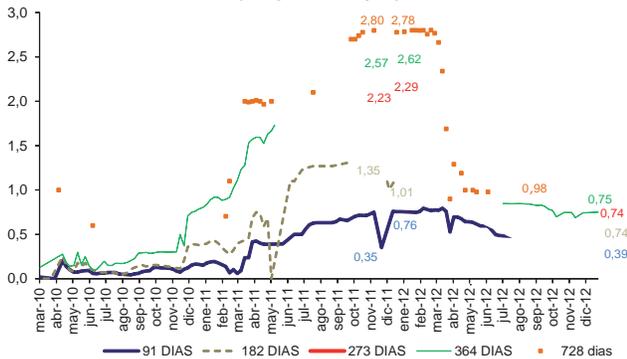
GRÁFICO IV.8: OMA DIRECTAS Y BCB DIRECTO (Saldos en millones de bolivianos)



FUENTE: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

El saldo neto de estas colocaciones alcanzó cerca de Bs269 millones al cierre de enero de 2012, constituyéndose en el valor máximo registrado desde la introducción de este mecanismo. Los elevados vencimientos de las letras directas, en particular de los títulos en UFV que vencieron en su totalidad en junio, hicieron disminuir el saldo neto a Bs128 millones en marzo y a Bs126 millones en junio. Posteriormente, el saldo se incrementó a Bs127 millones a fines de septiembre, período en el que vencieron la totalidad de los bonos navideños. En el cuarto trimestre, el saldo aumentó hasta alcanzar a Bs134 millones al cierre de la gestión, principalmente por la segunda colocación de bonos navideños (Gráfico IV.8).

GRÁFICO VI.9: TASA EFECTIVA ANUALIZADA DE TÍTULOS PÚBLICOS DE REGULACIÓN MONETARIA (En porcentajes)



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

Se destaca la colocación de los bonos navideños que, en un periodo de ingresos adicionales por los aguinaldos, contribuyen a fomentar el hábito del ahorro, reorientan el gasto a uno con un menor componente importado y son proclives a ser reinvertidos en títulos BCB directo. En efecto, el 36% de los bonos navideños fueron reinvertidos de esta manera.

Las tasas de interés monetarias registraron reducciones con relación a diciembre de 2011 en todos los plazos, estas disminuciones fueron de 41, 27, 155, 187 y 180pb en los plazos de 91, 182, 273, 364 y 728 días, respectivamente (Gráfico IV.9).

Las disminuciones observadas en las tasas de los títulos de regulación monetaria y el aumento de los fondos disponibles de las entidades financieras, determinaron reducciones de la mayoría de las tasas de interés pasivas y activas (Cuadro IV.5); comportamiento que explica también el dinamismo del crédito del Sistema Financiero al sector privado.

IV.1.3 Encaje Legal

En 2012, con el objetivo de incentivar y profundizar el proceso de Bolivianización, el Reglamento de Encaje Legal fue modificado en dos oportunidades, manteniéndose sin embargo el Encaje Legal en efectivo y títulos en 2% y 10% para MN y en 13,5% y 8% para ME. La primera modificación fue realizada el 10 de enero de 2012 mediante Resolución de Directorio (R.D.) N° 07/2012; ampliando la base de los depósitos en ME y MVDOL sujeta a encaje adicional, acentuando de esa manera la diferenciación del Encaje Legal por monedas. Cabe mencionar que dicha base continuará siendo incrementada cada cuatro meses, de acuerdo a un cronograma establecido hasta agosto de 2016, cuando el encaje adicional se aplique a la totalidad de depósitos en ME y MVDOL (Cuadro IV.6). Esta señal, sin duda, es indicativa de la decisión de las autoridades de internalizar los costos de la dolarización y generar incentivos para que la población opte cada vez más por ahorrar en bolivianos.

Asimismo, se mantuvo la compensación de una parte del encaje en MN en función a incrementos registrados en la cartera en MN al sector productivo, para el caso de Bancos y Fondos Financieros Privados (FFP); entretanto, las Mutuales y Cooperativas pueden realizar dicha compensación a partir de los incrementos observados en la cartera bruta total en MN. En ambos casos la deducción tiene lugar considerando los incrementos de cartera respecto al saldo registrado al 30 de septiembre de 2010.

De este modo, en 2012 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 fecha base, se incrementó en tres oportunidades, una en el primer semestre (abril) y dos en el segundo (agosto y diciembre).

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

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	Variación p.b dic 12-dic 11
TASAS ACTIVAS					
1 a 30	1,94	4,85	6,77	5,83	(94)
31 a 60	6,79	5,64	7,00	7,67	67
61 a 90	6,00	5,47	6,59	6,69	10
91 a 180	5,46	4,99	6,32	6,14	(18)
181 a 360	5,92	5,20	6,78	6,37	(41)
361 a 720	7,82	11,35	9,89	8,81	(108)
721 a 1080	12,40	10,16	13,97	15,45	148
Mayores a 1080	6,95	8,07	9,39	9,24	(15)
TASAS PASIVAS					
1 a 30	0,10	0,05	0,40	0,04	(36)
31 a 60	0,26	0,15	0,74	0,06	(68)
61 a 90	0,32	0,13	0,61	0,83	22
91 a 180	0,69	0,13	0,90	0,64	(26)
181 a 360	0,80	0,53	0,87	1,33	46
361 a 720	1,12	0,60	2,00	1,36	(64)
721 a 1080	1,12	1,08	2,75	1,89	(86)
Mayores a 1080	2,72	2,24	3,46	2,40	(106)

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%
04/03/2013	17/03/2013	70,0%
05/08/2013	18/08/2013	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%

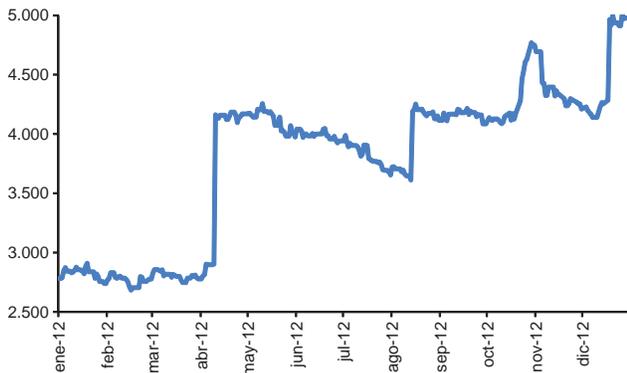
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica

**CUADRO IV.7: ENCAJE EN MN – UFV Y ME – MVDOL
(En porcentajes)**

Depósitos	MONEDA NACIONAL Y UFV		MONEDA EXTRANJERA Y MVDOL			
	Encaje en Títulos	Encaje en Efectivo	Encaje en Títulos	Encaje en Efectivo	Encaje Adicional	
					Antes	Ahora
Vista	10	2	8	13,5	45	45
Caja de ahorros	10	2	8	13,5	45	45
DPF de 30 hasta 360 días	10	2	8	13,5	45	45
DPF > a 60 días hasta 360 días	10	2	8	13,5	45	45
DPF > a 360 días hasta 720 días	-	-	8	-	45	45
DPF > a 720 días	-	-	-	-	-	45

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

**GRÁFICO IV.10: ENCAJE LEGAL REQUERIDO EN TÍTULOS PARA ME
(En millones de bolivianos)**



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

Asimismo, la modificación al Reglamento de Encaje Legal determinó que los DPF en ME y MVDOL mayores a dos años, antes exentos del encaje adicional, queden sujetos a este requerimiento. Por tanto, la base de depósitos sujetos a encaje adicional se amplió también por este concepto (Cuadro IV.7).

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 DPF en ME que sean convertidos a depósitos en MN.

En función a las disposiciones asumidas, en agosto de 2016 los depósitos en cuenta corriente, cajas de ahorro y DPF menores a 360 días denominados en ME y MVDOL estarán sujetos a una tasa de Encaje Legal de 66,5% (desglosados en 53% en títulos + 13,5% en efectivo). Por su parte, los DPF entre 360 y 720 días constituirían 53% en títulos, mientras los DPF mayores a 720 días constituirían 45%.

En términos generales, el Encaje Legal requerido en títulos en ME tendió a incrementarse en la gestión 2012. Fue así que en el mes de abril se incrementó en Bs1.261 millones, en agosto en Bs579 millones y en diciembre en Bs680 millones (Gráfico IV.10). El incremento registrado a fines de octubre se explicó por una mayor compra de dólares estadounidenses por parte de Compañías de Seguro y Administradoras de Fondos de Pensiones, toda vez que se abrió la posibilidad que éstas adquieran los Bonos Soberanos emitidos por el Estado Plurinacional de Bolivia en los mercados internacionales.

Por tanto, en 2012, las reformas al Reglamento de Encaje Legal apoyaron el proceso de Bolivianización, y los avances de una mayor intermediación financiera en MN evidencian la efectividad de esta medida y otras complementarias.

IV.2 POLÍTICA CAMBIARIA

IV.2.1 Orientación de la política cambiaria

La política cambiaria se basa en un régimen deslizante (*crawling-peg*) con movimientos graduales no preanunciados. Sin embargo, durante 2012 el tipo de cambio se mantuvo inalterado en un contexto

de volatilidad, cambios de tendencia en los tipos de cambio de nuestros principales socios comerciales y bajas presiones inflacionarias externas. Por tanto, la estabilidad cambiaria contribuyó a anclar las expectativas del público y sostener el proceso de Bolivianización de la economía; sin que se hayan generado desalineamientos del Tipo de Cambio Real (TCR) respecto a su tendencia de largo plazo concordante con sus fundamentos.

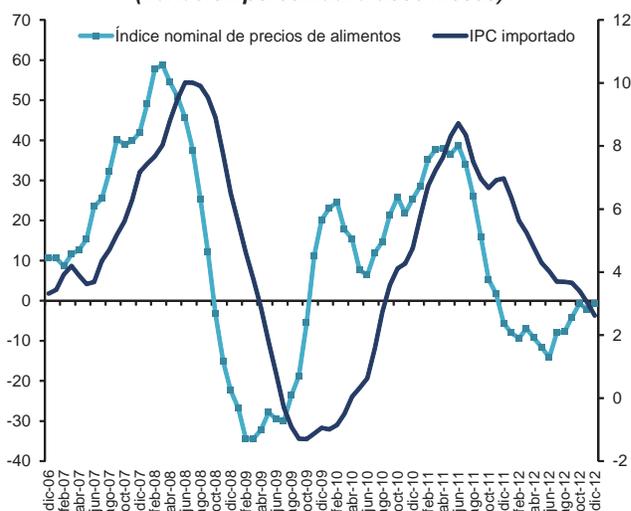
Los efectos de la inflación importada sobre la inflación total tendieron a reducirse en 2012, en línea con el descenso de los precios internacionales de alimentos, cuyo impacto en la inflación interna en episodios como 2007-2008 y 2010-2011 fue elevado y determinante. Este hecho se advierte al examinar el comportamiento del Índice de Precios Internacionales de Alimentos de la FAO, cuya tasa de variación interanual tendió a registrar cifras negativas a lo largo de 2012, alcanzando en diciembre a -0,7% (Gráfico IV.11).⁴⁸

Las menores presiones inflacionarias de origen externo, en virtud al comportamiento observado de los precios internacionales de *commodities* (incluidos los alimentos), contribuyeron a reducir los indicadores de inflación importada. En efecto, la tasa de variación a doce meses del IPC importado alcanzó a 2,6% en diciembre, situándose 4,3pp por debajo de la registrada en diciembre de 2011, además de ser la menor tasa observada en todo el año.

Por su parte, la inflación interna se incrementó paulatinamente en la segunda mitad de 2012, finalizando el año en 4,5% (2,4pp por debajo de la observada doce meses atrás). Por lo tanto, en línea con los efectos de la inflación importada sobre la interna, el tipo de cambio se mantuvo estable y la tasa de apreciación de diciembre de 2012 (en términos interanuales) fue nula (Gráfico IV.12).

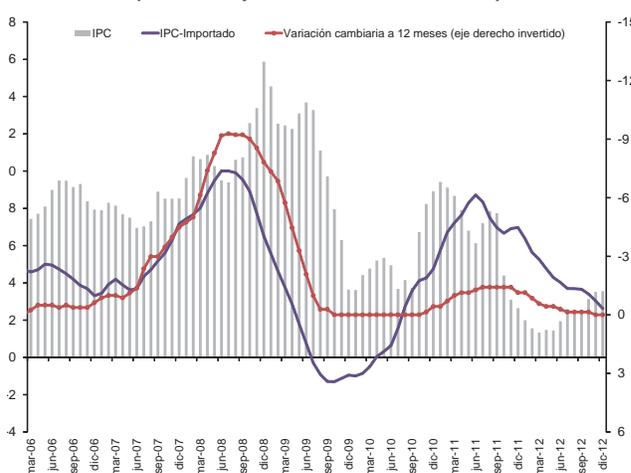
Desde noviembre de 2011 y durante todo 2012, la paridad cambiaria se mantuvo invariable en 6,96 Bs/\$us, proporcionando un marco de mayor estabilidad a los agentes económicos en un contexto de elevada incertidumbre del entorno externo.

GRÁFICO IV.11: INFLACIÓN INTERNACIONAL DE ALIMENTOS E INFLACIÓN IMPORTADA EN BOLIVIA
(Variación porcentual a doce meses)



FUENTE: FAO - INE
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

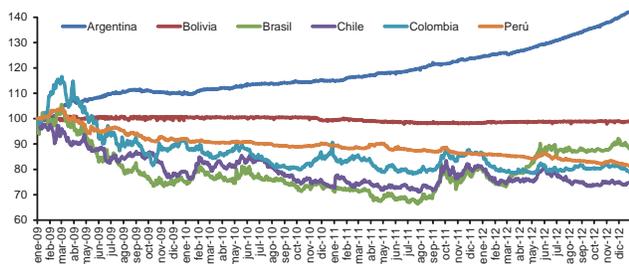
GRÁFICO IV.12: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA
(Variación porcentual a doce meses)



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

⁴⁸ Mayores detalles sobre la evolución reciente de los precios internacionales de *commodities* se encuentran en los Capítulos I y II del presente IPM.

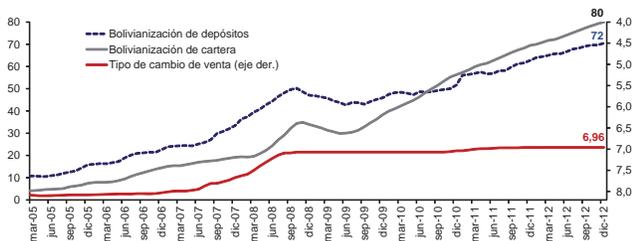
GRÁFICO IV.13: TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS^{1/}
(Índice, enero de 2009 = 100)



FUENTE: BCB - 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

En efecto, durante la primera mitad del año se evidenció una elevada volatilidad cambiaria en algunas economías de la región, situación que tendió a corregirse en parte en el segundo semestre. El real brasileño se depreció entre marzo y junio, manteniéndose relativamente estable en los meses posteriores. A su vez, las monedas de Chile y Colombia experimentaron depreciaciones levemente superiores a las de Perú entre mayo y junio; posteriormente, tanto Perú como Chile retomaron la apreciación, orientación que se mantuvo hasta finalizar la gestión. En varios casos los bancos centrales intervinieron en el mercado cambiario para moderar los movimientos de las paridades. En lo que respecta a Bolivia las variaciones del tipo de cambio promedio en el Sistema Financiero fueron mínimas, en virtud a la estabilidad del tipo de cambio oficial. Se destaca que el Índice de Tipo de Cambio Nominal se mantuvo por encima del de los países vecinos, exceptuando Argentina (Gráfico IV.13).

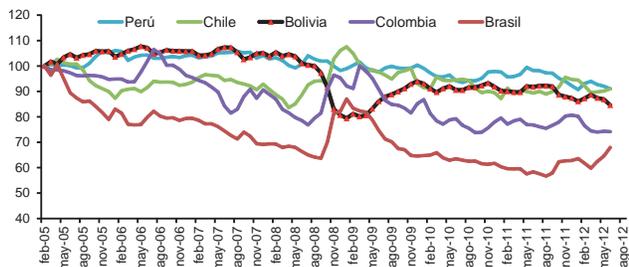
GRÁFICO IV.14: TIPO DE CAMBIO Y BOLIVIANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO
(En porcentajes)



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

A partir de 2006 se aplicaron una serie de medidas de políticas monetaria y cambiaria, además de otras implementadas por el Órgano Ejecutivo, con el fin de impulsar el proceso de Bolivianización del Sistema Financiero. La apreciación de la moneda fue una de las principales medidas en ese sentido, contribuyendo a revertir el escenario de la década anterior, cuando la economía se encontraba altamente dolarizada. La orientación cambiaria devolvió paulatinamente la confianza en la moneda nacional, permitiendo que los depósitos y créditos en dicha denominación alcancen a diciembre de 2012 porcentajes de participación récord del 72% y 80% respectivamente (Gráfico IV.14).

GRÁFICO IV.15: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL DE LA CEPAL
(2005 = 100)



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y El Caribe
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Por otra parte, la política cambiaria ha velado por mantener el TCR acorde con su tendencia de largo plazo, situación que se reflejó en su posición respecto a algunos países de la región. En efecto, resultados del Índice de Tipo de Cambio Real calculado por la CEPAL para varios países de la región, muestran la relativa estabilidad en el caso de Bolivia, permitiéndole situarse en un punto intermedio en el contexto regional, además de cierta tendencia a la apreciación real de todos en conjunto (Gráfico IV.15).

En línea con lo anterior, estimaciones realizadas en el BCB muestran que el TCR no presenta

desalineamientos respecto al Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) calculado mediante técnicas que consideran sus fundamentos (Gráfico IV.16), y mediante la aplicación de filtros estadísticos (Gráfico IV.17). La presencia de superávits comerciales y fiscales continuos y, la mejora en los términos de intercambio, son fundamentos que explican la apreciación real observada en los últimos años.

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

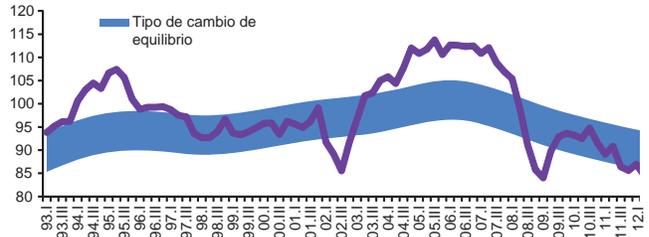
Durante la gestión 2012 el BCB se constituyó en vendedor neto de divisas al Sistema Financiero; sin embargo, en la primera mitad del año los montos fueron poco significativos, incrementándose abruptamente en octubre hasta alcanzar a \$us254 millones (\$us219 millones por encima del promedio registrado en los primeros nueve meses del año; Gráfico IV.18).

Las ventas netas de dólares estadounidenses del Sistema Financiero al público tuvieron un comportamiento parecido, evidenciando un notable incremento en el último trimestre del año. En efecto, después de haber mantenido un promedio de \$us59 millones en los tres primeros trimestres, en el mes de octubre las ventas netas del Sistema Financiero ascendieron a \$us291 millones (Gráfico IV.19). Este incremento en las ventas de dólares se debió en buena parte a las compras que realizaron entidades nacionales con la intención de adquirir los Bonos Soberanos emitidos en los mercados internacionales en octubre.

Durante el año, las operaciones cambiarias del Sistema Financiero se realizaron dentro de los límites establecidos por la normativa (en lo concerniente a tipos de cambio máximos y mínimos), aunque muy cerca de los límites, principalmente en el caso de las operaciones estándar.⁴⁹ A partir del mes de agosto la brecha entre el tipo de cambio de compra (TCC) y el de venta (TCV) se amplió, posiblemente a raíz del anuncio de la introducción del Impuesto a la Venta

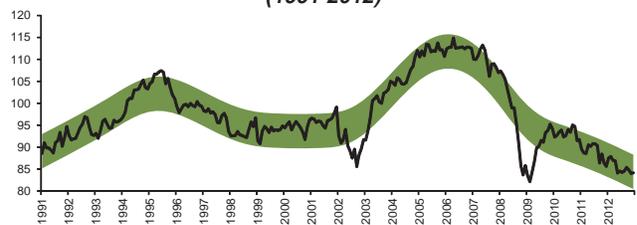
49 Las operaciones cambiarias estándar son aquellas que realizan las entidades financieras en ventanillas y a través de cajeros automáticos. En tanto, las operaciones cambiarias preferenciales son las realizadas a precios diferenciados con clientes que tienen capacidad de negociación.

GRÁFICO IV.16: TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO (1993-2012)



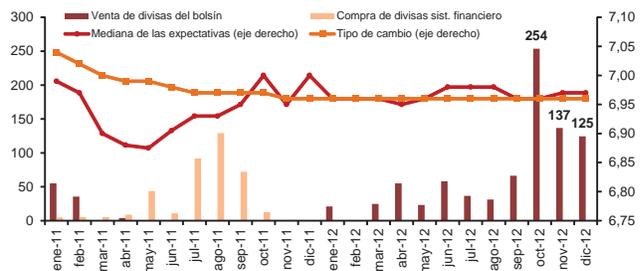
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: El modelo econométrico estimado considera como fundamentos: Déficit Fiscal, Balance Comercial y Términos de Intercambio

GRÁFICO IV.17: TIPO DE CAMBIO REAL FILTRO HODRICK Y PRESCOTT (HP) (1991-2012)



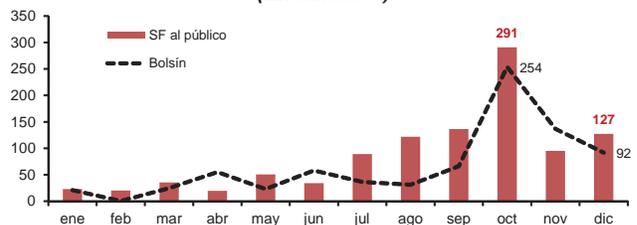
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.18: COMPRA, VENTA DE DIVISAS, EXPECTATIVAS Y TIPO DE CAMBIO (En millones de dólares estadounidenses y bolivianos)



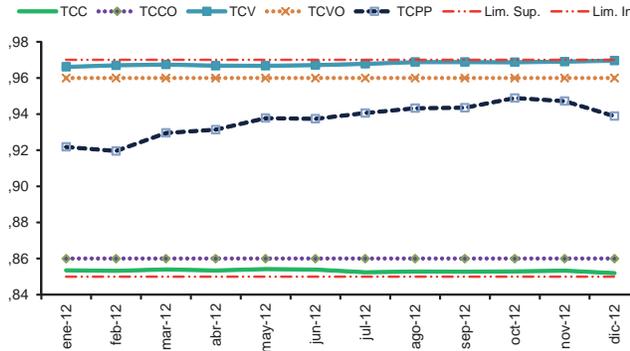
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.19: VENTA DE DÓLARES (En millones)



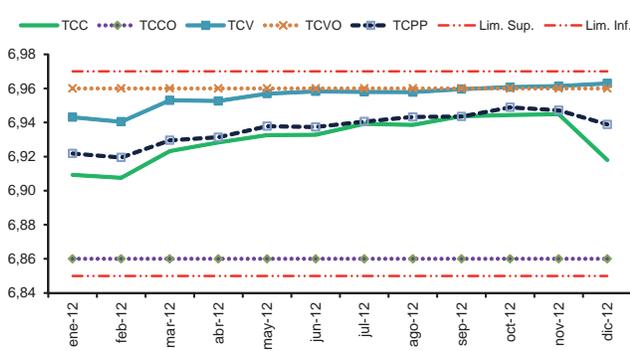
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.20: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y DE OPERACIONES ESTÁNDAR
(En bolivianos 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

GRÁFICO IV.21: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y DE OPERACIONES PREFERENCIALES
(En bolivianos por dólar estadounidense)



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

de Moneda Extranjera (IVME). En efecto, a partir de ese mes el TCC tendió a reducirse, alcanzando en diciembre a 6,852 Bs/\$us (6,854 Bs/\$us en promedio en la primera mitad del año), mientras el TCV finalizó la gestión en el límite superior (6,97 Bs/\$us; Gráfico IV.20).

Asimismo, en las operaciones preferenciales el TCC se apreció en el último trimestre de 6,944 Bs/\$us a fines de septiembre a 6,918 Bs/\$us al cierre de la gestión. Al igual que en las operaciones estándar, el TCV se situó muy cerca del límite, superando incluso al Tipo de Cambio de Venta Oficial (TCVO). Es importante notar que el diferencial entre ambos al final de 2012 fue más amplio que al inicio del año, principalmente por la reducción del TCC ya que el TCV se encontraba muy cerca del límite, tanto en operaciones estándar como preferenciales. Finalmente, el tipo de cambio promedio ponderado de las operaciones del sistema llegó a Bs6,94 por dólar estadounidense, con una tendencia hacia la baja desde octubre producto de la apreciación del TCC en ambas operaciones (Gráfico IV.21).

Adicionalmente, debido a que la mayor parte de las entidades financieras (Bancos, Mutuales y FFP) mantienen una posición corta en ME, el BCB inició la venta de dólares al público al tipo de cambio oficial a través de sus ventanillas y mediante subasta permitiéndoles el acceso al Bolsín. Próximamente, el mecanismo de venta en efectivo se ampliará a nivel nacional a través del Banco Unión.

IV.3 OTRAS MEDIDAS

De forma complementaria a las políticas descritas en el segundo semestre de 2012, el Órgano Ejecutivo y el BCB trabajaron en la aplicación de otras medidas que coadyuvaron de modo importante al control de la inflación, al anclaje de las expectativas y a la profundización del proceso de Bolivianización, entre otros aspectos; dichas disposiciones se examinan brevemente en este apartado.

IV.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo

Con el objetivo de asegurar la soberanía y seguridad alimentaria, así como la estabilidad de precios, objetivos establecidos en la Constitución Política

del Estado, el Órgano Ejecutivo implementó las siguientes normas:

- La Ley Marco de la Madre Tierra y Desarrollo Integral para Vivir Bien N°300 del 15 de octubre de 2012, que promueve la priorización del mercado interno con producción nacional, fomentando el comercio justo y solidario de productos agropecuarios y provenientes del bosque, así como la formulación de políticas comerciales que beneficien al pequeño productor y a la economía comunitaria.
- El D.S. N° 1383 del 17 de octubre de 2012, que amplía el cupo de exportación de excedentes de producción de maíz amarillo duro y sorgo, previa obtención del certificado de abastecimiento interno y precio justo.
- El D.S. N° 1385 del 17 de octubre de 2012, que amplía el capital del Servicio de Desarrollo de Empresas Públicas Productivas (SEDEM) para la empresa LACTEOSBOL con el objetivo de asegurar el aprovisionamiento interno.
- La Ley N° 305 del 6 de noviembre de 2012, que declara prioridad nacional la implementación de planes, programas y proyectos que busquen optimizar el uso racional y eficiente de la energía, preservando el medio ambiente y la salud humana; así como la priorización a corto plazo de la sustitución gradual de focos incandescentes por focos ahorradores (fluorescentes), incentivando su uso y comercialización a través de campañas de concientización. La medida está destinada a disminuir o preservar los costos de las tarifas para la población en general y no generar requerimientos adicionales de inversión al sector eléctrico.
- La Ley del Complejo Productivo de Caña de Azúcar N°307 del 10 de noviembre de 2012, que busca regular las actividades y relaciones productivas de transformación y comercio del sector agrícola cañero industrial y agroindustrial, y la comercialización de productos principales y subproductos derivados de caña de azúcar con el objetivo de precautelar la seguridad alimentaria.

CUADRO IV.8: 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

- En el marco de la seguridad alimentaria, se aprobó el D.S. N°1409 del 27 de noviembre de 2012, que incluyó en el artículo 4° del D.S. N°637 del 15 de septiembre de 2010, la autorización a la Empresa Azucarera San Buenaventura (EASBA) para la prestación de servicios agrícolas en la región a productores de caña de azúcar; así como la prestación de asistencia técnica, limpieza de barbecho, preparación de suelo, siembra, cosecha, venta de semilla de caña de azúcar y otras labores agrícolas relacionadas al cultivo de caña en la región de San Buenaventura. Asimismo, autoriza la siembra y producción de caña de azúcar para el abastecimiento de materia prima a EASBA en una superficie cercana a las cuarenta y ocho mil hectáreas, ubicadas en la Provincia Abel Iturralde del Departamento de La Paz.
- El D.S. N°1444 de 19 de diciembre 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) para la gestión 2013; así como la implementación y ejecución de mecanismos y acciones necesarias para incrementar la producción de alimentos a nivel nacional.

IV.3.2. Política comunicacional y educativa del BCB

La experiencia internacional, permite constatar de forma recurrente que las expectativas de los agentes pueden ser afectadas por la política comunicacional de los bancos centrales. En el caso del BCB, uno de los ejes fundamentales de esta política se centró en la realización de una serie de eventos educativos e informativos concernientes a temáticas como el control de la inflación, el proceso de Bolivianización y los resultados de la economía boliviana, entre otros. Los eventos tuvieron alcance nacional y contaron con amplia aceptación en todos los departamentos del país, tanto en el área urbana como rural. Estas actividades contaron con la participación de las autoridades del BCB, y abarcaron a diferentes audiencias de todas las edades que forman parte de organizaciones sociales, universidades, establecimientos educativos, gremios empresariales y otros.

Asimismo, de manera continua, el BCB promueve el desarrollo de actividades académicas (Jornada Monetaria, Premio Nacional de Investigación, Encuentro de Economistas) y concursos (Ensayo Escolar, Teatro) que se desarrollan anualmente bajo distintas temáticas (Cuadro IV.8).

El efecto multiplicador de estas actividades se extiende año tras año a un grupo más amplio de ciudadanos compuesto por maestros, padres de familia, miembros de asociaciones, estudiantes y profesionales del área económica, entre otros.

En ese sentido, la política comunicacional y educativa del BCB continúa fortaleciéndose gracias al dinamismo de este tipo de actividades que permiten a toda la población participar de ellas y de esa manera conocer más acerca del funcionamiento de la economía y del rol del BCB en el desarrollo económico y social del país.

RECUADRO IV.1

LA HETERODOXIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN BOLIVIA

En los últimos años, los resultados de la aplicación de políticas económicas ortodoxas son cada vez más cuestionados y criticados a nivel mundial. Esta línea generada en el Consenso de Washington, provocó una mayor concentración de los ingresos en los quintiles más altos de la sociedad, aumentando las brechas de desigualdad, a la vez que generó bajas tasas de crecimiento y una precarización de las condiciones laborales (Bernanke, 2010).⁵⁰

La conducción tradicional de las políticas monetaria y cambiaria bajo este enfoque no resultó efectiva u oportuna para contener las presiones inflacionarias que se presentaron en 2007-2008 y 2010-2011; ni los efectos de la recesión de 2009 y la desaceleración de 2011-2012.

Estos aspectos llevaron a las autoridades de política económica a reflexionar en torno a la necesidad de cambiar la dirección en la aplicación de políticas, tanto en términos de sus objetivos como en la utilización de instrumentos. En este sentido, el presente recuadro revisa la aplicación de las medidas heterodoxas empleadas por el BCB en los últimos años; así como algunas políticas no convencionales aplicadas por economías avanzadas y emergentes.

En principio, es oportuno señalar que en los regímenes monetarios ortodoxos el marco de políticas contempla en esencia un solo objetivo, una inflación baja y estable, así como un solo instrumento, la tasa de política (Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro, 2010).⁵¹ Asimismo, este esquema postula la libre flotación en el mercado cambiario, mientras la regulación financiera no es un elemento central del conjunto de políticas macroeconómicas.

En contraste, en el marco de la reconducción de la política monetaria, es cuestionable la concepción de una inflación baja y estable como único objetivo, incorporando de forma explícita al crecimiento económico como meta adicional. En el mismo sentido, se cuestiona el precepto de un solo instrumento (tasa de interés), dando paso a la aplicación de un conjunto de los mismos que actúen de manera complementaria entre sí. En esta línea, la política cambiaria de flexibilidad plena es también cuestionada ya que el tipo de cambio libremente determinado en el mercado de divisas suele tener sobrerreacciones que infringen daños en la actividad real; de esta forma, la intervención del mercado cambiario se ha convertido en una práctica muy frecuente.

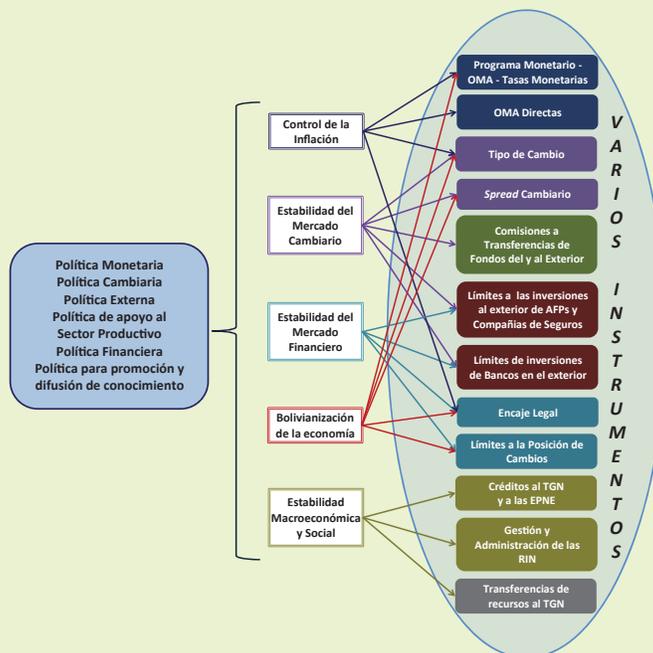
En este marco, la política monetaria aplicada por el BCB desde 2006 se caracterizó por su heterodoxia. Por una parte, el objetivo de una inflación baja y estable como un fin en sí mismo fue modificado por un nuevo objetivo consistente con mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social del país. Este nuevo objetivo se explicita en el Plan Estratégico del BCB formulado el año 2007 y adquiere carácter constitucional tras la promulgación de la nueva Constitución Política del Estado en febrero de 2009. Este cambio trascendental obliga a la autoridad monetaria a realizar continuamente un balance entre la estabilidad de precios y el fortalecimiento de la actividad económica, reflejándose en una meta de inflación de mediano plazo que permite un margen de maniobra necesario para atender este compromiso dual (4%).

La heterodoxia aplicada en el marco de una orientación contracíclica de la política monetaria, se refleja también en el uso de diversos instrumentos para alcanzar los objetivos propuestos (Gráfico IV.22). En esta línea, el régimen deslizante de la política cambiaria en Bolivia en el que se determinan movimientos graduales del tipo de cambio, se diferencia también de la visión ortodoxa que deja al mercado la fijación de un precio clave de la economía como es el tipo de cambio, y contribuye de manera importante a anclar las expectativas de los agentes en un contexto de elevada volatilidad en los mercados internacionales.

50 "Monetary Policy Objectives and Tools in a Low Inflation Environment", noviembre de 2010.

51 "Rethinking Macroeconomics Policy", febrero 2010 SPN/10/03.

GRÁFICO IV.22: ENFOQUE DE LAS POLÍTICAS DEL BCB



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

Estos instrumentos de política empleados por el BCB son destacables por el uso de:

- **Programa Monetario.** Hasta marzo de 2006, el país tenía suscrito un programa económico con el FMI en el marco de sus Acuerdos *Stand By*, donde se especificaban las principales metas económicas y condicionalidad para realizar ajustes. Desde 2006, se ha convertido en una práctica anual la suscripción del Programa Fiscal-Financiero entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB, donde se definen de manera soberana los principales objetivos y metas macroeconómicas de cada gestión, lo que permite mejorar la coordinación, transparencia e interacción entre las políticas fiscal, monetaria y cambiaria.
- **Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y Tasas monetarias.** El BCB fija con anticipación la oferta de títulos de regulación monetaria y subasta las tasas para estos instrumentos de acuerdo con las propuestas de los participantes, manteniendo cierto control sobre estas últimas mediante la fijación de las tasas de corte. Este mecanismo que no deja completamente expuesto al mercado la determinación de la liquidez o de las tasas, ha permitido regular la cantidad de medios de pago manteniendo en niveles bajos las tasas monetarias, lo que a su vez permitió controlar la inflación y apoyar al ritmo de la actividad económica.⁵² Lo anterior fue posible también por la creciente Bolivianización que permitió mejorar los mecanismos de transmisión de modo que las decisiones de la autoridad tuvieron un impacto cada vez mayor en las tasas de intermediación financiera.
- **OMA Directas.** A partir del tercer trimestre de 2007, se implementó la venta directa de títulos públicos a personas naturales y jurídicas, con el objetivo de democratizar la política monetaria, permitiendo que la población en general se beneficie con tasas de rendimiento atractivas. Este instrumento coadyuvó al proceso de regulación monetaria y mejoró la transmisión de la política del Ente Emisor.
- **Tipo de cambio.** Se mantuvo el régimen de tipo de cambio deslizando (*crawling-peg*), caracterizado por movimientos pequeños y no anunciados de la paridad cambiaria, esquema que difiere de la ortodoxia convencional. De esta manera, el BCB moderó presiones inflacionarias externas y promovió la recuperación de la soberanía monetaria del país sin que se hayan generado desalineamientos persistentes en el tipo de cambio real.

52 Este aspecto será desarrollado con mayor detalle en el Recuadro III.1.

- **Spread cambiario.** La ampliación del spread cambiario contribuyó al proceso de Bolivianización al encarecer los costos de ida y vuelta en las operaciones cambiarias. Adicionalmente, al fijar límites a las ganancias por operaciones cambiarias con un margen de un centavo respecto a los tipos de cambio de compra y venta oficiales, el BCB evitó distorsiones en el mercado cambiario privado, protegió a los agentes económicos y moderó expectativas de depreciación de la moneda nacional.
- **Comisiones a transferencias de fondos al y del exterior.** Anteriormente este instrumento no se empleaba con fines de regulación de la liquidez. Desde 2007, el BCB utilizó esta medida complementaria para regular la liquidez de origen externo y prevenir movimientos de capital de corto plazo con fines especulativos.
- **Límites a las inversiones al exterior de AFPs y Compañías de Seguros.** El BCB empleó esta política para regular la liquidez, precautelar la estabilidad del mercado cambiario y, promover la diversificación de riesgos.⁵³
- **Límites de Inversiones de Bancos en el Extranjero.** El BCB sugirió la aplicación de esta medida a la ASFI para precautelar la estabilidad de los mercados financiero y cambiario, promoviendo la diversificación de riesgos y la inversión nacional.
- **Encaje Legal.** El BCB empleó este instrumento, incorporando características innovadoras no solamente con fines prudenciales, sino también para fomentar la Bolivianización, regular la liquidez, incentivar el crecimiento de la cartera de crédito y, fortalecer la capacidad de respuesta del sistema frente a corridas bancarias. Entre 2006 y 2012 el BCB profundizó la diferenciación del Encaje Legal por monedas, favoreciendo las operaciones en bolivianos, tanto de depósitos como de crédito. En 2012 se realizaron modificaciones al encaje adicional aplicado sobre los depósitos en ME y MVDOL, determinando su incremento gradual hasta 2016; asimismo, se mantuvo la compensación del encaje en MN con incrementos en la cartera al sector productivo.
- **Límites a la Posición de Cambios en ME.** Son los límites fijados por el BCB a la diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera, orientados a preservar la estabilidad del Sistema Financiero, mantener el control sobre las posiciones agregadas activas y pasivas de las instituciones financieras y, promover la remonetización financiera. Además, se incorporaron límites para las operaciones en UFV que, en su momento, constituyó un instrumento importante de protección a los ingresos de las personas durante periodos inflacionarios.
- **Créditos al TGN y a las EPNE.** En el marco de la normativa, el BCB concede créditos a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas, a YPFB y al TGN, apoyando al desarrollo productivo del país. Adicionalmente, el BCB apoyará al Fondo para la Revolución Industrial Productiva con una importante transferencia y crédito.
- **Gestión y administración de RIN.** El buen desempeño exportador de Bolivia, la Bolivianización y las políticas económicas implementadas generaron grandes ganancias en materia de RIN. Asimismo, los portafolios fueron administrados por el BCB bajo los criterios de prudencia y rentabilidad.
- **Transferencias de recursos al TGN.** En el marco de lo dispuesto por la Ley 1670 y en el Presupuesto General del Estado, el BCB realizó transferencias de recursos al Tesoro General de la Nación para amortizar la deuda del TGN con el BCB y para el financiamiento del bono “Juana Azurduy de Padilla”.

En síntesis, en un marco de complementariedad con las políticas del Gobierno Nacional, el esquema heterodoxo de políticas implementado por el BCB permitió obtener resultados exitosos en materia de la estabilidad macroeconómica, control de la inflación y crecimiento de la actividad económica, en un contexto en el cual las políticas monetarias ortodoxas y convencionales reflejaron debilidades para alcanzar estos objetivos. Por ello, algunos bancos centrales de varias economías desarrolladas (Japón, Inglaterra, Canadá, Unión Europea y EE.UU.) y emergentes (p.e. China) también se están reorientando hacia políticas monetarias no convencionales y de tipo cuantitativo.⁵⁴ Asimismo, las economías latinoamericanas no fueron ajenas a este comportamiento.⁵⁵

⁵³ En la actualidad el BCB regula únicamente a las compañías de seguro.

⁵⁴ Estas medidas contemplaron: i) la inyección directa de liquidez a los mercados de crédito a través de la compra de activos financieros de carácter público y privado, ii) reducción del requerimiento de reservas bancarias, con el propósito de expandir la liquidez y así generar mayor dinamismo que permita acelerar el crecimiento, ii) intervenciones en los mercados cambiarios, que evitaron fluctuaciones excesivas de las paridades, y iv) la puesta en marcha de la implementación de políticas macroprudenciales.

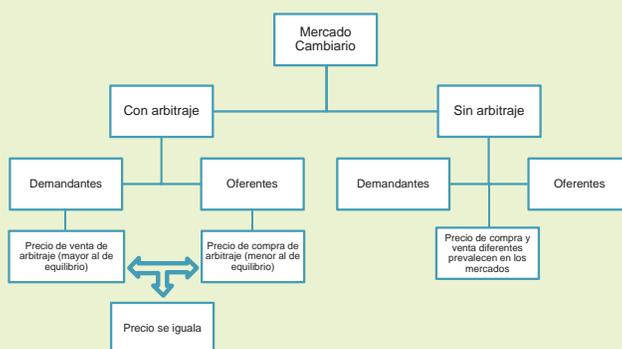
⁵⁵ Velasco (2013) señala que algunos países (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay) introdujeron una meta implícita: mantener el tipo de cambio real dentro de sus fundamentos. Es por eso que medidas de intervención a los mercados de divisas (para controlar los movimientos cambiarios) se tornaron comunes incluso en regímenes flotantes. Otra política aplicada fue la introducción de cambios en los encajes bancarios para instrumentos de diversos plazos y monedas para controlar la liquidez y el crédito.

RECUADRO IV.2 ARBITRAJE CAMBIARIO

El tipo de cambio entre cualquier par de divisas se mantiene igual en diferentes mercados cambiarios mediante el arbitraje, el cual se relaciona con el propósito de obtener una ganancia por medio de la compra de una divisa en el mercado donde es más barata, para su reventa inmediata en el que es más costosa.⁵⁶

En un mercado cambiario sin arbitraje, tanto oferentes como demandantes enfrentan un precio de compra y venta diferentes, los cuales prevalecen. En cambio, cuando existe arbitraje, los oferentes enfrentan un precio de compra menor al de equilibrio, y los demandantes uno mayor, creándose de ese modo un espacio para la generación de utilidades (Gráfico IV.23). Sin embargo, a medida que el arbitraje tiene lugar, el tipo de cambio entre ambas divisas tiende a igualarse en los dos mercados, esto a raíz de que el arbitraje incrementa la demanda de la moneda en el mercado en el que su precio es menor, ejerciendo una presión sobre este. Al mismo tiempo, la venta de esa moneda en el mercado en el que su precio es mayor aumenta su oferta; por consiguiente, ejerce una presión sobre su precio en ese mercado. Esto continúa hasta que se iguala el precio en ambos mercados, eliminando así la ganancia que originaría un arbitraje posterior.

GRÁFICO IV.23 ESQUEMA DEL MERCADO CAMBIARIO CON Y SIN ARBITRAJE



ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Las posibles ganancias originadas del arbitraje cambiario han inducido a algunas personas a argumentar la existencia de estas operaciones entre Bolivia y Argentina, es decir, la compra de dólares estadounidenses en territorio boliviano para su venta en territorio argentino.

Como resultado de las medidas cambiarias aplicadas en Argentina desde octubre de 2011,⁵⁷ actualmente coexisten dos mercados para la realización de operaciones cambiarias: el oficial, de difícil acceso por las restricciones y condiciones impuestas; y el paralelo, condicionado por una oferta limitada.

Esta situación ha derivado en una ampliación de la brecha entre el tipo de cambio paralelo y el oficial de menos del 2% a principios de 2011 a cerca del 40% en la actualidad, reflejando una acelerada y continua pérdida del valor del peso argentino y haciendo cada vez menos atractiva la tenencia de esta moneda como resguardo de valor, que es una de las primeras funciones que pierde una moneda en estos procesos. Entre febrero de 2011 y diciembre de 2012 el peso argentino sufrió una depreciación oficial en torno a 20%, mientras que en el mercado paralelo la depreciación se situó por encima del 60% (Gráfico IV.24).

56 "Economía Internacional", 1995, Dominick Salvatore, Pág. 428, Mc Graw Hill, 4ta edición.

57 Mayores detalles acerca de las medidas adoptadas pueden encontrarse en el Recuadro I.1 "Coyuntura económica de la República Argentina" pág. 16 del IPM de julio 2012.

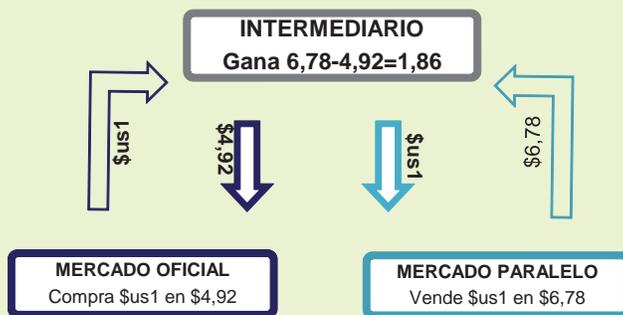
GRÁFICO IV.24: EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO OFICIAL Y PARALELO (Pesos argentinos por dólar estadounidense)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En estas condiciones, es posible obtener beneficios al comprar dólares al tipo de cambio oficial y venderlos al tipo de cambio paralelo. Un intermediario, quien puede acceder fácilmente a ambos mercados, compraría un dólar en 4,92 pesos argentinos y lo vendería en 6,78 pesos argentinos, obteniendo una considerable ganancia (1,86; Gráfico IV. 25).

GRÁFICO IV.25: ESQUEMA DE GANANCIAS DEL ARBITRAJE CAMBIARIO



ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En caso de existir una oferta limitada de dólares en un país, el intermediario recurriría a comprarlos en otro; en ese caso, los resultados serían los mismos si podría comprar el dólar en Bolivia en \$4,92, lo cual ocurriría si los vendedores aceptan los pesos argentinos y el monto equivalente al tipo de cambio oficial en Argentina.⁵⁸ Sin embargo, esa es una posibilidad remota, ya que el vendedor estaría incurriendo en una pérdida, puesto que con los \$4,92 ya no podría comprar 1 dólar para reponer el negocio. En todo caso, lo mínimo que aceptaría es un monto con el que pueda reponer el dólar vendido más una comisión por su negocio. Es decir, aceptaría como mínimo Bs6,97,⁵⁹ o su equivalente en pesos argentinos al tipo de cambio paralelo \$6,78,⁶⁰ operación cuya ganancia sería nula o incluso negativa si consideramos los márgenes de quienes realizan la operación de cambio en Bolivia (comprar los pesos argentinos y vender dólares estadounidenses; Gráfico IV.26).

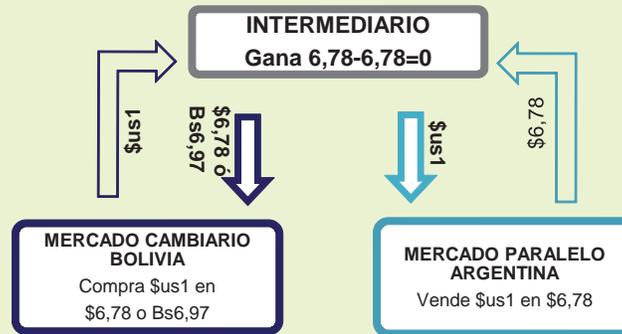
58 Para facilitar el ejemplo, en este caso se asume que los costos de transporte y otros asociados a la obtención de dólares al precio oficial son mínimos o inexistentes.

59 Corresponde a un centavo como máximo por encima del tipo de cambio de venta oficial del BCB vigente en la fecha de cada operación, según establece la RESOLUCIÓN SB N° 085/2009 del 8 de abril de 2009, que aprueba y pone en vigencia el Reglamento para el control de tipos de cambio máximo de venta y mínimo de compra.

60 El tipo de cambio cruzado es el precio de una moneda en términos de otra, pero calculado a través de una tercera moneda

$$TC \frac{A}{B} = TC \frac{A}{C} * TC \frac{C}{B}$$

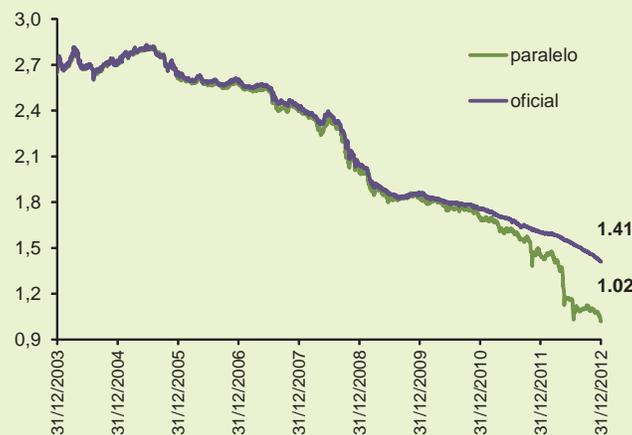
GRÁFICO IV.26: ESQUEMA DE PÉRDIDAS DEL ARBITRAJE CON TIPO DE CAMBIO CRUZADO



ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Por tanto, en la medida que se crean distorsiones en los mercados cambiarios de un país, éstas se reproducen en las paridades con las monedas de otro, ya que la referencia para ambas continúa siendo el dólar, salvo que se trate de una divisa de aceptación internacional, lo que no es el caso del peso argentino y, por tanto, el público no estaría interesado en obtenerla para conservarla, menos aún en una situación de fuerte y continua depreciación de la misma, que implicaría una pérdida sostenida de su valor. En ese sentido, la continua depreciación del peso argentino ha provocado que su relación con el boliviano pase de situarse en torno a Bs1,8 por peso argentino a fines de 2008, a 1,02 a fines de 2012; diferencia que se amplía producto de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo (Gráfico IV.27).

GRÁFICO IV.27: EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO OFICIAL Y PARALELO (Bolivianos por pesos argentinos)

FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Por otra parte, las compras del BCB al Sistema Financiero se restringen a dólares estadounidenses, por lo que ni las EIF (bancos, mutuales, cooperativas y FFP), ni las casas de cambio aceptarían pesos argentinos con la idea de venderlos al BCB.

Los argumentos expuestos muestran la imposibilidad de arbitraje de monedas entre Bolivia y Argentina, aunque sí puede ocurrir que se acepten pesos argentinos con el fin de adquirir bienes de ese país para internarlos al Bolivia. Sin embargo, esa es una operación de comercio exterior y no debe confundirse con un negocio de “comprar dólares baratos para venderlos más caros” como afirman algunos analistas.

V. Perspectivas y riesgos de la inflación

Luego que la variación acumulada del IPC alcanzara a 4,5% en 2012, se estima que la inflación se sitúe en torno a una tasa de 4,8% al cierre de 2013, convergiendo a la meta de mediano plazo (4%) a finales de 2014. Estas proyecciones consideran un entorno internacional caracterizado por la recuperación gradual de la actividad económica mundial, en un ambiente de menor incertidumbre financiera en las economías avanzadas. En este sentido, se espera que en 2013 el crecimiento externo relevante para Bolivia sea mayor al observado en la gestión anterior.

Por su parte, en lo concerniente al contexto interno, las previsiones sobre el desempeño de la actividad económica son favorables y dan cuenta que el crecimiento del PIB estaría en torno a 5,5% al cierre de 2013. Esta dinámica considera la corrección de los factores que habrían determinado en 2012 una contracción de la minería, junto a la desaceleración en el sector de transportes. Por el lado del gasto, el crecimiento continuaría siendo apuntalado por la demanda interna; los recursos públicos y privados destinados a incrementar el acervo de capital se constituirían en elementos dinamizadores importantes.

En lo que concierne a la inflación, su evolución futura no está exenta de riesgos que, de materializarse, podrían originar desvíos con relación a su trayectoria esperada para el bienio 2013-2014. Entre los riesgos externos al alza, los más importantes se relacionarían con: i) un potencial repunte del crecimiento externo relevante y el consiguiente incremento de las presiones de demanda; y ii) una mayor inflación importada a consecuencia de una posible apreciación de las monedas regionales, en virtud a flujos de

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

	2011	2012(e)		2013(p)		2014 (p)
		CF ^{1/}	FMI ^{2/}	CF ^{1/}	FMI ^{2/}	
Producto Mundial	3,9	2,6 (2,9)	3,2 (3,5)	2,8 (3,5)	3,5 (3,9)	4,1
Economías Avanzadas	1,6	n.d.	1,3 (1,4)	n.d.	1,4 (1,9)	2,2
Estados Unidos	1,8	2,2 (2,2)	2,3 (2,0)	2,0 (2,4)	2,0 (2,3)	3,0
Zona del Euro	1,4	-0,4 (-0,4)	-0,4 (-0,3)	0,0 (0,7)	-0,2 (0,7)	1,0
Japón	-0,6	1,8 (2,5)	2,0 (2,4)	0,6 (1,3)	1,2 (1,5)	0,7
Economías emergentes y en desarrollo	6,3	n.d.	5,1 (5,6)	n.d.	5,5 (5,8)	5,9
China	9,3	7,7 (8,1)	7,8 (8,0)	8,1 (8,4)	8,2 (8,5)	8,5
India	7,9	5,4 (6,6)	4,5 (6,1)	6,5 (7,3)	5,9 (6,5)	6,4
América Latina y El Caribe^{3/}	4,3	2,9 (4,1)	3,1 (3,4)	3,7 (3,5)	3,8 (4,2)	4,1
Argentina ^{3/}	8,9	2,0 (2,4)	2,2 (4,2)	3,4 (2,9)	3,9 (4,0)	3,8
Brasil ^{3/}	2,7	1,1 (2,4)	1,2 (2,5)	3,5 (4,2)	4,0 (4,6)	4,2
Chile ^{3/}	6,0	5,5 (4,6)	5,5 (4,3)	4,7 (4,7)	4,8 (4,5)	4,6
Colombia ^{3/}	5,9	4,1 (4,9)	4,5 (4,7)	4,4 (4,7)	4,5 (4,4)	4,4
México ^{3/}	3,9	3,9 (3,8)	3,8 (3,9)	3,5 (3,5)	3,5 (3,6)	3,5
Perú ^{3/}	6,9	6,2 (5,8)	6,2 (5,5)	6,0 (6,1)	6,0 (6,0)	6,0
R.B. de Venezuela ^{3/}	4,2	5,5 (4,6)	5,3 (4,7)	1,5 (2,3)	2,0 (3,2)	3,4
Est. Plur. de Bolivia ^{3/}	5,2	5,0 (4,4)	5,2 (5,0)	4,8 (4,0)	5,5 (5,0)	
PIB relevante para el E.P. de Bolivia^{4/}		2,3 (2,8)		2,7 (3,2)		3,1

FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (enero de 2013), CEPAL (diciembre de 2012), *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2013) y *Foreign Exchange Consensus Forecast* (enero de 2013)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Considera los datos de *Consensus Forecast* a enero de 2013. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de julio de 2012

^{2/} Considera los datos del FMI a enero de 2013

^{3/} Considera los datos de la CEPAL a diciembre de 2012 y en el caso de Bolivia se toman en cuenta las cifras y proyecciones oficiales

^{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*

capital a la región originados en mayores inyecciones de liquidez en economías avanzadas. A su vez, los riesgos internos se asociarían a: i) eventuales incrementos de precios de bienes y/o servicios que se mantuvieron estables por varias gestiones; y ii) posibles shocks de oferta agropecuaria ocasionados por eventos climatológicos desfavorables.

En cuanto a los riesgos a la baja, los externos se vinculan con la profundización de la crisis de deuda en la Zona Euro, afectando negativamente la demanda externa y reduciendo las presiones sobre los precios internacionales de commodities. Mientras, los factores internos que podrían incidir en una inflación más baja se originarían principalmente en: i) resultados positivos de las políticas de abastecimiento impulsadas por el Órgano Ejecutivo en el marco de la promoción de la soberanía y seguridad alimentaria; y ii) menores tarifas en ciertos servicios básicos provistos por empresas recientemente nacionalizadas y/o con mayor regulación estatal.

En este contexto, de concretarse los riesgos al alza, en el marco de su mandato constitucional y en coordinación con el Gobierno Nacional, el BCB hará uso oportuno de los instrumentos de política a su disposición, con el fin de mantener una inflación baja y estable que contribuya al desarrollo económico y social.

El capítulo presenta las perspectivas sobre el comportamiento más probable de la inflación a lo largo del bienio 2013-2014. Dicho análisis se fundamenta en el estudio de la evolución esperada de las principales variables del contexto macroeconómico interno y externo, relevantes para el comportamiento de los precios de la economía boliviana. En el mismo sentido, se 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 para 2013 reflejan una recuperación paulatina del crecimiento, en línea con lo esperado en el IPM de julio de 2012 (Cuadro V.1). Este escenario supone una menor incertidumbre en los mercados financieros a través de la implementación de medidas estructurales que buscan mitigar los efectos de la crisis de deuda soberana de la Zona

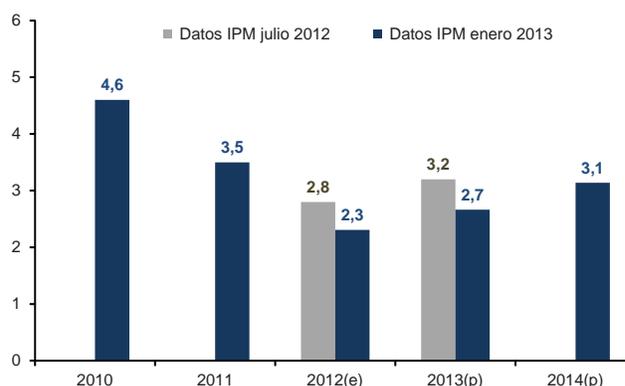
Euro, así como el logro de un ajuste fiscal y de deuda en EE.UU. que no genere costos significativos sobre la actividad económica. En este marco, el FMI estima un crecimiento económico mundial de alrededor de 3,5% en 2013 y un mayor repunte para el siguiente año (4,1%).

Respecto a las economías avanzadas, las proyecciones para 2013 apuntan a un crecimiento de 1,4%, dado que se espera la materialización de los resultados de los programas de flexibilización cuantitativa introducidos en EE.UU., además de las mayores inyecciones de liquidez que se realizarían en economías europeas y otros países importantes como Japón. Dentro de este grupo de economías, destaca la recuperación esperada del sector real en algunos países centrales de la Zona Euro con problemas de deuda, como Italia y España, y una menor incertidumbre respecto a otras economías periféricas, como Grecia. Por su parte, como resultado de los importantes estímulos fiscales y monetarios que se pretende implementar en Japón, sus perspectivas de crecimiento mejorarían respecto a la gestión anterior.

Con relación a las economías emergentes y en desarrollo, se prevé un repunte de su crecimiento económico en torno a 5,5% en 2013; lo cual supone que la desaceleración de estas economías ha tocado su piso en la gestión anterior. En China, la solidez de la demanda interna, la promoción de la inversión extranjera directa y la mayor liberalización del mercado financiero y cambiario, le permitirían una ligera recuperación de su dinamismo económico y el fortalecimiento de la demanda externa global. Asimismo, las perspectivas apuntan a que el crecimiento en las economías de América Latina sería respaldado por la fortaleza de la demanda interna, logrando un mayor apuntalamiento de la actividad económica durante la presente gestión. En este contexto, la CEPAL proyecta que el crecimiento de la región estaría en torno a 3,8% en 2013, tasa levemente superior a la estimada para 2012 (3,1%).

Se espera que economías importantes como Brasil y Argentina, superen la ralentización económica experimentada el año anterior y que otros países como Perú, Chile y Bolivia, mantengan tasas de crecimiento cercanas o superiores al 5% en 2013. En este marco, el crecimiento externo relevante para Bolivia en 2013 (2,7%) sería levemente superior al estimado para 2012 (2,3%; Gráfico V.1). Estas

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 (octubre de 2012 y actualización a enero de 2013), *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2013) y *JPMorgan, Global Data Watch* (enero de 2013)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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

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

	2011	2012(e)		2013(p)		2014 (p)
		CF ^{1/}	FMI ^{2/}	CF ^{1/}	FMI ^{2/}	FMI ^{2/}
Economía Mundial	4,5 (4,4)	2,9 (3,1)	3,9 (4,0)	2,9 (3,0)	3,7 (3,4)	3,5
Economías Avanzadas	2,5	n.d.	1,7	n.d.	1,7	1,9
Estados Unidos	3,0 (3,0)	2,1 (2,2)	1,7 (1,9)	2,0 (2,0)	1,8 (1,9)	1,7
Zona del Euro	2,7 (2,7)	2,5 (2,3)	2,2 (1,9)	1,9 (1,7)	1,7 (1,5)	1,4
Japón	-0,2 (-0,2)	0,0 (0,1)	-0,1 (0,2)	-0,2 (0,0)	0,3 (0,1)	2,6
Economías emergentes y en desarrollo	6,6 (7,1)	n.d.	6,2 (6,2)	n.d.	5,7 (5,6)	5,0
China	4,1 (4,1)	2,6 (3,3)	2,5 (3,5)	3,3 (3,6)	3,1 (2,5)	3,0
India	6,5 (6,6)	9,3 (7,6)	10,6 (8,5)	7,6 (6,9)	9,3 (6,3)	6,6
América Latina y El Caribe	6,8 (6,7)	6,1 (6,8)	5,8 (6,3)	6,6 (6,2)	5,9 (5,9)	5,6
Argentina	9,5 (9,8)	10,8 (10,0)	10,8 (10,3)	10,6 (10,2)	9,9 (10,3)	9,9
Brasil	6,5 (6,5)	5,8 (5,1)	5,8 (5,0)	5,6 (5,4)	5,1 (5,0)	4,5
Chile	4,4 (4,4)	1,5 (3,3)	1,5 (3,2)	3,1 (3,1)	3,0 (3,0)	3,0
Colombia	3,7 (3,7)	2,4 (3,3)	2,4 (3,1)	3,0 (3,3)	3,0 (3,1)	3,0
México	3,8 (3,8)	3,6 (3,7)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)	3,3 (3,1)	3,0
Perú	4,7 (4,7)	2,6 (3,1)	2,7 (2,6)	2,7 (2,7)	2,0 (2,3)	2,0
R.B. de Venezuela	27,6 (25,2)	19,5 (25,6)	20,1 (33,4)	28,8 (30,3)	29,2 (28,7)	28,3
E.P. de Bolivia	6,9	4,5	4,5	5,1	4,8	4,0
Inflación relevante para el E.P. de Bolivia^{3/}		-0,9 (0,4)		-1,1 (2,2)		2,3

FUENTE: Institutos de Estadística de los países, FMI, Perspectivas de la economía mundial (octubre de 2012 y actualización a enero de 2013), CEPAL (diciembre de 2012), *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2013) y *Foreign Exchange Consensus Forecast* (enero de 2013)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Considera los datos de *Consensus Forecast* a enero de 2013. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de julio de 2012

^{2/} Considera los datos del FMI a octubre de 2012 y las cifras oficiales de los países a diciembre de 2012

^{3/} Corresponde al promedio ponderado por el comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de trece socios comerciales del E.P. 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*

previsiones son consistentes con el desempeño esperado de los principales socios comerciales, tanto de economías avanzadas como de países vecinos.

Con relación a los precios de las materias primas, se estima para 2013 leves correcciones a la baja respecto a los niveles observados a finales de 2012, aunque todavía mantendrían niveles elevados al cierre del año. Respecto al comportamiento de los precios internacionales del petróleo, según el FMI estos tendrían un descenso de 5,1% en promedio en 2013, lo cual respondería a la mejora de las condiciones de oferta en los principales países exportadores. Por otro lado, se debe tomar en cuenta que diversos riesgos geopolíticos, que podrían limitar la oferta de este *commodity* y por tanto afectar su cotización, aún se mantendrían latentes en Medio Oriente.

En lo concerniente a los metales, la ligera recuperación esperada del dinamismo de la demanda global impulsada por China, sugiere que las cotizaciones de los principales metales básicos se mantendrían en niveles elevados. Por último, en lo que respecta a los precios de los alimentos, se espera que las condiciones de oferta de los productos agrícolas continúen siendo favorables para mantener estables sus precios, en un ambiente de recuperación económica global y menor incertidumbre financiera.

En línea con las expectativas del comportamiento de los precios internacionales de las materias primas y un escenario de mayor crecimiento, aunque todavía moderado, el FMI prevé que las tasas de inflación al cierre de 2013 se encontrarían alrededor de 1,7% y 5,7% en las economías avanzadas y en las emergentes y en desarrollo, respectivamente. De esta manera, el incremento del nivel de precios global oscilaría en torno a 3,7% a finales de 2013 (0,2pp por debajo del estimado para 2012), proyectándose a la vez una mayor moderación de la inflación a nivel mundial para el siguiente año (3,5%; Cuadro V.2).

Según el marco descrito anteriormente, se estima que la inflación externa relevante para Bolivia⁶¹ descendió hasta -0,9% en 2012 y que mantendría una tendencia decreciente en 2013 (-1,1%); aunque

⁶¹ Medida como la variación porcentual interanual promedio del IPE estimado por el BCB.

existen perspectivas de apreciación en las monedas de algunos socios comerciales de la región que podrían incrementar las presiones inflacionarias externas (Gráfico V.2).

Ante un panorama económico mundial, caracterizado por la recuperación gradual del crecimiento económico y moderadas presiones inflacionarias, se prevé que la política monetaria a nivel global se mantenga acomodaticia a lo largo de 2013. En el caso de las economías emergentes, se espera mayores medidas fiscales y la reducción o mantención de sus tasas de referencia en niveles bajos, con el fin de apuntalar la actividad económica. En Brasil, además de las fuertes disminuciones de tasas a niveles históricamente bajos, el gobierno pretende adoptar medidas adicionales para reactivar su sector industrial.

Por su parte, los bancos centrales de las economías avanzadas mantendrían sus tasas de interés de referencia en niveles mínimos y continuarían con sus medidas no convencionales para estimular la demanda, al menos hasta finales de 2013. Al respecto, la Fed de EE.UU. señaló que reducirá o terminará con su programa de flexibilización monetaria cuantitativa al cierre de la presente gestión, pero que mantendrá su tasa de referencia en niveles mínimos hasta que el desempleo sea igual o menor a 6,5% y las expectativas de inflación entre 1 y 2 años no superen el 2,5%, a lo cual se estima llegar el año 2014.

Finalmente, en algunas economías de la Zona Euro y en EE.UU. se pretende un ajuste fiscal y de límites de endeudamiento que no implique un mayor debilitamiento de la actividad económica en 2013; lo cual supone la implementación de medidas adicionales para reactivar el mercado laboral y apuntalar la demanda interna, además de la consolidación de acuerdos políticos que garanticen la implementación de dichas medidas en estos países.

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 (octubre de 2012 y actualización a enero de 2013), *Latin Focus Consensus Forecast* (enero de 2013) y *JPMorgan, Global Data Watch* (enero de 2013)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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

V.2 CONTEXTO NACIONAL

Por su parte, las previsiones oficiales sobre el desempeño de la actividad económica para el cierre de 2013 dan cuenta que el crecimiento del PIB estaría en torno a 5,5%. Los elementos que subyacen a esta dinámica, consideran una corrección de los factores que en la gestión previa habrían determinado una contracción de la minería y una desaceleración en el sector de transportes.

Asimismo, se considera una expansión en la producción de hidrocarburos, acorde al dinamismo de la economía brasilera y al cumplimiento del contrato de exportación con Argentina. Los programas de gobierno destinados a incrementar el uso de gas natural en el mercado interno coadyuvarían a respaldar la trayectoria señalada.

El crecimiento previsto para el sector minero, estaría fundamentado en la implementación de varios proyectos impulsados por COMIBOL, además de la recuperación de la producción de la minería mediana.

La puesta en marcha de líneas de gasoductos a SOBOCE y COBOCE a inicios de 2013, respaldaría la expansión en la producción de cemento en esta gestión. El dinamismo del sector eléctrico se sustentaría en el inicio de operaciones de diferentes proyectos destinados a expandir el Sistema Interconectado Nacional (SIN), los cuales están inmersos en el Plan Óptimo de Expansión del SIN 2012-2022.

Las previsiones acerca del desempeño del sector agropecuario consideran incrementos en la superficie cultivada, acordes al Programa de Seguridad Alimentaria con Soberanía. Sin embargo, se espera una ligera desaceleración en el crecimiento del sector, a causa de los potenciales efectos que tendrían fenómenos climatológicos en los rendimientos de diferentes cultivos.

Por el lado del gasto el crecimiento continuaría siendo apuntalado por la demanda interna. Los recursos públicos programados a incrementar el *stock* de capital de la economía nacional (que en valores corrientes superarían los \$us3.800 millones), junto a

los importantes flujos de inversión privada, acordes al dinamismo de la expansión de la cartera del sistema financiero, se tomarían en el sostén del guarismo previsto.

Considerando estos elementos, el rango que contiene la previsión señalada para 2013 se ha corregido a uno entre 5,1% a 6%, intervalo más estrecho que el anunciado en el IPM de julio de 2012, en el que se consideraba que el crecimiento de la actividad en 2013 se situaría entre 4,8% y 6,2%.

Por otra parte, en cuanto al desempeño del sector externo, debido principalmente a mayores importaciones de bienes de capital (necesarios para los nuevos proyectos de inversión pública y privada) y, en menor medida, a una caída en los precios internacionales de algunos productos de exportación, se estima un saldo deficitario de la Cuenta Corriente de 1,8% del PIB para 2013. Las remesas de trabajadores continuarían creciendo como en la gestión anterior, a pesar de las restricciones cambiarias en Argentina y el desempleo en España y EE.UU. A la vez, la Cuenta Capital y Financiera estaría determinada por los mayores desembolsos de deuda externa para el sector público, parcialmente compensados por la inversión en el exterior de los recursos del FINPRO. Los resultados en la Cuenta Corriente y en la Cuenta Capital y Financiera originarían una leve disminución de las RIN, aspecto que sin embargo no afectaría la posición acreedora del país con el exterior (Cuadro V.3). Adicionalmente, si se considera que el FINPRO tendrá un monto importante de reservas internacionales, el impacto consolidado BCB-FINPRO sería de una ganancia de RIN.

Por su parte, la política monetaria mantendrá un balance adecuado entre el objetivo de mantener una tasa de inflación baja y estable y el de contribuir al dinamismo de la actividad económica, generando condiciones favorables en el marco de sus competencias. En lo que a la política cambiaria se refiere, ésta seguirá orientada a minimizar el impacto de la inflación de origen externo y a coadyuvar al proceso de Bolivianización de la economía, sin que ello implique desalineamientos pronunciados del tipo de cambio real respecto a su tendencia de largo plazo acorde a sus fundamentos.

CUADRO V.3: PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS
(En porcentajes del PIB)

	2005-2009	2010	2011	2012 ^(p)	2013(e)
Cuenta Corriente	8,9	3,9	1,4	7,5	-1,8
Balance Global	9,8	4,7	9,0	6,4	-2,4
Exportaciones de Bienes	33,0	32,4	34,6	40,7	38,0
Importaciones de Bienes	26,8	28,3	31,8	30,1	39,2
Inversión Extranjera Directa (neta)	1,5	3,4	3,6	3,9	3,9

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica
 (e) estimado
 (p/) cifras preliminares

V.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

El presente apartado tiene como objetivo describir la trayectoria más probable que podría seguir la inflación a lo largo del bienio 2013-2014, en función a la evolución esperada del contexto económico interno y externo descrito anteriormente.

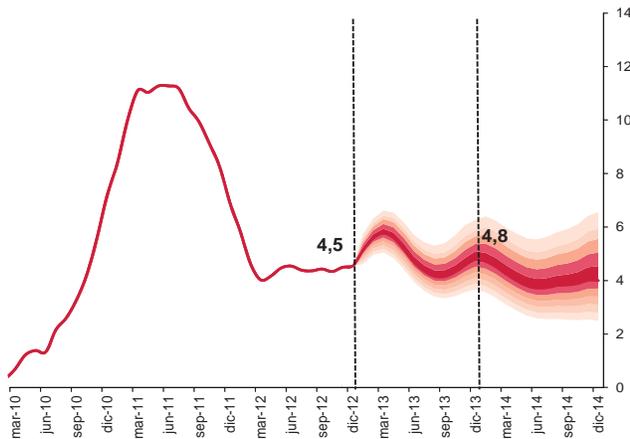
En tal sentido, en términos del escenario más plausible para 2013, se estima que la inflación interanual tienda a incrementarse en el primer trimestre del año, para luego descender gradualmente durante los próximos seis meses, dando paso posteriormente a un entorno de alzas moderadas en el último trimestre, alcanzando al cierre de 2013 una tasa en torno a 4,8%.

A su vez, en lo referente a 2014, se prevé que en la primera mitad del año la inflación adopte una senda decreciente, para luego experimentarse una serie de incrementos graduales en la variación de precios durante el segundo semestre, convergiendo a finales de la gestión a una tasa alrededor de 4%, correspondiente a la meta de inflación de mediano plazo.

Con relación a los determinantes que sustentan la trayectoria esperada de la inflación, la proyección es consistente con un contexto interno con perspectivas de crecimiento para el sector agropecuario (con sus consiguientes efectos positivos sobre el abastecimiento de los mercados de alimentos), en el marco de una importante dinámica de la actividad económica en general, apuntalada en forma significativa por la inversión pública en rubros estratégicos, entre otros aspectos. Las proyecciones también son consistentes con el escenario externo descrito en un anterior apartado.

En este sentido, las evaluaciones cuantitativas y cualitativas realizadas denotan que, como escenario más probable, la inflación a finales de 2013 se posicionaría alrededor del 4,8%, en un rango entre 3,8% y 6,3% (ajustándose al alza la proyección de 4% anunciada en el IPM de julio de 2012); mientras que en 2014 la inflación se situaría en torno a 4%, al interior de un intervalo entre 2,5% y 6,5% (Gráfico V.3).

GRÁFICO V.3: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

V.4 BALANCE DE RIESGOS

La sección anterior expuso la trayectoria más probable que podría seguir la inflación a lo largo del bienio 2013-2014. No obstante, con el propósito de considerar de modo adecuado el margen de incertidumbre inherente a la evolución futura de la variación de precios, se incorpora al análisis el balance de los riesgos existentes (internos y externos, al alza y baja) que podrían llevar a que la inflación se distancie de la trayectoria esperada descrita anteriormente.

En cuanto a los riesgos externos al alza, los más importantes corresponderían a: i) un potencial repunte en el crecimiento externo relevante lo cual podría generar presiones inflacionarias de demanda; y ii) una mayor inyección de liquidez en economías avanzadas que, al originar crecientes flujos de capital a la región, podría inducir a la apreciación de las monedas de los socios comerciales, lo que repercutiría en una mayor inflación importada.

Por otra parte, entre los riesgos internos que podrían sesgar al alza la trayectoria futura de la inflación, se encuentran: i) eventuales incrementos de precios de bienes y/o servicios que se mantuvieron estables por varias gestiones; ii) posibles *shocks* de oferta agropecuaria ocasionados por eventos climatológicos desfavorables.

En lo que concierne a los riesgos a la baja, aquellos propios del contexto externo se vinculan con una posible profundización de los problemas de deuda en la Zona Euro, que podrían afectar la demanda externa y reducir las presiones al alza sobre los precios internacionales de *commodities*. Entretanto, los riesgos internos que podrían incidir en una inflación más baja se originarían principalmente en: i) resultados positivos de las políticas de abastecimiento interno impulsadas por el Órgano Ejecutivo en el marco de consolidación de la soberanía y seguridad alimentaria; y ii) menores tarifas en ciertos servicios básicos provistos por empresas recientemente nacionalizadas y/o con mayor regulación estatal.

Al cierre del presente IPM, el análisis cualitativo para el período 2013-2014 indica que los anteriores riesgos se encontrarían parcialmente sesgados hacia el alza. Sin embargo, es oportuno señalar que, en el marco de sus competencias, el Órgano Ejecutivo

y el BCB realizan un seguimiento permanente a la evolución de la economía boliviana, con particular énfasis en las perspectivas de crecimiento y de variación de precios, junto a los riesgos asociados a dicha evolución. En tal sentido, de materializarse los riesgos señalados, el BCB y el Gobierno Nacional emplearán oportunamente los instrumentos de política a su disposición, orientando sus esfuerzos a cumplir con el objetivo de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, cuyo fin último es 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)
AFP	Administradora de Fondos de Pensiones
APEC	Asesoría de Política Económica
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ASOBAN	Asociación de Bancos Privados de Bolivia
Bbl	Barriles
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BCRA	Banco Central de la República Argentina
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BEA	Base del Encaje Adicional
BNDES	Banco Nacional de Desarrollo
Bs	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
CAP	Coficiente de Adecuación Patrimonial
CCIF	Clasificación del Consumo Individual por Finalidades
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
EFSF	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
IVME	Impuesto a la Venta de Moneda Extranjera
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
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
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
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
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
QE	Flexibilización cuantitativa (<i>Quantitative Easing</i>)
R.B. DE VENEZUELA	República Bolivariana de Venezuela

R.D.	Resolución de Directorio
RAL	Requerimiento de Activos Líquidos
RB	Reservas Internacionales Brutas
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
TCR	Tipo de Cambio Real
TCRE	Tipo de Cambio Real de Equilibrio
TCC	Tipo de Cambio de Compra de Operaciones Estándar y Preferenciales
TCCO	Tipo de Cambio de Compra Oficial
TCV	Tipo de Cambio de Venta de Operaciones Estándar y Preferenciales
TCVO	Tipo de Cambio de Venta Oficial
TCPP	Tipo de Cambio Promedio Ponderado
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TGE	Tesoro General del Estado
Tm	Toneladas Métricas largas
TN	Toneladas
TRe	Tasa de Referencia
UE	Unión Europea
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
VAREX	Variación de existencias
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos



Ayacucho y Mercado
Tel: (591-2) 2409090
Fax: (591-2) 2406614
Casilla: 3118
www.bcb.gob.bo
La Paz - Bolivia