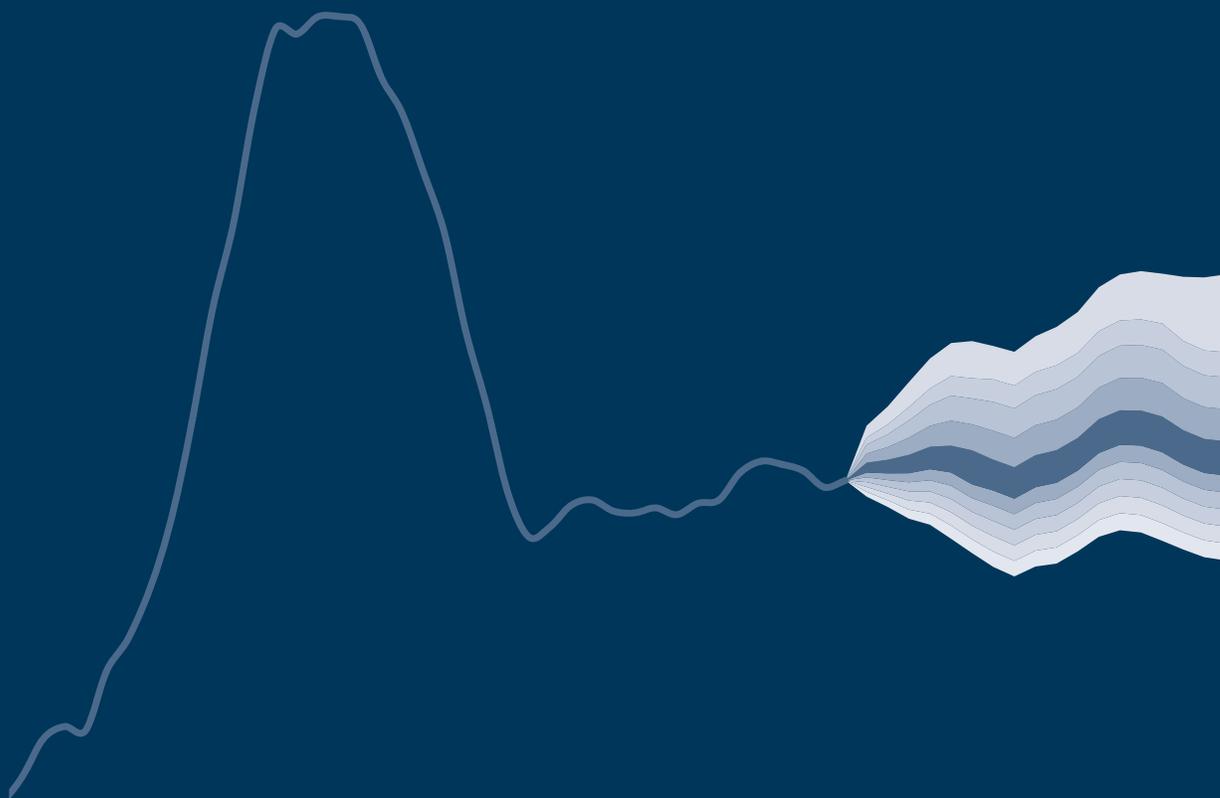


# INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA



JULIO 2013



BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

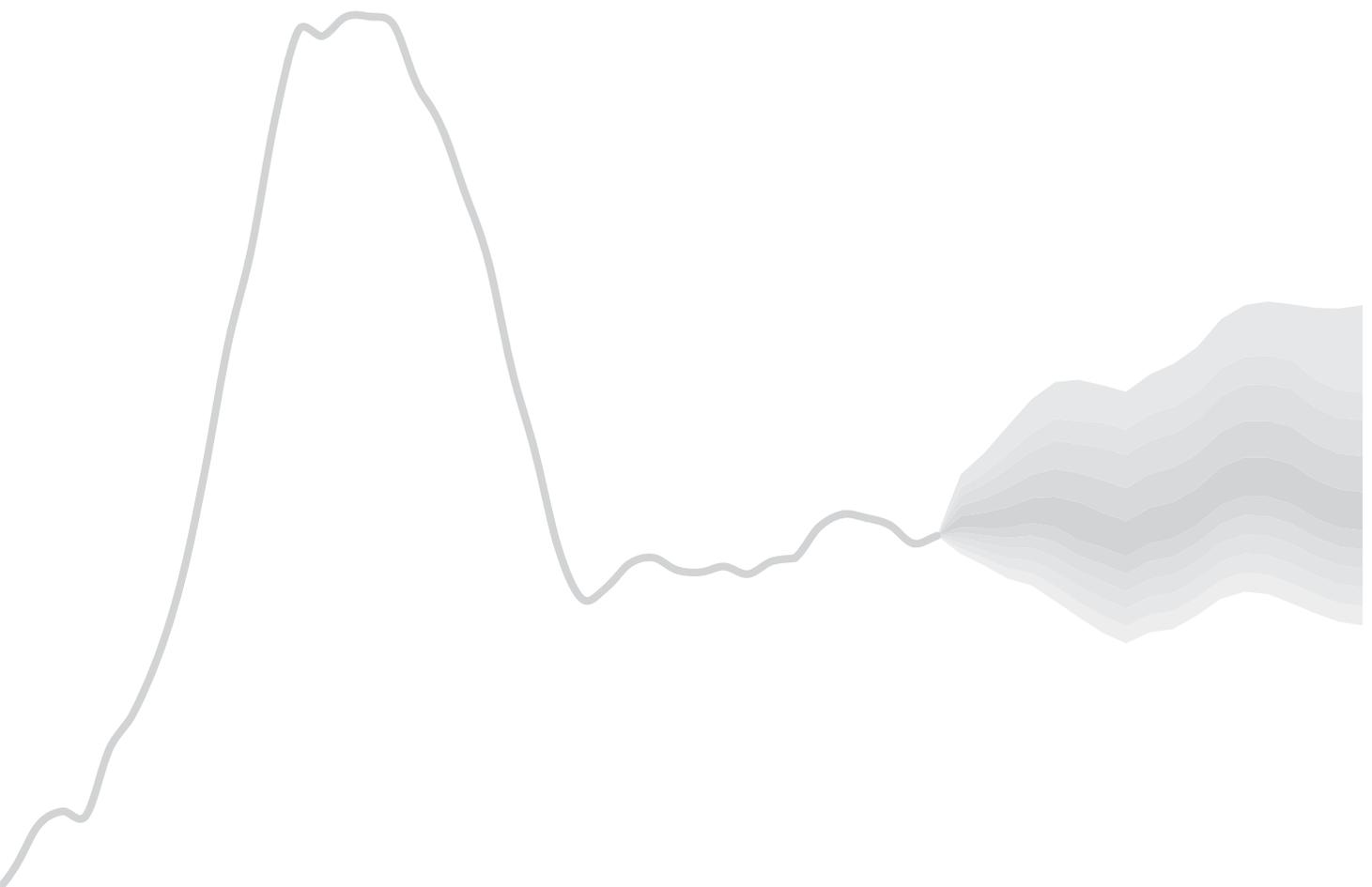
**INFORME *de***  
**POLÍTICA**  
**MONETARIA**

---

JULIO 2013

**Banco Central de Bolivia**





**Informe de Política Monetaria  
Julio 2013**

400 copias impresas

Fecha de Publicación • Agosto 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](http://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](mailto:apec@bcb.gob.bo)

# Índice

<b>PRESENTACIÓN</b> .....	VII
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	XI
<b>I. ENTORNO INTERNACIONAL</b> .....	1
I.1 Actividad económica mundial.....	1
I.2 Precios de los productos básicos.....	5
I.3 Inflación internacional y política monetaria .....	7
I.4 Mercados financieros y movimientos de capitales.....	10
Recuadro I.1: Potenciales efectos del retiro de los estímulos monearios en EE.UU.....	14
<b>II. ENTORNO NACIONAL</b> .....	17
II.1 Actividad económica y gasto .....	18
II.1.1 Actividad Económica.....	18
II.1.2 Comportamiento del PIB según gasto .....	21
II.2 Desempeño externo .....	22
II.3 Mercados financieros y monetarios.....	23
II.3.1 Intermediación financiera .....	23
II.3.2 Agregados monetarios.....	26
Recuadro II.1: Financiamiento de las empresas a través de la bolsa de valores .....	27
<b>III. POLÍTICAS DEL BCB</b> .....	31
III.1 Política monetaria.....	32
III.1.1 Programa monetario .....	32
III.1.2 Operaciones de mercado abierto .....	34
III.1.3 Encaje legal .....	37
III.2 Política cambiaria .....	38
III.2.1 Orientación de la política cambiaria .....	38
III.2.2 Comportamiento de la oferta y demanda de dólares en el Bolsín .....	40
III.2.3 Comportamiento de los tipos de cambio.....	41
III.3 Otras medidas para controlar la inflación.....	41
III.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo .....	41
III.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB .....	42

III.4	Políticas que contribuyen al desarrollo económico y social .....	43
III.4.1	Financiamiento del BCB a las EPNE .....	43
III.4.2	Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy.....	44
III.4.3	Financiamiento y transferencia del BCB al FINPRO.....	44
III.4.4	Políticas para incentivar el crédito del sistema financiero al sector privado .....	44
III.4.5	Políticas para incentivar el ahorro de las familias .....	45
III.4.6	La política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución.....	46
III.4.7	La Bolivianización y su impacto en el control de la inflación y dinamización del crédito.....	46
	Recuadro III.1: Encaje legal .....	47
	Recuadro III.2: Régimen monetario boliviano y las metas cuantitativas .....	49
<b>IV.</b>	<b>ESTABILIDAD DE PRECIOS Y DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL .....</b>	<b>53</b>
IV.1	Comportamiento reciente de la inflación .....	54
IV.1.1	Contexto y evolución reciente de la inflación .....	54
IV.1.2	Indicadores de tendencia inflacionaria .....	55
IV.1.3	Inflación por divisiones del IPC.....	57
IV.1.4	Inflación por ciudades .....	58
IV.1.5	Indicadores complementarios de presiones inflacionarias.....	59
	IV.1.5.1 Precios al productor industrial manufacturero .....	59
	IV.1.5.2 Índice de costos de la construcción .....	60
IV.1.6	Factores que explican la evolución reciente de la inflación .....	60
	IV.1.6.1 Ajuste de precios relativos en el sector de servicios.....	61
	IV.1.6.2 Alzas en la inflación de alimentos .....	64
	IV.1.6.3 Expectativas de inflación .....	66
	IV.1.6.4 Reducidas presiones inflacionarias de origen externo .....	67
IV.2	Desarrollo económico y social .....	69
IV.2.1	Créditos del BCB a las EPNE .....	69
IV.2.2	Bono Juana Azurduy .....	72
IV.2.3	Políticas para incentivar el crédito del sistema financiero al sector privado .....	73
IV.2.4	Políticas para incentivar el ahorro de las familias .....	74
IV.2.5	La política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución.....	74
IV.2.6	Bolivianización, para contribuir al control de la inflación y promover el crecimiento .....	76
<b>V.</b>	<b>PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN .....</b>	<b>77</b>
V.1	Contexto internacional .....	78
V.2	Contexto nacional .....	81
V.3	Perspectiva de la inflación .....	82
V.4	Balance de riesgos de la inflación .....	83
	<b>ABREVIATURAS Y SIGLAS DE USO FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN.....</b>	<b>85</b>

# Presentación

El cumplimiento del mandato constitucional del Banco Central de Bolivia (BCB) “*mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social*”, es posible gracias a la implementación oportuna de políticas heterodoxas y contracíclicas que se realizan con un cuidadoso balance entre los objetivos de mantener una inflación baja y estable y el de apuntalar el dinamismo de la actividad económica.

Como dispone también la Constitución, los objetivos de estas políticas se coordinan con el Órgano Ejecutivo, aspecto relevante que permite aunar esfuerzos en miras a una meta común: el vivir bien de las bolivianas y bolivianos. De este modo, desde las competencias y responsabilidades de cada entidad, pero también creando sinergias constructivas con el resto de autoridades del sector público, contribuimos de la mejor manera posible al logro de dicho objetivo. Al respecto, destacamos la relevancia de los acuerdos anuales que el BCB suscribe con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y que se han constituido en el mecanismo formal de la coordinación y la expresión del compromiso de las autoridades con el propósito de preservar la estabilidad macroeconómica como un medio para el vivir bien.

En este contexto, nos complace presentar el Informe de Política Monetaria de Julio de 2013 (IPM). Esta publicación, que se inició en 2006, es difundida por las autoridades del BCB a nivel nacional a organizaciones sociales, gremios empresariales, estudiantes, profesionales y medios de comunicación, entre otros. En el IPM informamos sobre las acciones que el ente emisor realizó para el cumplimiento de su mandato y adelantamos objetivos y proyecciones

sobre el desempeño de las principales variables macroeconómicas en los próximos dos años, que al mismo tiempo sirven para establecer las bases sobre las que tendremos que rendir cuentas más adelante. Por tanto, el IPM fortalece la transparencia, rendición de cuentas y control social del BCB. En este sentido, como en ediciones pasadas, el Resumen Ejecutivo está traducido en tres idiomas nativos (Aymara, Quechua y Guaraní) y en inglés.

La evaluación que realizamos del primer semestre de 2013 es positiva. Empezamos el año enfrentando dos importantes retos, por una parte un crecimiento menor al esperado de la economía mundial que podía haber incidido en el desempeño nacional y, por otra parte, presiones inflacionarias principalmente de origen interno por ajustes de algunos precios administrados y la abundante liquidez en el sistema financiero. Empero, al cierre del semestre, la inflación se situó en el punto central del rango de proyección y el crecimiento es más alto que el proyectado. Estos resultados responden en parte al cumplimiento con márgenes de todas las metas cuantitativas establecidas en el Programa Fiscal-Financiero 2013.

Es de destacar la relevancia del desempeño fiscal que, al mantener un superávit y acumular depósitos en el BCB, ha coadyuvado a la tarea de regular la liquidez. Corresponde mencionar también las medidas llevadas a cabo por el Órgano Ejecutivo con el propósito de fortalecer la capacidad productiva de la economía nacional y la provisión de alimentos. Asimismo, y en el plano de las políticas monetaria y cambiaria, el BCB fue muy efectivo e implementó nuevos mecanismos para regular la liquidez en la dirección de limitar las presiones inflacionarias y anclar las expectativas de la población para que

estas no exacerben el impacto del ajuste de algunos precios relativos. Al mismo tiempo, se evitaron alzas pronunciadas de las tasas de interés, preservando el dinamismo de la actividad económica.

Por su parte, la estabilidad cambiaria, en un contexto de fuerte volatilidad de las paridades en economías vecinas, permitió sostener la confianza en la moneda nacional y, junto a los mayores requerimientos de encaje por depósitos en moneda extranjera, coadyuvó a la profundización de la bolivianización. El sistema financiero, nuevamente tuvo un buen desempeño y sus indicadores traducen la importante solvencia y adecuada liquidez del mismo.

En el marco de lo señalado por la CPE, la preocupación por la estabilidad de precios deja de ser un fin en sí mismo y se convierte en un medio para un propósito mayor: el desarrollo económico y social. En este sentido, la autoridad monetaria, sin descuidar el control de la inflación, ha contribuido a las políticas productivas y sociales que viene realizando el Gobierno Nacional a partir de 2006, a través de acciones que salen de la ortodoxia de los bancos centrales. En este IPM también se analizan estas medidas y algunos de sus impactos.

Adicionalmente, cabe destacar las actividades educativas, académicas y de vinculación impulsadas por el BCB, cuyos resultados son importantes tanto desde el punto de vista económico como social.

En línea con el comportamiento observado en el primer semestre del año, se proyecta que la gestión finalizará con una inflación y crecimiento dentro de los objetivos anunciados en el IPM de enero de 2013. Para 2014 se proyecta una tasa de crecimiento mayor (5,6%) y, por tanto, una tasa de inflación alrededor del 5,2%.

Finalmente, reiteramos que las políticas monetaria y cambiaria continuarán implementándose de forma coordinada con el Órgano Ejecutivo, en base a lineamientos adecuados a la coyuntura existente, siempre en procura de alcanzar los objetivos asignados al BCB por mandato constitucional. El presente IPM fue aprobado en la sesión ordinaria de Directorio del 23 de julio de 2013.

Directorio  
Banco Central de Bolivia  
La Paz, julio de 2013

## Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 30 de Junio de 2013. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.



# Resumen Ejecutivo

La actividad económica mundial aún muestra signos de lenta recuperación, lo cual se refleja en una previsión de expansión del producto mundial de 3,1% en 2013, cuatro décimas por debajo de lo estimado en la anterior edición del IPM.

Al respecto, la prolongación de la recesión en la Zona Euro y la ralentización del crecimiento en algunas economías emergentes de elevada importancia en el comercio internacional, destacándose China, explican esta trayectoria. No obstante, entre las economías avanzadas, resaltó el ligero repunte observado en EE.UU. y Japón. En el último caso, gracias a los impulsos monetarios y fiscales recientemente implementados.

Por su parte, los precios de las materias primas expusieron un comportamiento descendente, producto de los incrementos de inventarios en las economías avanzadas y el estancamiento de la demanda en las emergentes. En este sentido, y a pesar de los estímulos monetarios en las principales economías avanzadas, las presiones inflacionarias permanecieron controladas y se proyecta que se mantendrán en los niveles observados hasta finales de 2013.

Ante este panorama, los bancos centrales continuaron con una orientación expansiva de sus políticas monetarias y se espera que se mantengan en el corto plazo, aunque existe incertidumbre sobre los retiros del programa de compras de activos en EE.UU. que pueden generar incrementos en las volatilidades de los mercados.

Este último factor tuvo un efecto importante en los mercados financieros internacionales, ya que los inversionistas, anticipando un posible retiro de

estímulos y el incremento de las tasas de interés, empezaron a reducir la demanda por activos de los países emergentes y a demandar activos denominados en dólares estadounidenses en el último mes.

Este contexto, junto con las crisis social y política en Portugal y del sector bancario de Chipre, llevó a un aumento de las tasas de interés de los bonos de países avanzados y al fortalecimiento del dólar estadounidense. De igual forma, estos acontecimientos repercutieron en los mercados cambiarios de los principales socios comerciales de Bolivia, incrementándose las presiones hacia la depreciación de sus monedas, lo que también incidió en la menor inflación importada para el País.

Con relación al contexto interno, la actividad económica nacional registró crecimientos interanuales del PIB de 6,5% al primer trimestre de 2013 y del IGAE de 6,2% a abril, superando el objetivo de crecimiento anual de 5,5% para 2013.

Este destacable desempeño se explicó por la contribución positiva de todas las actividades económicas, sobresaliendo los niveles históricos de producción alcanzados por el sector de Hidrocarburos. Los mayores volúmenes coadyuvaron al excelente desempeño de la actividad de refinación, lo que a su vez se tradujo en la mayor disponibilidad de productos derivados (gasolina automotor y diesel).

Adicionalmente, los sectores que durante 2012 registraron una menor dinámica, específicamente Minería y Transporte, se corrigieron acorde a lo previsto en el IPM de enero de 2013. En cuanto al desempeño de Servicios financieros, su crecimiento continuó apoyando a la economía, a través de una

mayor intermediación de fondos prestables, en un entorno de bajos niveles de mora y mayor preferencia por moneda nacional en las transacciones financieras.

Desde la perspectiva de la demanda, al interior de la demanda interna destacó el aporte del consumo privado al crecimiento global; mientras la demanda externa se constituyó en el principal factor que impulsó el crecimiento en el primer trimestre, ello a raíz de los volúmenes históricos de exportaciones de gas.

Las cuentas externas registraron al primer trimestre de 2013 un importante superávit en la balanza comercial, equivalente al 2,6% del PIB. Este resultado positivo, acompañado de incrementos de las remesas de trabajadores y de la Inversión Extranjera Directa, explicó el superávit obtenido en la Balanza de Pagos y, por consiguiente, el incremento en las Reservas Internacionales Netas.

En el sistema financiero, el crédito al sector privado registró el incremento histórico más alto en términos absolutos, los depósitos continuaron creciendo aunque en menor medida, la bolivianización de depósitos y créditos continuó avanzando, la morosidad se mantuvo baja y el Coeficiente de Adecuación Patrimonial permaneció por encima de lo exigido por la normativa, expresando la solidez del sistema financiero nacional.

En este contexto externo e interno, durante el primer semestre del año existieron ciertas presiones inflacionarias que se asociaron a los ajustes de precios relativos en los rubros de servicios del IPC, los incrementos de la inflación de alimentos y las expectativas de inflación.

En ese sentido, el BCB incrementó gradualmente la oferta semanal de títulos de regulación monetaria e incorporó nuevos instrumentos como la emisión de Certificados de Depósito para las Gestoras que administran los Fondos del Sistema Integral de Pensiones, y la introducción de los títulos directos "BCB-Aniversario", logrando reducir sustancialmente la liquidez sin generar fuertes presiones al alza en las tasas de interés.

Por su parte, el tipo de cambio se mantuvo estable en el primer semestre, orientación que respondió a la continua reducción de las presiones inflacionarias externas y al propósito de anclar las expectativas en

un contexto de fuerte volatilidad de las monedas de los socios comerciales. Por su parte, el tipo de cambio real se mantuvo acorde con la tendencia establecida por sus fundamentos, sin mostrar desalineamientos persistentes.

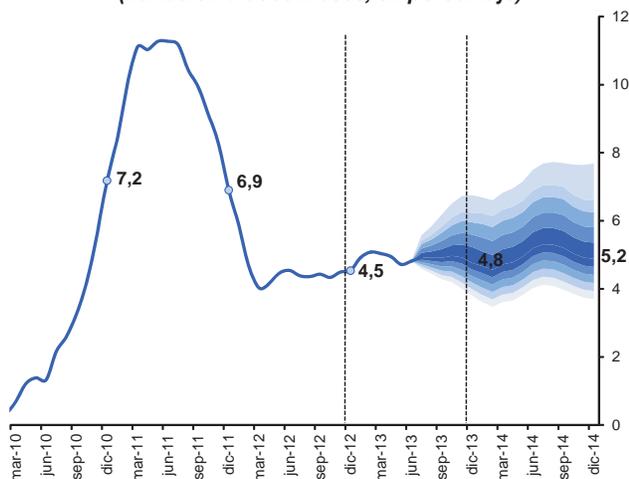
También es importante destacar las medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo, orientadas a contribuir al control de la inflación, destacándose aquellas de apoyo a productores, la comercialización directa de artículos alimenticios, además del control en mercados y la lucha contra la especulación, entre otras.

De manera complementaria, el BCB realizó otras acciones que también contribuyeron al desarrollo económico y social, dando cumplimiento a lo establecido en la Constitución Política del Estado, destacándose el financiamiento a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas y al Bono Juana Azurduy, entre otras. En este sentido, la Autoridad Monetaria, sin descuidar el control de la inflación, ha incursionado en acciones fuera de la ortodoxia de los bancos centrales para incentivar de forma más directa a la producción y a la protección social.

A junio de 2013 la inflación a doce meses alcanzó a 4,8%, situándose en el punto central del rango proyectado en el IPM de enero de 2013. La mayor parte de la variación acumulada del IPC al mes de junio (2,2%) se concentró en el primer trimestre (1,6pp), en gran medida por un repunte en los precios de alimentos que se debió principalmente a factores climáticos adversos (p.e. inundaciones) que suelen manifestarse con mayor rigor a inicios del año y que provocaron el alza de precios de productos como el tomate, el queso criollo y la arveja; sin embargo, en los meses siguientes sus precios tendieron a bajar. En el segundo trimestre los sectores de servicios del IPC cobraron mayor relevancia como fuentes de presiones inflacionarias, destacando los alquileres y las tarifas de transporte urbano en La Paz y Santa Cruz en particular. Por otra parte, las expectativas de inflación mostraron un comportamiento fluctuante, caracterizado por leves incrementos graduales hasta el mes de abril y una corrección en el último bimestre debido a los incentivos a la producción y medidas para promover el abastecimiento de los mercados por parte del Órgano Ejecutivo y la regulación monetaria por parte del BCB.

En cuanto a los resultados esperados se ratifica que el crecimiento de la actividad económica para el cierre de 2013 estará en torno al 5,5% y para 2014 alrededor de 5,6%. En lo que concierne a la inflación, se mantiene la proyección de enero de que la tasa a fines de 2013 se posicionaría alrededor del 4,8%. En 2014, en un contexto de mayor crecimiento económico interno y presiones inflacionarias externas, las políticas se orientarán a mantener la estabilidad de precios, cerrando dicha gestión con una variación en torno a 5,2%, nivel similar al actual.

**INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA**  
(Variación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - 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%

Sin embargo, la evolución futura de la inflación no está exenta de riesgos que de materializarse podrían llevar a que la variación de precios siga una trayectoria diferente a la esperada. En cuanto a los riesgos internos al alza, los más importantes estarían vinculados al alza de precios de algunos alimentos

a consecuencia de factores climáticos (heladas y sequías), los posibles repuntes en las expectativas de inflación ante nuevos reajustes en precios relativos de ítems con alta incidencia inflacionaria y, la brecha del producto ligeramente positiva.

Los riesgos externos al alza podrían originarse por las posibles correcciones en las paridades cambiarias hacia la apreciación de las monedas de los principales socios comerciales (repercutiendo en mayor inflación importada para la economía nacional) y el mayor dinamismo, con relación a lo previsto, del PIB externo relevante para Bolivia.

En lo que concierne a los factores internos que podrían incidir en una inflación más baja que la proyectada se destacan las políticas de abastecimiento impulsadas por el Órgano Ejecutivo (que engloban tanto las políticas de apoyo a productores, como medidas a favor de la comercialización directa de artículos alimenticios, y otras). En la misma dirección, los factores de origen externo se vincularían con la menor inflación importada, junto a una reducción de la liquidez de origen externo debido a resultados en la cuenta corriente y financiera menos favorables que los previstos.

Es importante señalar que de materializarse alguno de los factores señalados, el Gobierno Nacional y la Autoridad Monetaria (en el marco de sus competencias y de forma coordinada) emplearán los instrumentos de política a su disposición para cumplir con el objetivo de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda; contribuyendo de esta manera al logro de un mayor desarrollo económico y social de la economía boliviana.

# Executive Summary

Global economic activity is still showing signs of slow recovery, which is reflected in a forecast of the world Gross Domestic Product (GDP) expansion of 3.1% in 2013, 0,4% below previous edition's forecast.

The lengthy recession in the euro zone and the slowing growth in some important emerging economies, such as China, explained this path. However, among advanced economies, highlighted the slight increase observed in U.S. and Japan. In the latter case, due to monetary and fiscal stimulus recently implemented.

Regarding raw material prices, they exhibited a descending trend, due to inventory increases in advanced economies and stagnant demand in emerging ones. In this sense, despite monetary incentives in major advanced economies, inflationary pressures remained controlled and it is expected to remain at levels observed until the end of 2013.

Under this scenario, central banks continued their expansionary monetary policy and it seems this trend will continue in the short term, although there is uncertainty about asset purchases withdrawals in U.S. since they could generate increases in market volatility.

This latter factor had a significant effect on financial markets, because investors, anticipating a possible withdrawal of stimuli and increased interest rates began to reduce their demand for emerging countries, and dollar-denominated assets in the past month.

The context mentioned above, social and political crisis in Portugal, and banking crisis in Cyprus lead to increases on bonds of advanced economies interest rates, and U.S. dollar strengthened. These events also had an impact on currency markets of Bolivia's main trading partners, increasing pressures for their

currencies depreciation, which also affected the lower imported inflation for the country.

With regard to the domestic context, in the first quarter of 2013 the GDP recorded a growth rate of 6.5%. To April, Global Economic Activity Index (GEAI) registered a growth of 6.2%, surpassing the annual target of 5.5% in 2013.

This remarkable performance is explained by the positive contribution of all economic activities, highlighting the historical production levels achieved by the hydrocarbons sector. Higher volumes contributed to the excellent performance of the refining activity, which in turn resulted in the increased availability of products (motor gasoline and diesel).

Additionally, according to January 2013 Monetary Policy Report, those sectors that recorded a lower dynamic during 2012, specifically Mining and Transport, increased. Regarding the performance of Financial Services, its growth continued supporting economy through greater intermediation of loanable funds, in an environment of low levels of default and greater preference for local currency in financial transactions.

By the demand side, the contribution of private consumption to internal demand highlighted, while external demand became the main factor driving growth in the first quarter, due to the historical volumes of gas exports reached.

External accounts, in the first quarter of 2013, recorded a significant surplus in the balance of trade equivalent to 2.6% of GDP. This positive result, accompanied by increases in workers' remittances and foreign direct investment, explained the surplus in the balance of payments and, therefore, the increase in net international reserves.

In the financial system, credit to the private sector recorded the highest historical increase in absolute terms, deposits continued growing, albeit to a lesser extent, bolivianization of deposits and credits continued advancing, defaults remained low and the Capital Adequacy Ratio remained above what is required by the rules, reflecting the soundness of financial system.

In these external and internal scenarios, in the first half of the year, there were some inflationary pressures associated with relative price adjustments in services within Consumer Price Index (CPI), increases in food inflation, and inflation expectations.

In that sense, the Central Bank of Bolivia (CBB) gradually increased weekly supply of monetary regulation bonds and incorporated new instruments such as the issuance of Certificates of Deposit for the Comprehensive Pension System Funds, and the introduction of direct bonds "CBB-Anniversary", substantially reducing liquidity without generating strong upward pressures on interest rates.

The exchange rate remained stable in the first half of the year, which responded to the continuous reduction of external inflationary pressures and the purpose of anchoring expectations in a context of strong volatility of currencies by trading partners. Meanwhile, the real exchange rate remained consistent with the trend set by its fundamentals, showing no persistent misalignments.

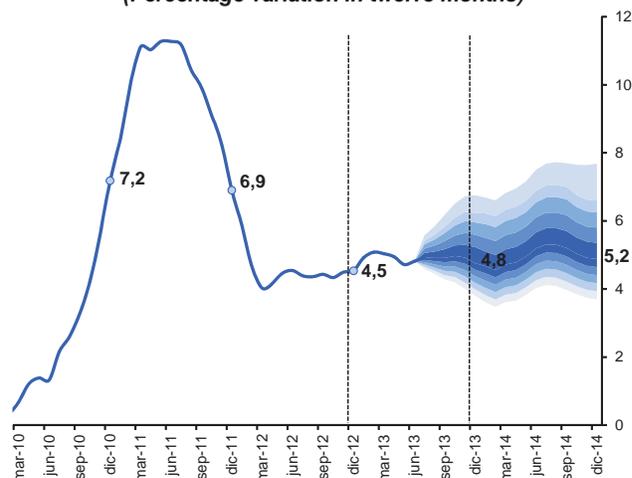
It is also important to note those measures implemented by the National Government, aimed to contributing to the control of inflation, highlighting those to support producers, direct marketing of food items, in addition to control and combat market speculation, among others.

To complement this, the CBB performed other actions that contributed to economic and social development, in compliance with the provisions of the State Constitution, highlighting the funding for National Public Strategic Enterprises and Bono Juana Azurduy, among others. In this sense, the Monetary Authority, without neglecting the control of inflation, has dabbled in stocks outside the orthodoxy of central banks to encourage more directly production and social protection.

To June 2013 annual inflation reached 4.8%, standing at the center of the range projected in the Monetary Policy Report of January 2013. Most of the accumulated variation of the CPI for the month of June (2.2%) was concentrated in the first quarter (1.6pp), largely by a spike in food prices that was mainly due to adverse climatic factors (e.g., flooding) that often occur with greater rigor in the beginning of the year. In the second quarter CPI service sectors gained greater importance as sources of inflationary pressures, highlighting rents and urban transportation tariffs in La Paz and Santa Cruz in particular, whose adjustment was made by municipal governments. On the other hand, inflation expectations showed a fluctuating behavior, characterized by small and gradual increments until the month of April and a correction in the last two months due to incentives for production and measures to promote the supply of markets by the National Government and monetary regulation by the BCB.

In terms of the expected results is ratified that the growth of economic activity to the end of 2013 will be around 5.5% and by 2014 about 5.6%. Regarding inflation, we keep the projection made on January that the rate at the end of 2013 will be around 4.8%. In 2014, in a context of greater domestic economic growth and external inflationary pressures, economic policy will be oriented to maintain the price stability, closing the year with a variation around 5.2%, similar to the current level.

**OBSERVED AND PROJECTED CPI INFLATION**  
(Percentage variation in twelve months)



SOURCE: CBB  
ELABORATION: CBB – Main Economic Policy Advisor Office  
NOTE: The graph includes confidence intervals around the central stage  
The lightest part of the graph is consistent with an interval of 90%

However, future inflation is not without risks that could lead to price changes following a different path than expected. Regarding internal risks to the upside, the most important would be linked to rising prices of some food items as a result of climatic factors (frost and drought), possible rises in inflation expectations due to new adjustments in relative prices of items with high impact on inflation and output gap slightly positive.

External risks to the upside could result from possible exchange rate parities corrections to the appreciation of currencies of major trading partners (higher imported inflation impacting the national economy) and a more dynamic, with respect to the forecasted, of relevant external GDP for Bolivia.

With respect to the internal factors that could affect lower inflation highlights the planned procurement

policies promoted by the Executive (which include both the producer support policies such as measures for direct marketing food items, and others). In the same direction, the factors of external origin would be linked to lower imported inflation, together with a reduction in liquidity from external sources due to expense in the current and financial account less favorable than anticipated.

It is important to note that in case of materializing any of the above factors, the National Government and the Monetary Authority (in the framework of their capabilities and coordination) will continue employing policy instruments available to achieve the objective of maintaining the stability of purchasing power of national currency, thus contributing to the achievement of greater economic and social development of the Bolivian economy.

# Ch'umthapiyat arunaka

Uraqpachana qullqituqita sartawixa k'achhata k'achhatakupuniwa, taqi ukaxa amuyatawa 3,1% jiltawina pä waranqa tunka kimsani marana, pasiri IPM satakisa ukatxa pusi décimas qhipawjankiwa.

Aksatuqitxa, Zona Euro uksana suyt'awi ukatxa ralentización ukanjama yaqha tuqita qullqi jiltawixa comercio internacional ukanjama utjayata, uksanxa China markawa nayraqatanki ukhamwa yatipayxi. Ukampisa, qullqituqita sartirinakaxa amuyatawa EE.UU. ukhamaraki Japón markanakana. Qhip qhipanxa, jichha pachana impulsos monetarios ukatxa fiscales ukanakanjamawa.

Maysatxa, materias primas ukanakana chanipaxa uñacht'ayawayiwa aynachtuqiru saraqawi, jach'a markanakana qullqituqi apnaqawi jiltawinaka jakthapiwi uñacht'ayasa ukhamaraki demandas en las emergentes satakisa ukanakana pachparu sayantawinkasina. Ukhamakipana, yanapt'awi utjkipana qullqi tuqita nayraru sartirinakaxa, presiones inflacionarias ukanakaxa wali jak'ata uñjatawa uksankawayapxi ukatjamwa nayraqataru sartawi amuyusa pä waranqa tunka kimsani mara tukuykama pachpankawayani.

Ukhamakipana, qullqi mayt'iri bancos centrales satakisa utnakaxa amtanakapxa pachpankawayapxiwa ukampisa suyatakirakiwa juk'a pachana pachpankañapatakisa, pächasiwisa utjarakiwa EE.UU. markana, niyakixaya aliri wakichawinakasa uksata mistxapxarakchisa, ukanakaxa mercadonakatxa aktjamata thulljtawinakwa sartayaspana.

Aka qhipa lurawixa wali askinwa mercados financieros internacionales ukanakanxa, niyakixaya qullqi irtirinakaxa nayrt'awayapxichisa

estímulos janira apsutañapataki ukarusa, ukatxa tasas de interés jilxattatapata, qalltawayapxiwa mayiwinaka pisiqtayaña may maya nayraqataru sartiri markanakana ukhamata mayiñataki dólares estadounidenses qullqi qhipa phaxsina.

Akhama lurawixa, Portugal markanxa política ukatxa social ukanakana jan walt'awinakampiwa chikachasi ukatxa qullqimpi irnaqiri Chipre markasa, tasas de interés ukaxa jilxattawayiwa bonos utjayasa nayraqataru sartiri markanakana ukhamaraki dólar estadounidense qullqiru ch'amañchasa. Ukakipkarakiwa akhama lurawinakaxa mercados cambiarios uksanakarusa puriwayaraki qullqimpi sartiri socios comerciales Bolivia markasansa, ukanjamxa jiwasa qullqisaruruwa yäqawayapxtana pisiqtayasa inflación ukaru.

Markasankasaxa, qullqituqita sartawixa 6,5% jiltawi PIB ukanjama uñacht'ayawayi nayriri kimsa phaxsina pä waranqa tunka kimsani marana ukhamaraki IGAE ukanjamasa 6,2% ukjasa utjawayaraki abril phaxsikama, ukampixa 5,5% marpachataki jiltawi amtaxa päwaranqa tunka kimsani maratakixa jilankawayiwa.

Akhama lurawixa qhanañchatanwa aski phuqhawinaka qullqituqita utjkipana, nayraqatankawayiwa jani uñjkaya Hidrocarburos ukanjama achuqawinaka. Jilpachaxa refinación ukatakiwa walja volúmenes ukanakaxa aptatäna, ukanjamarakiwa ch'umaqtirinakasa utjawayaraki (autonakataki gasolina ukatxa diesel).

Ukjaruxa, kawkiriramanakasapä waranqatunkapayani marana juk'aki yanapt'asiwayapxi ukanakaxa qhuya taypina utjirinaka ukatxa awtumpi sarnaqirinakanwa, aksankirinakaxa kunamatixa IPM enero pä waranqa

tunka kimsani marana wakichataki ukhamarjamawa askichataxarakina. Servicios financieros uksana jani irnaqawi utjatapatxa, jiltawipaxa yanapt'asiwaykakiwa qullqituqiru sartawiruxa fondos prestables ukanjama, uksanxa mora satakisa ukaxa juk'akiwa niyakixaya boliviano qullqisa alasiñataki aljañatakisa wali apnaqataxarakchisa.

Mayiwinaka utjataplaykuxa gas anqaxa markanakaru aljataxa askinkayawayiwa nayriri kimsa phaxsinxa qullqituqita sartawiruxa. Ukampisa, jiwastaypina mayiwinakaruxa consumo privado yanapt'awisa askikikarakinwa crecimiento global ukatakisa.

Pä waranqa tunka kimsani maranxa cuentas externas satakisa ukanakaxa askinkayawayiwa superávit balanza comercial ukaruxa, kikipawixa 2,6% ukjankayawayiwa PIB ukaruxa. Aka aski lurawixa anqaxa markanakana irnaqirinakan qullqi apayawinakampiwa chikachayata ukhamaraki Inversión Extranjera Directa ukanjama, Balanza de Pagos ukanjamawa superávit ukaxa utjawayi, ukatjamarakiwa Reservas Internacionales Netas ukanakasa jilxattawayaraki.

Sistema financiero uksanxa crédito al sector privado ukaxa jani jichhakama uñjkaya lurawinakwa ukankayawayi, depósitos ukanakaxa jiltayatakiskanwa, boliviano qullqi imañasa ukatxa mayt'asiñasa jiltaskakiwa, morosidad satakisa ukaxa aynachankawayiwa ukhamaraki Coeficiente de Adecuación Patrimonial ukasa saranakana mayiwinakapata sipansa alaytuqinkawayiwa, qhanañchasa aski qullqi apnaqawi sistema financiero nacional uksana.

Anqaxa markana lurawinakaparjama ukhamaraki jiwasa markana luratanakasarjama nayriri suxta phaxsina jichha maranxa presiones inflacionarias ukanakawa utjawayi, ukanakaxa mayachasiwayiwa IPC ukana chaninakaparjama servicios ukanjama, manq'añanakana inflación irxattawinakasa ukatxa inflación utjayaña uñtawinakasa jilxattawayiwa.

Ukhamakasinxa BCB ukaxa juk'ata juk'atwa sapa semananza títulos de regulación monetaria ukxa irxattawayi ukhamaraki machaqa yanapiri Certificados de Depósito ukanakarus a iyawsawayaraki khitinakati Sistema Integral de Pensiones apnaqapki ukanakatakisa ukhamata título directos "BCB-Aniversario" satakisa ukanakampi

qalltasa, ukanjamwa pisiqtawinakasa utjayataraki jani tasas de interés jilxattayasa.

Maysatxa, qullqina turkawipaxa pachpankawayiwa jan mayjt'ayasa nayriri suxta phaxsina, taqi ukanakaxa iyawsatawa presiones inflacionarias externas uka pisiqtawiru ukhamaraki aski amtanaka utjañapataki socios comerciales jani aynacht'apxañapataki. Maysatxa qullqina turkawipaxa kuna amtanakati utjki ukarjamawa uñtawinarakina.

Wakisirakiwa Órgano Ejecutivo uksana lurawinakapa qhanañchaña, uksankirinakaxa yanapt'asiwayapxarakiwa inflación ukaxa kunamasa uñjataspana ukanakatsa, uksana amtanakaxa achuyirinakaru yanapt'aña kunkimpiwa, achuyirinakata chiqaki alirinakaru aljañataki, ukatxa kawkhanti achunakaxa aljataki uksana uñjañataki ukatxa manq'añanaka jani imantawi utjañapataki sartasiwiruxa, yaqhanakampi kuna.

Taqi kunatixa yatiyataki ukaruxa, BCB ukaxa yaqha lurawinakwa utjayawayi, ukanakaxa yanapt'awayarakiwa qullqituqiru sartawiru ukhamaraki social ukarusa Constitución Política del Estado kamachi phuqhayasa, uksanxa jilankawayiwa Empresas Públicas Nacionales Estratégicas ukhamaraki Bono Juana Azurduy ukatxa yaqha lurawinakasa. Ukhamakasinxa, qullqituqita jiliri p'iqiñchirixa, jani inflación amuyu armt'kasaxa, sartawayiwa aski lurawinaka qullqi mayt'iri utanakataki ukhamata, achuyawinaraku yanapt'añataki ukatxa protección social ukarusa.

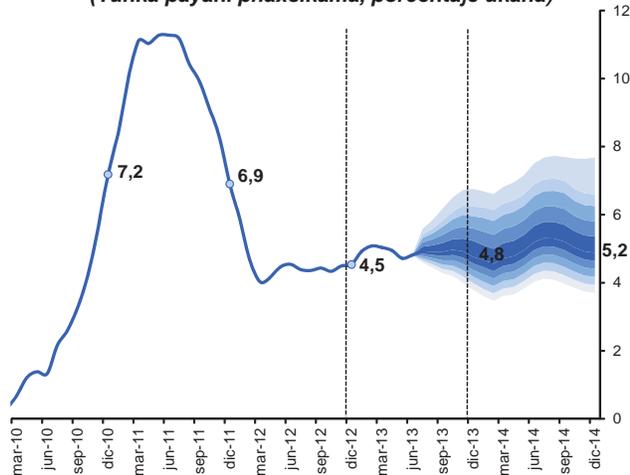
Taqpacha lurawinakampixa junio phaxsikamaxa pä waranqa tunka kimsani maranxa inflación ukaxa tunka payani phaxsinxa puriwayiwa 4,8% ukjaru, kikipayasa tasa meta yatiyawimpi mara tukuya jist'antañataki. Ukhamakasinxa inflación uñjawixa: chaninakaxa IPC ukana utjiri servicios ukanjamawa uñjatana; manq'añanakana chaninakapa irxattawi, jilpachasa uraqina achuyatanakaru; inflación uñtawinaka. Qhanañchañawa wakisi suxta phaxsinxa inflación ukaxa jiltawayiwa kunamatixa IPM ukana enero pä waranqa tunka kimsani marana amuyu ukanjama uñtatakana ukarjama.

Jalaqtanaka suyawiruxa iyawsatawa, qullqituqi sartawixa pä waranqa tunka kimsani mara tukuyaruxa niyapuniwa 5,5% ukjankawayani, pä waranqa tunka pusini maratakixa 5,6% ukjankarakchispaya, rango

ukaxa 5,2% ukatxa 6,4% ukjanaraki. Inflación ukata parkasaxa nayraqataru uñtawi amuyuxa enero phaxsinjamaspawa pä waranqa tunka kimsani maranxa tasa ukaxa 4,8% ukjaruwa puriwayaspana, ukampisa rango ukaxa niyapuniwa (4,1% ukatxa 5,5%) ukjankawayarakchispasa. Pä waranqa tunka pusini maranxa chaninakaxa mayjt'awayaspawa, niyapunirakiwa 5,2% ukjankawayaspa, intervalo ukaxa 3,2% ukhamaraki 7,2% ukjankawararakispasa.

**INFLACIÓN UKAXA UÑCH'UKITA UKATXA NAYRAQATA  
AMTAMPI AMUYATAWA**

(Tunka payani phaxsikama, porcentaje ukana)



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, akat jutiri pacharuxa inflación ukanjamaxa mayjt'awinakaxa inasa utjakipunchispana chaninakana, jani suyatarjamaspawa. Markasa taypina irxattawinakaxa utjaspawa mä qawqha manq'añanakana, taqi ukanakaxa pachana jan walt'awinakana utjataplaykuspawa (juyphi,

wañantawi), niyapuniwa ukanakaspasa inflación utjañapatakixa ukhamata machaqa chaninaka utjañapatakisa.

Yaqha tuqita jutiti chininakarumayjt'ayawixa utjaspawa paridades cambiarias ukanjamawa askichawinakaxa kawkirinakatixa socios comerciales satakisa uksankirinakampi utjayataspana (mayampi inflación ukaxa markasana qullqituqiru mayjt'ayaspana) ukatxa askinkaña, ukasa PIB externo ukasa markasana askirakichispa.

Factores internos satakisa ukaxa utjayaspawa wali pisi inflación, ukhamañatakixa manq'añanaka askiñapa amtanakaxa Órgano Ejecutivo uksankirinakatwa nayrankayata (achuyirinakarum amtanakampi yanapt'asa, achuyirinakaxa chiqaki alasirinakarum aljapxañapataki, qhathunakarum unjatañapataki ukhamaraki manq'añanaka imantirinakataki unxtasiwinaka utjayasa, yaqhanakampi kuna). Uka pachpa uñtawimpixa, yaqha tuqita jutiri amuyunakaxa chikachasispawa juk'a inflación importada ukampi, ukaxa utjaspawa liquidez de origen externo ukampi, niyakixaya cuenta corriente ukatxa financiera ukanakasa jani iyawsatakchispataki amtanaka utjataparusa.

Qhanañchañaxa askiwa kawkiri amtasa phuqhasispana ukjasa, Gobierno Nacional ukatxa Autoridad Monetaria ukanakaxa (lurawinakaparjama ukatxa aski amuykipawinakaparjamasataki) utjayaspawa política ukaru aski lurawinakampi phuqhayasa ukhamata jiwasa qullqisa ukjankayasa amtampi phuqhañataki; ukhamata yanapt'asina nayraqataru qullqituqi sartawirusa economía boliviana uksana, ukatxa social ukarusa.

# Tuymichi wanllapa

Tukuy jallp'api qullqi apaykachanaqa, pisi kallpallawan kutiririshaña, kayta qhawakun imajtinchus kay 2013 watapi producto mundialqa 3,1% porcentokamalla chayan, qayna watamanta IPM nisqamantapis tawa decimaswan uraynijpi kashan.

Kaymanta parlaspaqa, Zona Euro chiqampi recesión nisqa kunankama aysakuspa mana tukukunchu, jinallataj wakin suyukuna kay economías emergentes nisqawanqa comercio internacional jatuchaj qhatuipi sumajta wiñarinku, chay suyukunamantaqa China allinta atiparishan. Mana chayllachu, kay economías avanzadas nisqawan Estados Unidos jinataj Japón suyukuna ñawpajpi sumajta wiñarishanku. Ajinata wiñarinkupajqa impulsos monetarios chantapis fiscales nisqakunata puririchinku.

Jinallataj materias primas nisqamanta precioqa uraykun, imaraykuchus kay economías avanzadaswan suyukunapiqa sapa kuti productosmanta inventariosta uqharij churakunku, chantapis kay economías emergenteswan suyukunapi demanda mana wiñanchu chayllapi qhipakun. Ajinamanta kay economías avanzadaswan suyukunapiqa estímulos monetarios nisqata puririchispapis, presiones inflacionarias nisqa chayllapi jap'ikun mana wicharinchu, kay wata 2013 tukukunankama chayllapi qhipakunqa nishanku.

Kayta qhawaspas, bancos centrales qullqi wasikunaqa políticas monetariasninta jatunyarichinku, chanta suyashanku corto plazopi chayllapi jap'ikunanta mana urmaspa, chantapis yachakun Estados Unidos suyupi compra de activos, manaña rantikunqañachu uqharikapunqa nishanku, jina kaspaqa mercados qhatukunapi tukuy imachá wichariyta qallariman.

Kayqa jatuchaj mercados financieros internacionales

qhatukama chayan, imaraykuchus inversionistas qullqi churajkunaqa ninku, tasas de interés wicharinqa chantapis estímulos yanapaykunata uqharikapunqanku nispa, chayrayku países emergentes nisqamanta activos nisqataqa pisillataña rantiyta qallarinku, astawampis kay qhipan killata dólares estadounidenses qullqillapiña activos nisqata rantikunku.

Jaqay chiqampitaj Portugal suyupi crisis socialta chantapis politicata qhawaspas khuska sector bancarioman Chipre suyupi, bonosmanta tasas de interés kay países avanzados suyukunapi wicharin kaytaj dólar estadounidense qullqiman sumajta kallpachamun. Tukuy kaykunaqa Bolivia suyumanta principales socios comerciales qhatukama chayan, chay jucharayku kay suyukunamanta qullqinkuqa valornimpi uraykun, chayrayku suyunchisman inflacionqa pisillataña chayawanchis.

Kay contexto interno nisqamanta parlaspaqa, suyunchispi qullqi apaykachana wiñarín, kay 2013 watapi ñawpa kinsa killata PIB 6,5% porcentokama chayaspa, abril killakamataj IGAE 6,2% porcentokama chayan, 2013 watapaj crecimiento anual 5,5% chayanan karqa, kunankamaqa kayta atipakunñá.

Kayjinata wiñarínajqa tukuy actividades económicas llank'aykuna yanapanku, astawampis sector hidrocarburos chiqan ni jayk'aj wataspi jina kunanqa sumajta poqurishan. Kuraj, kay volúmenes poquriymanta refinación nisqapaj rishan, chayrayku kaymanta llojsirishan productos derivados (gasolina automotor chantapis diesel nisqa).

Ajinamanta, 2012 watapi Minería chantapis Transporte llank'ayninwan, mana wiñarirqankuchu chanta kay 2013 watapi enero killakama, maychus

IPM qhawasqanman jina allinchakunkuña. Servicios financieros chiqanmanta willaspaqa nisunman, economía qullqi apaykachanata yanapaspa sumajta wiñarishan imaraykuchus fondos prestables kuraj yaykumushan, chantapis kay niveles de mora nisqawan manaña qhipakushankuñachu allinta pagashanku, llajtamasikunapis tukuy transacciones financieras nisqata moneda nacional bolivianosllapiña ruwanku.

Kay demanda chiqanmanta pacha qhawaspa nisunman, ñawpa kinsa killata wiñanapajqa, demanda externa exportaciones de gaswan yanapan, imaraykuchus ni jayk'aj wataspi jina sumajta jawa suyukunaman ranqhakun. Mana kayllachu yanapan, manaqa demanda interna nisqapis ashkhata wiñan.

Kikillantataj kay cuentas externas yanapallantaj, kunan 2013 watapi ñawpa kinsa killata qhawakun, balanza comercial wicharin, kayqa tukuy PIB nisqamanta 2,6 % ruwakun. Kayjina allin willayman chayanapajqa, nisunman jawa suyukunapi llank'ajkuna remesasninta astawan ashkhata apachimushanku chantapis Inversión Extranjera Directa qullqi churajkunaqa wiñarishan, chayrayku kayjina superávit nisqata qhawakushan, Balanza de Pagos ukhupi, kaykunataj Reservas Internacionales Netas nisqata wiñarichishan.

Jinallataj sector financiero nisqaqa, kay sector privado chiqanman ashkha qullqita mañarin, ni jayk'aj watapipis jinata mañarqachu, qullqi waqaychanaqa kay depósitos ukhupi wiñallashampuni, pisi pero wiñashan, qullqi waqaychana, qullqi mañanaqa bolivianos qullqillapi ruwakushan, morosidad nisqapis pisilla mana wicharinchu, kay Coeficiente de Adecuación Patrimonial nisqaqa maychus normativa nisqanman jina jap'ikun, chayrayku tukuy suyunchispi sistema financiero nisqaqa sinch'i kallpawan sayarishan.

Ari, suyunchista jawamanta, ukhumanta qhawaspaqa, ñawpa sujta killata presiones inflacionarias pisillata qhawakun, maychus IPC ukhumanta servicios churakusqanman jina imaraykuchus wakin mikhunapi preciosqa wicharin, wakinkunapitaj mana wicharinchu.

Chayrayku, BCB qullqi wasiqa sapa semana chhikaman chhika yapan kay oferta de Títulos de Regulación Monetaria nisqata, jinallataj apaykun kay musuj ruwaykunata pikunachus chay Fondos

del Sistema Integral de Pensiones qotuchayta apaykachanku paykunapaj churapun kay Certificados de Depósitos nisqata chantapis wakichin títulos directos nisqata "BCB-Aniversario" sutiwan, kayjina yanapaykunata churaspa liquidez nisqaqa uraykun, tasas de interés nisqapis mana anchata wicharinchu.

Ajinamanta tipo de cambio, ñawpa sujta killataqa suyunchispi mana kuyurinchu chayllapi qhipakuspa, kaytaj presiones inflacionarias externas jawaman astawampis uraykuchin, chayrayku socios comerciales jawa suyusmanta qullqinkuqa mana walijchu anchata wicharisha chantapis pisillata uraykuspa. Chanta kay tipo de cambio real nisqamanta parlaspaqa, maychus fundamentos kasqanman jina jap'ikun.

Chantapis, kay medidasta rijsichina, maytachus Órgano Ejecutivo yanapanampaj puririchin, inflación mana kanampaj kayjina políticas nisqata puririchishan, productoresman yanapaspa, poquchisqankuta qhatukunapi chiqanta ranqhamunankupaj, jinallataj mercados qhatukunapi qhawamushanku especulación mana kanampaj.

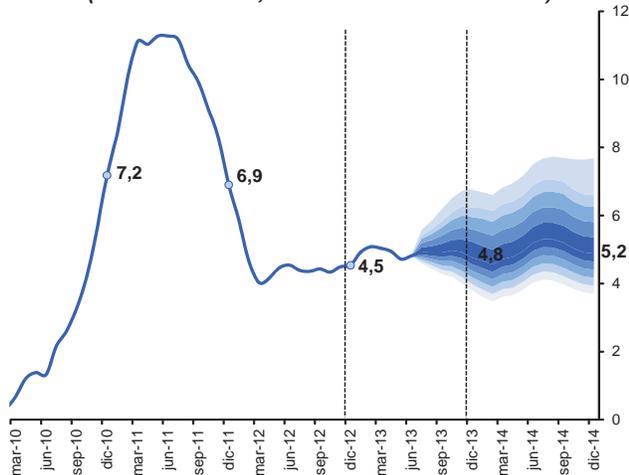
Kay jina yanapaykunawan khuska, BCB ukhumanta pacha, waj llank'aykunata ruwallantaj, kaykunapis suyunchismanta desarrollo económico jinataj social nisqata yanapamullantaj, maychus Constitución Política del Estado kamachisqanman jina, kay llank'aykunawanqa Empresas Públicas Nacionales Estratégicas tantaykunata chantapis Bono Juana Azurduyta yanapayku. Ari Autoridad Monetaria jina kaspá yanapayku, llank'ayku, inflación mana kanampaj, producción wiñanampaj, llajtamasikuna allí qhawasqa kanankupaj, mana mayqin bancos centralespis ñoqayku jina llank'ankuchu.

Tukuy kaywanqa, kay 2013 watapi junio killakama inflacionqa 4,8% porcentokamalla chayan, tasa meta nisqaman kikinhaspa. Chayrayku, inflación imaynachus karqa: mayqin rubrokunapichus precios mana wicharinancho nitaj uraykunanchu karqa, kaytaqa IPC, servicios nisqapi rijsichirqa; kay origen agropecuario nisqamanta mikhunas wicharirqa; inflacionta ajinata qhawakurqa. Ñawpa sujta killata inflacionqa puririn maychus IPM, enero killapi kay 2013 watapi qhawakusqanman jina.

Kunan suyakushan, kay actividad económica 2013 wata tukukunankama 5,5% porcentokama chayananta, 2014 watapajtaj 5,6% porcentokama,

kayqa 5,2% porcentomanta 6,4% porcentokama wicharinqa. Inflación nisqamanta parlaspaga, enero killapi qhawakurqaña kay tasa sutiyuj, 2013 wata tukukunankama 4,8% porcentokamalla chayanqa, kayqa riy atinman (4,1% porcentomanta 5,5% porcentokama). Chanta 2014 watapi kay variación de precios nisqaqa 5,2% porcentollapi qhipakunqa, kayqa riy atinman 3,2% porcentomanta 7,2% porcentokama.

**QHAWANA MAYKAMACHUS WICHARISAN (PORCENTAJEPI, UJJINA KANQA 12 KILLAPI)**



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%.

Chantapis kay inflación sutiyuj, wicharinman manaqa uraykunman, ajina kajintqa kay variación de precios nisqaqa mana suyakusqanman jina chayanqachu. Kay suyunchis ukhupi riesgos internos qhawakujtin, wakin mikhunasmanta precios chhaniqa wicharinqa, imaraykuchus tarpuykunaman qhasay pacha manaqa ch'aquiy pacha chayanqa, kay jucharayku watijmanta

musuj reajustes nisqata preciosmanta ruwakunqa, pisilla manaqa anchata wicharinampaj.

Kay riesgos externos nisqamanta parlaspaga, tukuy imapis wichariy atinman correccionesta kay paridades cambiarias nisqaman ruwaspa, principales socios comercialesmanta qullqinkuta rantikuyta munajtinchis, (kaytaj suyunchismanta economía nacional qullqi apaykachanata wicharichiyta atinman) chayrayku Bolivia suyupaj PIB externo nisqaqa, mana walijchu kanman.

Jinallataj kay factores internos nisqamanta parlaspaga, mana ni imapis wicharinqachu, pisilla inflación nisqata qhawakunqa imaraykuchus chay políticas de abastecimiento sutiyujta Órgano Ejecutivo puririchishanña (kaykunaqa kan políticas de apoyo a los productores, yanapashan poqchisqankuta mercado qhatukunapi chiqanta ranqhamunankupaj, mercados qhatukunapi qhawamuspa, manaña especulación kanampaj). Kikillantataj kay factores de origen externo qhawakushan, chay inflación importada pisillaña chayamunampaj, chaypajqa liquidez de origen externo uraykuchikushan, jawa suyusmanta qullqi mana yaykunampaj.

Sumajta yachanapaj, mayqillampis kay factoresmanta junt'akunman chayqa, Gobierno Nacional khuska Autoridad Monetaria kamachijwan (maykamachus kamachiyninku kasqanman jina) makinkupi kay instrumentos de política nisqata apaykachanqanku, kaywan junt'achinqanku, poder adquisitivo qullqinchismanta mana wicharinampaj, manaqa chayllapi qhipakunampaj; ajinamanta economía boliviana qullqi apaykachanaqa llantanchispaj, llajtamasininchispajis jatunmanta wiñarinqa.

# Namomichi Nemongeta

Mbararaviki económica opaete tetarupi oechauka ñemboavireta ojo oiko mbeguepe, kuae oechauka kerai okuakua ojo producto mundial 3,1% arasa 2013pe, irundi decima ivikoti rupi oñemae rambueve tenondegua IPM re.

Kuaere, promulgación de la recesión jee vae Zona Euro jare ralentización regua okuakua ojo oiko korepoti amogue têtaguasu rupi, maemee regua, tenonde oivae jaeko China, omaesâka kuaeregua, kerâiko oasa ou oiko vae. Korepoti okuakua ojo oiko ipitepe vae Jaeko EEUU jare Japón pe. Último casope, ñameetako yasoropai tenonde guiraja vae monetarios jare fiscales jaeramo oñemomirata ojo ói.

Irü rupi, mbae, mbae jepi reta vae, oñeño jepi materias prima jee vae, oechaukavi kerei mbae mbae reta ogueyi ojo vae producto okuakua ôi vae inventario korepoti regua jare estancamiento demandaregua emergentes pe. Jaerambue, yepetei oime ñemboavai reta estimulos monetarios regua korepoti okuakua ojo, presiones inflacionarias jokopeño opita vaerâ.kuae jeko pegua, yepetêi korepotiregua omae kavi jese aguiye vaerâ oasaete oyeipi korepoti jepi jokorâi ojo vaerâ omboapi arasa 2013 iyapipe.

Jokuaeramo, korepoti iñovatua reta omaekavi guireko jese reta yeroviareve políticas monetarias jare oñearo jokorai ñomai oiko mbaera oï mbovi ara peguaño, yepetei oime incertidumbre jee vae. Oimereve yembopa oyegua mbae, mbae EEUUpa ipiere vaerâ okuakua opaete maeme regua opaete mercados rupi.

Kuae maembovai ipitepe. Oime ikavigue korepotimeepe, opaetevae rupi, echako, korepoti oiporaukavae reta, omotenonde ñoguinoi ombokuakua, ikorepoti jepi, jokorâi omomichi korepotiregua opaete mbae, mbae reta iru têtaguasu

rupi jare oñemae vaerâ korepoti dólares Estados Unidos peguare, kuae yasi iyapipe.

Jaeramo, maemboavai tuichavae ôi Portugalpe, têtaipe, jare sector bancario Chipre pegua, guiraja korepoti iñovatúa omboyeupi aniramo omoiru korepoti jepi omboepi rambueve têtaguasu reta oikokatuva, jekuaeavei okuakua ojo oiko vaerâ korepoti dólares Estados Unidos pegua Jaeramiñovi, kuae tekoavi oasa kianunga reta omombaraviki kuae korepoti, tetaguasu Boriviape jokorâi mbaepiere guinoi vaerâ korepotiñore, aguiye vaerâ okuakua jêtaguasupe.

Mbaraviki korepotiregua contexto interno pegua, mbaraviki económica oyecha okuakua arasapeguavae PIB 6,5% pe, tenondegua mboapipa yasi arasa 2013 regua jare IGAE 6,2% pe, yasi abril pe, oyeupiti reve okuakua arasape jaeko 5,5% arasa 2013 peguarâ.

Kuae jaeko ikavivae, opaete mabaraviti, koreporitegua ikavi rupi oyeaporamo, jaeko mbaraviki korepoti regua, ikavi oê jare oyeparavikiramo. Ikavi oê vaerâ. Jaeko jeta rupi oñerenoe sector Hidrocarburos. Jare mabaraviki oyeapo kavi ipuere vaerâ opaño mbaembae.guiraja oyeapo jokorâi oyeporu vaerâ (gasolina automotor jare diesel).

Ereingatü, opaete sectores reta yoguireko arasa 2012pe oime amogue maemboavia omaeñoa okuakua kavi korepoti, jaeko minero reta jare takarâra iya reta, oñemoi IPM yasipi 2013 reguare. Iruye vae jaeko servicios financieros, kuae jekuae oporombori Korepoti ikaviavei oyereraja tenonde vaera , jaeko oñemee yembori oyeporouka, mbovi jepireño jare korepotiaño oñemombaraviki korepotirenda reta rupi.

Erei ñemoatagätu oime demanda regua vae, volúmenes históricos exportación gas regua mbae omboguapi demanda externa netacomo, tenonde

guiraja okua kua vaera jaeko òi primer trimestrepe. Ìru ñemongeta jaevi ipiturega, echa kuae omborivi okuakua vaerâ meteramiño jokorâi oyeporu vaerâ.

Oyecha korepoti oîvaere kuae mboapi yasi 2013 regua añave arasareguare kerâi kavi etevae oivaere, jaeko 2,6% PIB gui. Kuae ikavi òevae, omoiruvi oparaviki retavae ikorepoti jare ikatu kotigui korepoti omaee retavaepe, jokorai omoesâka korepotire oñangarekovaee oñemboepi vaeregua, jokorâiñovi mbovi, jembire oîvae opaete rupi Reservas Internacionales Netas.

Sistema financierope, Korepotiregua, ìru mbaraviti oyapoteevae reta, oyecha kerâi oyeupi, yepetêi mbegue, korepoti Boriviaiguape oyeporouka jare oñemboepi, jesevae okuakua ojo oiko, kuae jekuaeavei tenonde ojo Adecuación Patrimonial jekuae opita iarambue mborokuai jeivaere, jokorâiñovi jupi kavi oyeapo opaete mbaraviki korepotiregua.

Kuae contextos, Japipepe jare ikatu koti, kuae tenondegua ova yasi, kuae arasa, oyekua maemboavia reta mbaembae reta jepi oyembori reve jepi mbaraviki IPC gui oyeipi vaerâ tembiu reta jepi, jokorâi opa mbae jepi oyeipi vaerâ.

Jokuae jekopegua, BCB omboyeupi mbeguembeguepe ñerokuavee kuarasitiñavo oñemoikavi vaerâ korepoti ani omoiru tembiporupiau reta omeee vaerâ tupapire, oñangareko kaviavei vaerâ Opaetevaere, jokorâi oñemeevoi jova pegua "BCB-iara", jokorâi Oñembogueyi mbovipe korepoti oyeporukavae regua.

Jokuaeramo, korepotipoepi jendapeño oiko, kuae meteia ova yasi rupi, jokorâi oñembogueyiavei oiko vaerâ, mbaembae yepi reta ikatu kotigua, oyeupiti vaerâ arieteteguevae korepoti jepi opaete maemee reta rupi. Ìru rupi jaeko korepotipoepi añetetevae oiko jedapeño jupi ruupi kavi oiraa rupi kavi jepia mbae reve ikotia rupi.

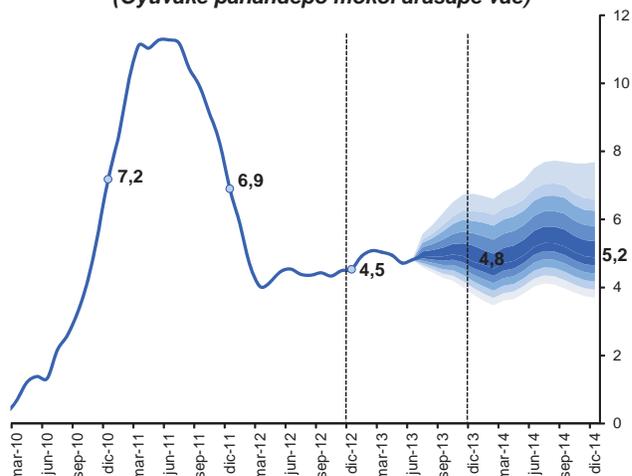
Jaeramiñovi oyechauka ikavi oyeapovaere, Órgano Ejecutivo omae jese aguiye vaerâ oyeipi mbaembae reta jepi, jare oeka kerâi ombori vaerâ omaetivae reta, omaemeevae reta jare opaetei tembiu retare, jarevi, omaereve omaemee mbaeretape, guiramomoiño mbae jepi omboyeipivae retare jare ìru mbaembae retareye.

Oyemboyoapi vaerâ, BCB. Oyapovi ìru mbaravi reta okuakua vaerâ korepoti jare têtaipe oyeapo vaerâ Mborokuaiguasu jei rami, Oyeporuka vaerâ korepoti mbaraviki iya tuichague retape, oeka mbaera korepoti Juana Azurduy, ìru retaye. Jokuae jeko pegua Mburuvicha reta korepoti iñangarekoa omaeñoa oyeupi, omaekavi jupi rupi, korepoti ñovatua oporemokirêi reve kavi omeee mbaraviki oyapovae, jare têtaipe reta oyeeko kaviavei oiko vaerâ.

Opaete kuae reta ndive, yasi araroi, arasa 2013, mbaejepi yeupi, ojo ovâe 4,8% pañandepo mokoi yasipe, omboyoakereve ñamae rambueve kuae arasa iyapire oyepititavaere. Jokuae jekopegua, mbaejepi yeupi onemoesâka. Mboapi mbae reta rupi: ñamaekavi mbae reta jepire oyovake kavi rupi, mbaraviki IPC oyapovae regua; ñemoiru mbaejepi yeupi tembiu reta regua, jaeko ivigui oêvae reta regua; ñemongeta mbaejepi yeupi regua. jepirevi yae, opaete kuae ova yasi, teko reta mbaejepiyeupi, oipoepl kavi mbae oyeapotavae IPMPe, yasipi arasa 2013 pe.

Opaete oêvae reta oñeraârovae jei, jeiete ombokuakua mbaraviki korepotiregua oñemboapi vaerâ arasa 2013, òitako kuae 5,5% oê rupi jare jokorâi arasa 2014pe ojo vaerâ ovâe 5,6% oiko vaerâ 5,2% jare 6,4% rupi. Mbaejepiyeupire jekuaeñoa oî yasipigui arasa 2013 iyapipe, oñemoi reve 4,8% erêi oita 4,1% jare 5,5% rupi. Erêikatu 2014 arasape, oimeta mbaembae reta jepi oyoaviavi jare oñemoita 5,2%, ipierevi ojo ovâe 3,2% ani 7,2% pe.

**INFLACIÓN OYEAUCHAUKA VAE**  
(Oyuvake pañandepo mokoi arasape vae)



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%.

Erêikatu, mbaejepiyeupi mbaetiko oî jaemai jokopeño, ipiereko kutikatu rupi mbae oasa jokuae iyivite rupi jare jokorâi, mbae jepi oyoviavi ojo oiko. Mbae jepi oyeupita rambueve ipiereko oyeipi opaete mbae yauvae regua iroi, ama okia jekopegua, kua reta jaenunga omboyeupitaka jepi, jokorâi opata mbae reta jepi oîye.

Maemboavai japipegua ipiere oyekuaye oñemoikavi guire, mbaembae jepi yuaviavigu onemaereve opaño mbae oñemeevaere, jokorâi ipiere oyeupi raivoi mbaejepiyeupi opaetevaepe PIB jeivegui, jaeko metei maemboavai japipekotigui outa Borivia peguarâ.

Maemboavai ikatukotigua peguarâ ipiere ogueyi mbaejepiyeupi onemae jesevaere mae guinoi mburuvichaguasu retavae jaeko, ngaraa mbae oata, echaâ oime yembori oñeme mbaetiregua retape.

Omeeekavi vaerâ simbivoi opaete mbae yauvae reta, jokorâiñovi oñemaekavita maemaerenda reta rupi jokorainovi îru maemboavai retar. Jaeraminovi amogue maemboavai oê japipe peguare, oyepiitavi oî mbaeyepiyeupire, kuae oasata mbaembae reta jepi oyeupi jekopegua jare ikavinungataâ korepotire oyamgarekoa jeivae rami.

Jaekaviko opaete maemboaireta oyecha ouvae omae kavi jese mburuvichaguasu ivate pegua jare Mburuvicha korepotire oñangarekove, mbaepiere guinoivae ndive, oeka pâve, omae pâve jare oeka îru tembiporu reta, jokorâi mbaepiti jeia rupi kavi vaerâ, guinoi vaerâvi mbaepiere korepoti ikatukotiguare; jokorâi yave oyeapo kavita mbae ikaviguevae jekuaeño okuakua ojo oiko korepotiregua jare têtâ ipo reta ikorepoti opaete boriviaigua reta peguarâ.



# I. Entorno internacional

La actividad económica mundial continúa con una moderada recuperación, aunque a un ritmo menor al previsto en el IPM de enero de 2013. Entre las economías avanzadas, se destacó el ligero repunte del crecimiento de EE.UU. y Japón. En el último caso, gracias a los impulsos monetarios y fiscales recientemente implementados.

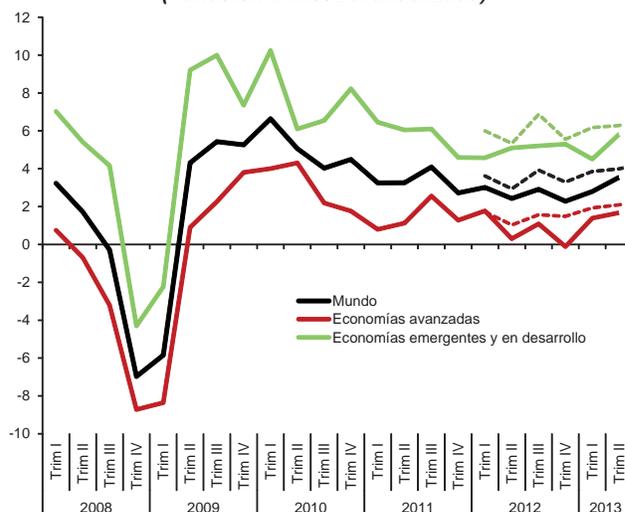
Por su parte, las presiones inflacionarias permanecieron controladas y se proyecta que se mantendrán hasta finales de 2013 en los niveles observados, dado el comportamiento descendente de los precios de las materias primas, entre otros factores. Ante este panorama, los bancos centrales mantuvieron la orientación expansiva de sus políticas monetarias y se espera que se mantengan en el corto plazo, aunque existe incertidumbre sobre los retiros del programa de compras de activos en EE.UU.

Asimismo, estas expectativas contribuyeron al incremento en la volatilidad de los mercados financieros, que junto a las crisis económica y social en varios países de la Zona Euro, llevaron a un fortalecimiento del dólar estadounidense, con el consiguiente efecto en los mercados cambiarios de los principales socios comerciales de Bolivia, lo que también incidió en la menor inflación importada para el País.

## I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

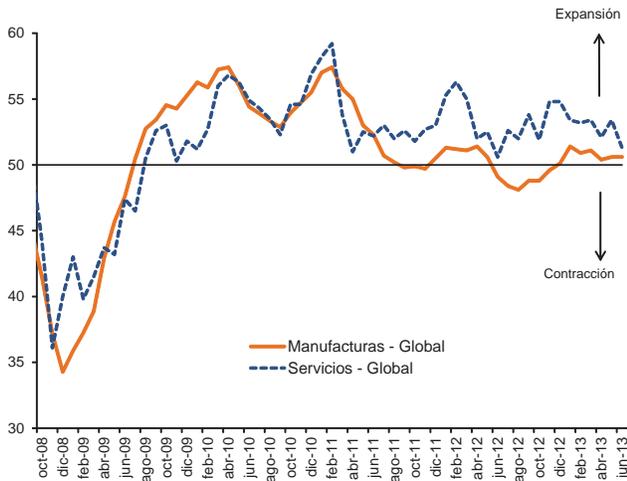
En el primer semestre de 2013, la actividad económica mundial dio señales de un comportamiento moderado, aunque a un ritmo menor al previsto en el IPM de enero de 2013 (Gráfico I.1). No obstante, destacó el ligero repunte del crecimiento de las economías avanzadas, el cual se sustentó en el comportamiento de EE.UU. y Japón, además de una caída relativa de las tensiones

**GRÁFICO I.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL**  
(Variación trimestral anualizada)



FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (julio de 2013)  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Las líneas punteadas corresponden a las proyecciones de julio de 2012

**GRÁFICO I.2: ÍNDICES PMI GLOBALES DE MANUFACTURA Y SERVICIOS**

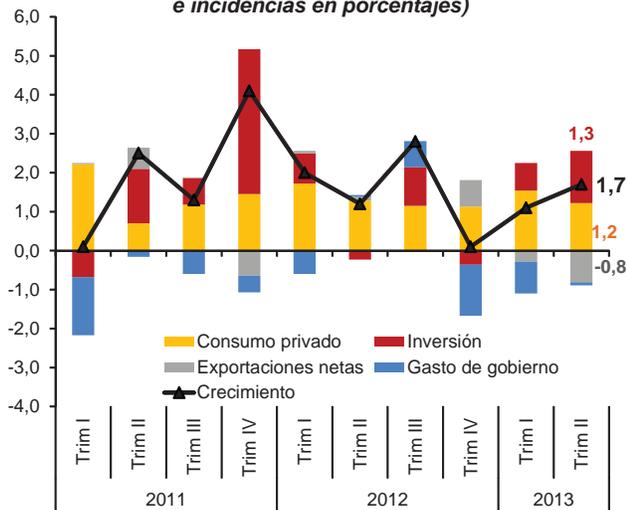


FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: El nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

financieras en los mercados internacionales. Por su parte, las economías emergentes y en desarrollo tuvieron un desempeño sólido, pero menor a lo anticipado, destacándose los casos de China e India en Asia y, Perú y Chile en América Latina. De esta manera, las expectativas de crecimiento mundial si bien son positivas para 2013 (3,1%, según la última proyección del FMI), son menores a las esperadas previamente.

A nivel sectorial, los indicadores globales de actividad del sector manufacturero (basado en las encuestas realizadas a los gerentes de compras, PMI por sus iniciales en inglés) tuvieron un desempeño positivo a diferencia del semestre anterior (Gráfico I.2), producto de las mejores previsiones para el consumo, el empleo y la inversión, tanto en EE.UU. como en Japón.

**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

En relación a la economía estadounidense, pese a los incrementos selectivos de impuestos desde inicios de año y a los ajustes fiscales automáticos aplicados por el denominado “secuestro del gasto” desde marzo de 2013, el crecimiento del producto expuso un repunte moderado de 1,7% en el segundo trimestre de 2013, luego de registrarse un crecimiento de 1,1% en el primer trimestre.<sup>1</sup> Este comportamiento fue impulsado por la fortaleza de la demanda interna, especialmente de la inversión y el consumo privado, cuyos aportes al crecimiento (1,3% y 1,2%, respectivamente) contrarrestaron las contribuciones negativas de las exportaciones netas y del gasto de gobierno (-0,1% y -0,8%; Gráfico I.3).

Un componente importante de la inversión fue la dirigida hacia el sector residencial, la cual continuó mejorando en un contexto de alza de los precios de las viviendas, contribuyendo a la recuperación del sector, que desde 2003 estuvo experimentando los efectos de la crisis inmobiliaria *subprime*.

Con relación al consumo privado estadounidense, su desempeño se explicó en gran parte por los resultados positivos del mercado laboral. Las nóminas de empleo (excluyendo al sector agrícola) se incrementaron en 1,2 millones de nuevos puestos de trabajo en el período de análisis, resultado

<sup>1</sup> La economía estadounidense creció 2,8% en 2012.

superior en 12% al semestre precedente y altamente concentrado en el sector privado. En este sentido, la tasa de desempleo cayó hasta 7,6% a junio, 0,2 puntos porcentuales (pp) menos respecto a diciembre de 2012 (Gráfico I.4).

Por su parte, el dinamismo del sector industrial, que tuvo un repunte en los primeros meses del año, se ralentizó en el segundo trimestre hasta alcanzar un crecimiento interanual de 2,0% en junio, nivel inferior al 3,1% registrado en marzo (Gráfico I.5). Asimismo, la continuidad de la consolidación fiscal y las reducciones automáticas del gasto podrían debilitar aún más la recuperación de éste y otros sectores de la economía.

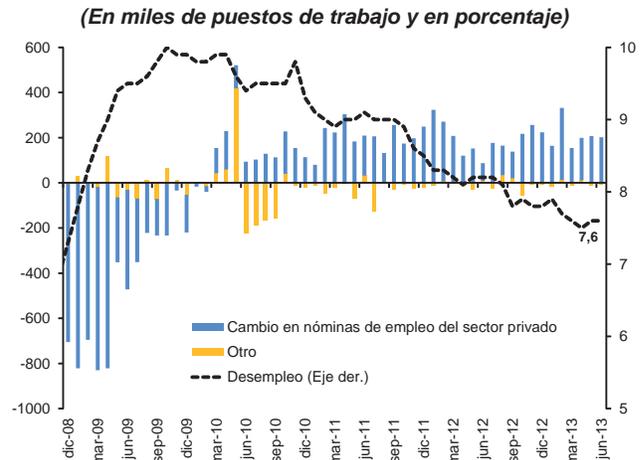
Respecto a la situación fiscal estadounidense, luego de la aprobación por parte del Congreso de un paquete de medidas que evitaron el denominado "abismo fiscal" (*fiscal cliff*),<sup>2</sup> a inicios de febrero se estableció como fecha límite el 18 de mayo para llegar a un nuevo acuerdo en relación al incremento del techo de la deuda pública (\$us16,7 billones). Sin embargo, el aumento de los ingresos fiscales, a raíz del incremento de impuestos, y la reducción de los gastos permitieron aplazar la búsqueda de un acuerdo definitivo hasta octubre de 2013. Según la programación del déficit fiscal de este país y las estimaciones del FMI, este se reduciría hasta 6,5% del PIB en 2013, 2pp menos que el de la gestión anterior.

Por su parte, la Zona Euro, donde la debilidad llegó a las economías del centro (Francia y Alemania), volvió a quedar rezagada frente a las principales economías avanzadas. Al respecto, pese a que las tensiones financieras disminuyeron desde el cuarto trimestre del año anterior, el PIB regional se contrajo en el primer trimestre de 2013 por cuarto período consecutivo (Gráfico I.6).

Este comportamiento se explicó por el aporte nulo del consumo privado y del gasto de gobierno, además por la baja contribución de las exportaciones netas (0,2%), que no pudieron compensar el resultado negativo de la inversión (-1,4%).

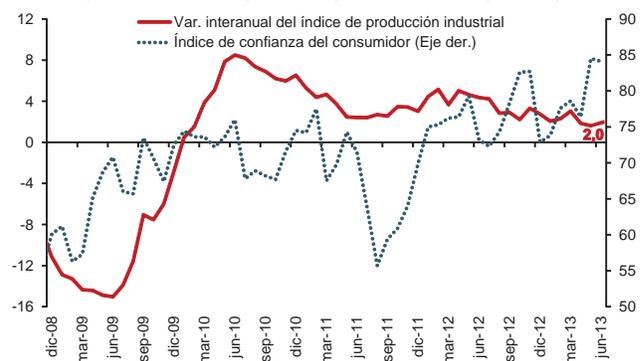
2 Este nuevo paquete de medidas consistió en un alza generalizada de impuestos (o el levantamiento de las exenciones impositivas) y recortes de gastos por un valor aproximado de \$us600.000 millones o alrededor del 4% del PIB.

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



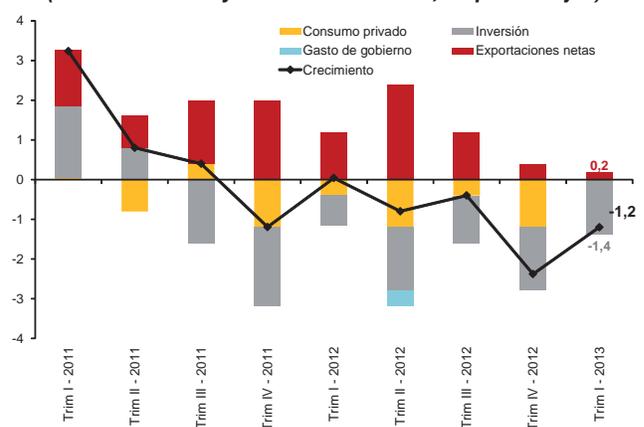
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.5: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR EN EE.UU.**  
(Variaciones en porcentajes e índice en puntos)



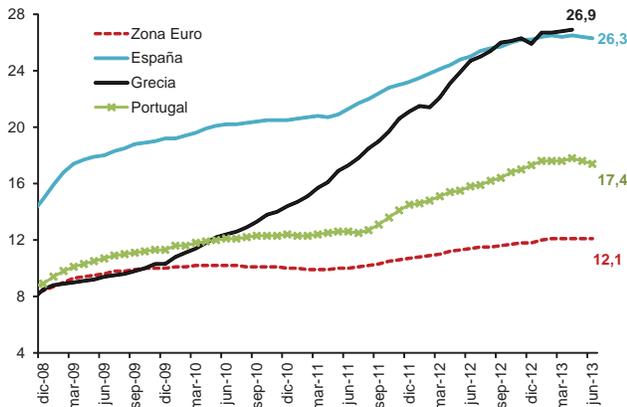
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Índice de Confianza del Consumidor elaborado por Reuters y la Universidad de Michigan

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



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

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



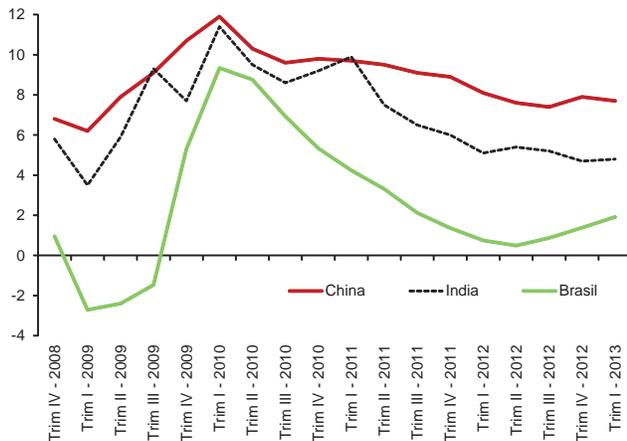
FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: El último dato disponible para Grecia es el de abril de 2013

En este contexto, el mercado laboral siguió deteriorándose y la tasa de desempleo de la Zona Euro se situó en 12,1% a junio de 2013, 0,3pp más que a fines de 2012. España, Grecia y Portugal registraron los niveles de desempleo más altos: 26,3%, 26,9% y 17,4%, respectivamente (Gráfico I.7). En los dos primeros países, la situación del empleo juvenil es aún más preocupante, pues se registraron tasas de desocupación superiores al 55%.

La producción manufacturera de la Zona experimentó contracciones interanuales durante todo el semestre, aunque menos acentuadas que en el período precedente. No obstante, la disminución de la incertidumbre financiera y las perspectivas menos negativas de los inversionistas y consumidores, favorecieron a una recuperación paulatina de la confianza económica dentro del bloque.

Por su parte, Japón registró un importante crecimiento de su PIB en el primer trimestre de 2013 (4,1% tasa anualizada), apuntalado por la expansión del gasto público iniciada en la gestión anterior y por la ampliación de su programa de compra de activos financieros. Desde el punto de vista del gasto, se destacaron los aportes del consumo privado, la inversión residencial y las exportaciones netas. Estas últimas se vieron favorecidas por la depreciación del yen japonés, luego del anuncio de mayores estímulos monetarios, los cuales serían complementados por la ejecución de mayores impulsos fiscales en el segundo semestre del año.

**GRÁFICO I.8: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO**  
(Tasa interanual, en porcentaje)



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

En las economías emergentes y en desarrollo, la ralentización del crecimiento de varias de ellas se explicó principalmente por la desaceleración de la demanda externa y la disminución de los precios de las materias primas. En esta línea, economías con una elevada importancia en la demanda externa global, registraron crecimientos por debajo de lo esperado, destacándose China e India en Asia y Brasil en América Latina (7,7%, 4,8% y 1,9%, al primer trimestre de 2013 para cada caso; Gráfico I.8).

Particularmente, China registró una moderación de su demanda interna, a pesar del programa de gastos en infraestructura introducido por el gobierno el año pasado. Dicho programa coadyuvó a la expansión del crédito y de la inversión privada en el primer trimestre, lo cual a su vez apuntaló relativamente el

dinamismo industrial de ese período. Sin embargo, en el segundo trimestre, el ritmo de crecimiento de la producción disminuyó nuevamente, lo cual se reflejó en el índice PMI (Gráfico I.9), aunque este todavía se mantiene en la zona de expansión (por encima de 50 puntos).

En América Latina, luego de que varios países experimentaron la desaceleración de su crecimiento en 2012, como consecuencia del estancamiento de la demanda externa regional, los resultados al primer trimestre de 2013 mostraron signos de recuperación en algunos de ellos. Este comportamiento estaría sostenido por el dinamismo del crédito, la inversión y el consumo privado. Cabe resaltar que el desempeño durante el primer trimestre de la gestión fue heterogéneo, pues expone una dinámica todavía sólida en países como Bolivia, Perú y Chile; observándose a la vez un repunte extraordinario en Paraguay<sup>3</sup> y una recuperación lenta en Brasil y Argentina (Gráfico I.10).

Se debe tener en cuenta que en Brasil, la producción industrial recién comenzó a recuperarse desde el segundo trimestre y que las presiones al ingreso disponible (tras el incremento fallido de las tarifas de transporte público realizado en junio) podrían perjudicar un mayor repunte en el consumo privado, contrarrestando parcialmente los efectos positivos del programa de inversiones en infraestructura deportiva que se viene implementado en virtud de la próxima realización del Mundial de Fútbol y los Juegos Olímpicos en este país. En Argentina, se espera una mayor recuperación tanto en la demanda interna como externa, pese a la persistencia de los efectos adversos del continuo incremento de los precios de consumo.

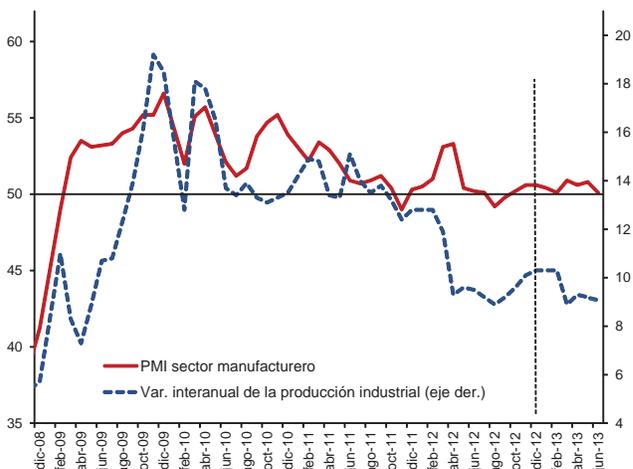
Por su parte, México y Colombia fueron afectados significativamente por el debilitamiento de sus exportaciones netas y la ralentización del consumo privado y la inversión desde mediados de 2012.

## I.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

El Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPPBX) registró descensos sistemáticos desde el cuarto trimestre del año anterior,

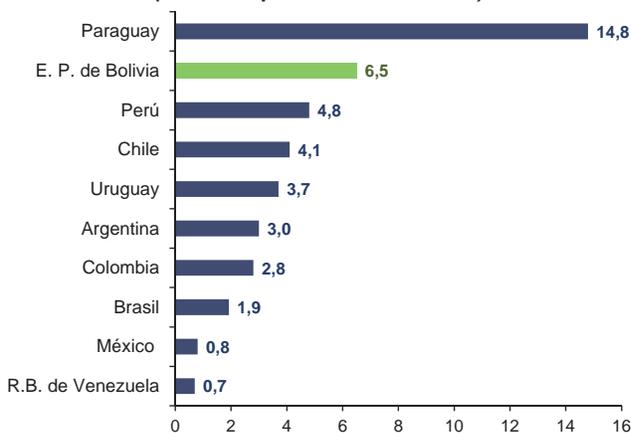
<sup>3</sup> En 2012 este país sufrió los efectos de una intensa sequía y problemas sanitarios que provocaron una fuerte caída de las exportaciones, lo cual se reflejó en una contracción de su PIB de 1,8%.

**GRÁFICO I.9: ÍNDICES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL EN CHINA**  
(Índice en puntos y variaciones en porcentajes)



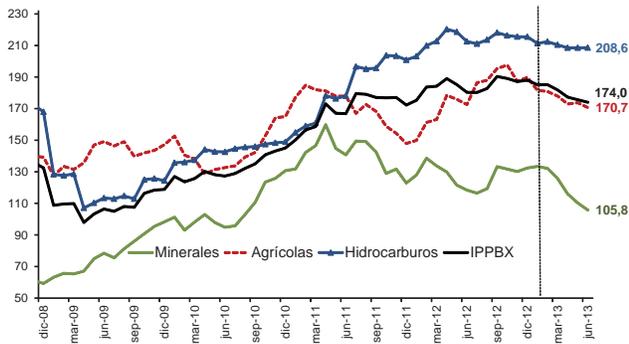
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: En el caso del índice PMI, el nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

**GRÁFICO I.10: CRECIMIENTO ECONÓMICO AL PRIMER TRIMESTRE DE 2013 DE PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS**  
(Variación porcentual interanual)



FUENTE: Institutos de estadísticas y bancos centrales de la región  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.11: PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA**  
(Índices, base diciembre 2006=100)

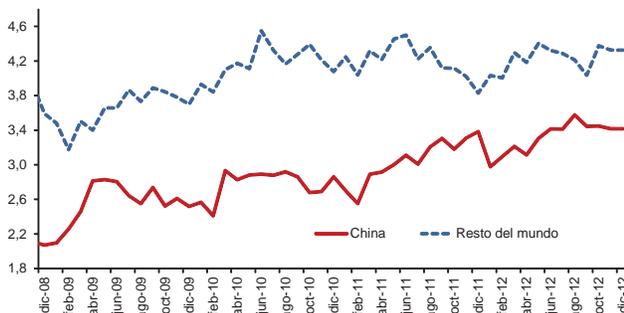


FUENTE: Bloomberg y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB)  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación  
IPPBX s/c: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación excluyendo hidrocarburos

tendencia que se acentuó en la primera mitad de 2013, al registrarse una variación entre enero y junio de -7,5% (Gráfico I.11). Las caídas más fuertes se observaron en los precios de los minerales (20,1%) y productos agrícolas (10,1%), entretanto el indicador de precios de hidrocarburos tuvo una disminución más tenue (3,2%).

En cuanto a minerales, se destacó la caída de las cotizaciones de la plata y el oro, dentro de los productos de interés para Bolivia, y a nivel global el descenso continuo que vienen atravesando las cotizaciones del cobre y otros metales. Este comportamiento se debió a la acumulación de inventarios existente en las economías avanzadas y al estancamiento de la demanda de las economías emergentes, principalmente de China (Gráfico I.12).

**GRÁFICO I.12: CONSUMO MUNDIAL DE METALES**  
(En millones de toneladas)

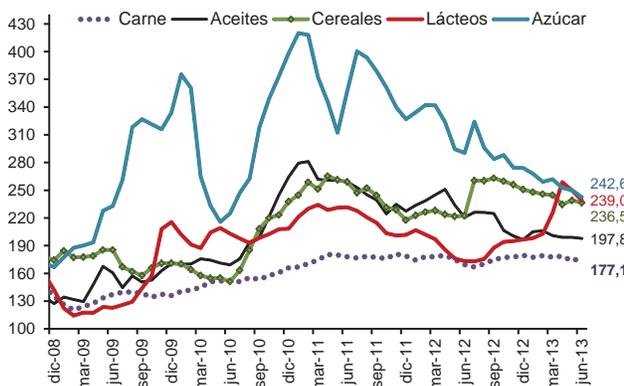


FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2013)  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Por su parte, según los indicadores de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO por sus iniciales en inglés) a nivel agregado los precios de los alimentos tuvieron una variación prácticamente nula. Sin embargo, a nivel individual su comportamiento fue heterogéneo, exponiendo un incremento poco significativo en aceites (0,7%, variación entre enero y junio) y un crecimiento mayor al 20% en lácteos, este último luego de la brusca caída de la producción en Nueva Zelanda a inicios de año.

Asimismo, se observó un tenue descenso en los precios de la carne (1,3%) y disminuciones pronunciadas en los precios del azúcar y cereales (11,1% y 5,7%, respectivamente; Gráfico I.13).

**GRÁFICO I.13: ÍNDICES DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO**  
(Índices, 2002-2004=100)



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

Las correcciones a la baja de los precios de los alimentos de carácter agrícola, se explicaron en gran medida por la recuperación de la oferta en EE.UU., las expectativas de cosechas excepcionales de granos en Sudamérica y en el hemisferio norte, la menor demanda ganadera e industrial y la disminución de los precios del petróleo en el segundo trimestre.

Los descensos de precios en los hidrocarburos se acentuaron en el mes de abril ante el anuncio de resultados de crecimiento económico por debajo de lo esperado en China, además del mantenimiento de los niveles de oferta en los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el incremento de la producción de crudo en EE.UU. y Canadá; comportamiento que comenzó a revertirse

a fines del semestre.<sup>4</sup> Respecto a los precios de exportación del gas natural (principal producto de exportación de Bolivia), cabe destacar que en la primera mitad del año el precio de venta a la Argentina llegó a \$us10,51/MMBTU, mientras que el precio de venta al Brasil alcanzó a \$us9,15/MMBTU; exponiendo ambos, descensos no significativos respecto al nivel registrado en diciembre del año anterior (Gráfico I.14). Cabe señalar que estos precios se determinan en base a las cotizaciones internacionales de una canasta de hidrocarburos (*fuelles*) con un rezago de 3 meses para Brasil y 6 meses para la Argentina.<sup>5</sup>

### I.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y POLÍTICA MONETARIA

Debido al comportamiento descendente de los precios de las materias primas y un contexto global donde la actividad económica mundial aún continúa débil, al primer semestre del año la inflación en las principales economías avanzadas y emergentes permaneció en niveles bajos y no se prevén presiones inflacionarias importantes en lo que resta del año.

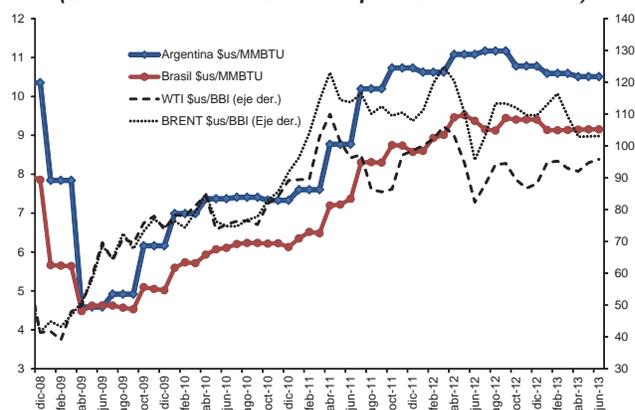
Particularmente, las tasas de inflación en EE.UU. y la Zona Euro a finales de la primera mitad del año registraron niveles inferiores a los alcanzados a finales de 2012 e incluso, se ubicaron por debajo de la meta de largo plazo de sus respectivos bancos centrales (Gráfico I.15). Asimismo, la inflación subyacente (*core inflation*) registró tasas menores, continuando con su tendencia decreciente. Cabe destacar el caso de Japón, el cual, luego del anuncio de la implementación de una política monetaria y fiscal más expansiva, ha mostrado signos de un crecimiento en la tasa de variación de sus precios.

En las economías emergentes y en desarrollo, las tasas de inflación continuaron en niveles estables, en un entorno en el que no se experimentaron mayores presiones inflacionarias de demanda interna. En China, la variación interanual de los precios al consumidor registró un repunte en junio (2,5%), no obstante, fue menor al observado en febrero (3,2%). Por su parte, en la India pese a las correcciones a la baja observadas desde marzo, la tasa de inflación

4 Asimismo, en algunas economías de Medio Oriente y el Norte de África (MONA) se han registrado fuertes aumentos de precios a raíz de los *shocks* políticos y sociales.

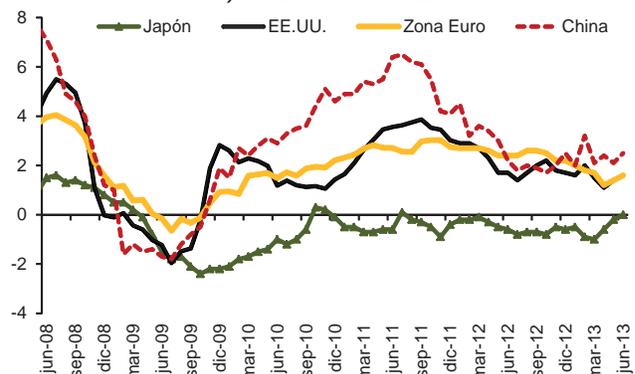
5 El precio internacional de esta canasta de *fuelles* se asocia a las cotizaciones del precio internacional del petróleo.

**GRÁFICO I.14: EVOLUCIÓN DE PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL DE BOLIVIA (En dólares estadounidenses por unidad de medida)**

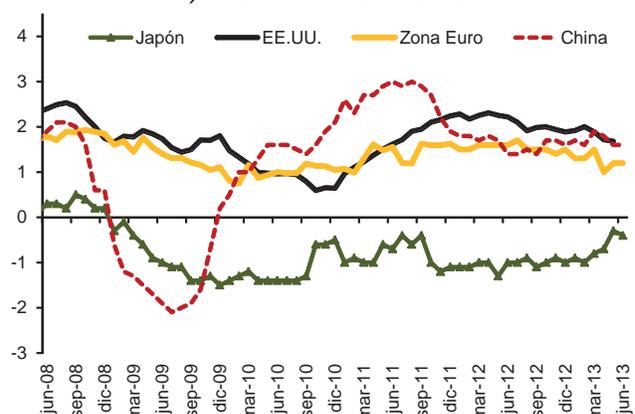


FUENTE: Bloomberg y YPFB  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: WTI: West Texas Intermediate  
 BRENT: El Brent es un tipo de petróleo que se extrae principalmente del Mar del Norte y marca la referencia en los mercados europeos

**GRÁFICO I.15: INDICADORES DE INFLACIÓN DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS (Variación porcentual interanual)**  
 a) INFLACIÓN TOTAL

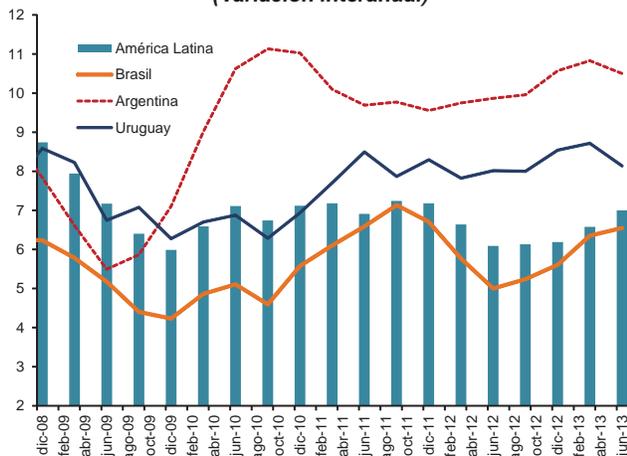


b) INFLACIÓN SUBYACENTE



FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.16: TASA DE INFLACIÓN PROMEDIO TRIMESTRAL EN AMÉRICA LATINA (Variación interanual)**

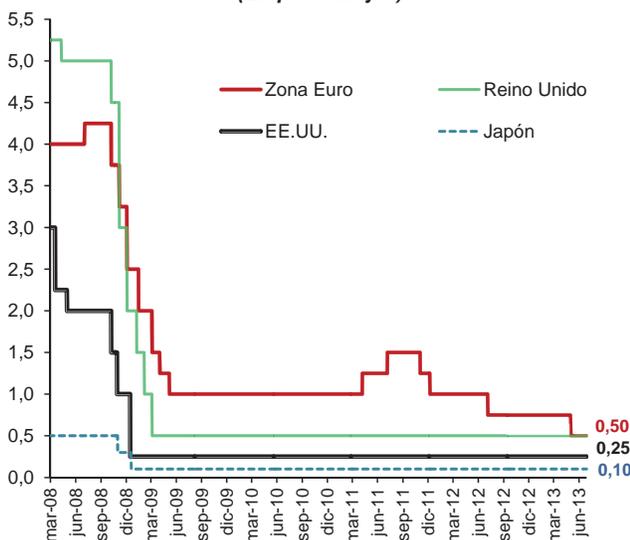


FUENTE: Institutos de estadística de los países y *Bloomberg*  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

aún supera el 9%, lo cual limitaría mayores estímulos crediticios y monetarios, así como reducciones de las tasas de referencia por parte del banco central de este país.

Asimismo, las presiones inflacionarias en la mayoría de los países de América Latina parecen estar contenidas, aunque Venezuela y Argentina siguen exponiendo una elevada inflación (35,2% y 10,3% interanual a mayo de 2013, respectivamente), impulsadas en ambos casos, por la elevación en los precios de los alimentos y las distorsiones en sus mercados cambiarios, además de las restricciones de oferta para el abastecimiento de ciertos productos básicos en el caso de Venezuela. Por su parte, la inflación en Brasil registró un nivel de 6,7% en junio, superando el rango meta fijado por el banco central (4,5% +/- 2%), producto del incremento en los precios de algunos alimentos básicos desde marzo (Gráfico I.16).

**GRÁFICO I.17: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE ECONOMÍAS AVANZADAS (En porcentajes)**



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

De igual manera, Uruguay registró una tasa de inflación interanual de 8,2% en junio, nivel por encima del rango objetivo. Esta situación derivó en la modificación del rango meta a partir de julio de 2013, pasando del 4%-6% al 3%-7%, y la ampliación a 24 meses del horizonte de política monetaria para la evaluación de su efectividad. Asimismo, la autoridad monetaria de este país decidió sustituir la tasa de interés como instrumento de referencia de la política monetaria, pasando a anunciar una evolución indicativa del agregado de medios de pago M1 ampliado.<sup>6</sup>

Ante este panorama, caracterizado por débiles perspectivas de crecimiento y presiones inflacionarias contenidas, los bancos centrales de las principales economías avanzadas continuaron la orientación expansiva de su política monetaria, manteniendo las tasas de interés de referencia en niveles bajos y aplicando medidas no convencionales para estimular la demanda (Gráfico I.17).

En EE.UU., el Banco de la Reserva Federal (*Fed*) ratificó que mantendría su tasa de interés de referencia en su rango mínimo histórico de 0 a 0,25%. Asimismo,

<sup>6</sup> El agregado de medios de pago M1 ampliado se compone de la suma de la emisión de dinero en poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro del público en el sistema bancario.

señaló la continuidad condicionada del programa de compra de bonos y títulos hipotecarios a largo plazo por \$us85.000 millones al mes, en tanto la tasa de desempleo supere el 6,5% y las proyecciones de inflación entre uno y dos años no superen el 2,5%. Al respecto, puntualizó que de continuar la recuperación de la economía y el empleo, el proceso de retiro de los estímulos monetarios partiría con una reducción gradual de las compras de activos a finales de 2013 y finalizaría a mediados de 2014.<sup>7</sup>

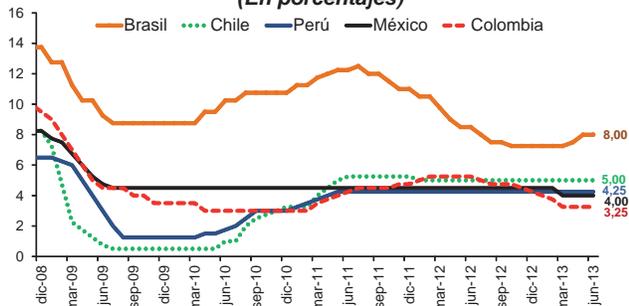
En la Zona Euro, el Banco Central Europeo (BCE) recortó su tasa de política monetaria en 25pb en mayo, hasta ubicarla en su nivel histórico más bajo (0,5%), con el objeto de lidiar con la persistente debilidad de la actividad económica de la Zona, señalando a la vez que continuaría manteniendo una adjudicación plena en sus operaciones de refinanciamiento al menos hasta julio de 2014. En el mismo sentido, el Banco de Inglaterra mantuvo, tanto la tasa oficial que paga sobre las reservas de los bancos en 0,5% (nivel mínimo histórico), como el monto de su programa de compras de activos en £375.000 millones.

En Asia, el Banco de Japón, que anteriormente había inyectado grandes volúmenes de liquidez a su economía, en enero anunció una meta de inflación del 2% y el incremento de su base monetaria a partir de abril a través de la compra de activos de largo plazo. Dicha expansión cuantitativa representa aproximadamente el 25% de su PIB, comparado con el 10% promedio que representaron las inyecciones de liquidez llevadas a cabo por la *Fed*. Sin embargo, la sustentabilidad de esta medida se encuentra en discusión, entre otros factores, por la elevada deuda pública, la cual alcanza alrededor del 245% del PIB.

Por su parte, varias economías emergentes y en desarrollo continuaron con la orientación expansiva de su política monetaria, pero a un ritmo más moderado. En China, tanto la tasa de interés de referencia, como las tasas de requerimiento de reservas bancarias se mantuvieron inalteradas en 6% y 20%, respectivamente. Sin embargo, el Banco Popular de China continuó manejando de manera activa la liquidez de la economía a través de nuevas facilidades de liquidez de corto plazo.

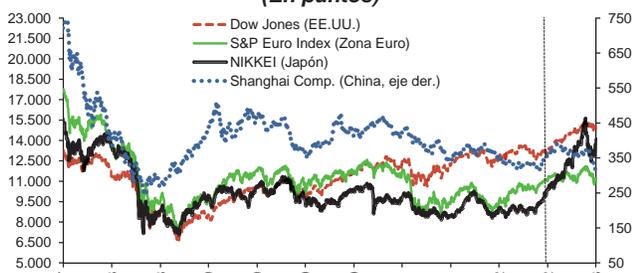
<sup>7</sup> Para mayor detalle, ver Recuadro I.1

**GRÁFICO I.18: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA (En porcentajes)**



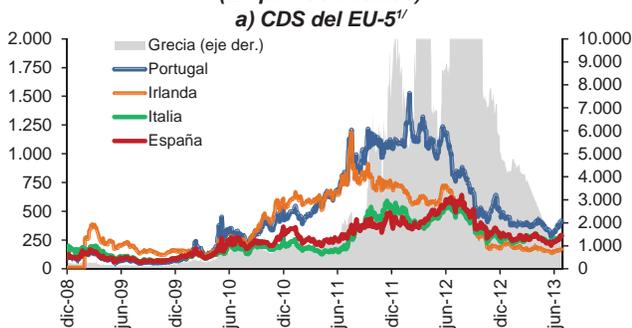
FUENTE: Bancos centrales  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.19: 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

**GRÁFICO I.20: PERCEPCIÓN DEL RIESGO EN LA ZONA EURO (En puntos básicos)**



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



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1)</sup> Credit Default Swap a 5 años de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España

De igual forma, a inicios de marzo de 2013, el gobierno de este país reforzó las medidas para prevenir aumentos de precios en el mercado inmobiliario, por lo cual las sucursales del ente emisor chino en ciudades donde se observe un sobrecalentamiento de este sector deberían elevar, tanto los requerimientos de pago al contado (actualmente 60%) como las tasas de interés sobre compras de segundos hogares.<sup>8</sup> En el mismo sentido, en junio se anunciaron nuevos mecanismos para controlar los riesgos sistémicos y una mayor regulación para el sector financiero.

En América Latina, ante la corrección a la baja de las perspectivas económicas globales durante el primer trimestre del año, los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú mantuvieron sus tasas de interés de política monetaria en 7,25%, 5,00% y 4,25%, respectivamente. No obstante, ante el rebrote de las presiones inflacionarias en Brasil, el ente emisor incrementó su tasa de interés de referencia (Selic) en abril y mayo de la presente gestión hasta alcanzar un nivel de 8,00%. Por su parte, Colombia y México redujeron su tasa de referencia en 100pb y 50pb en el primer trimestre del año hasta situarlas en 3,25% y 4,00%, respectivamente (Gráfico I.18).

**I.4 MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES**

Respecto a los mercados financieros, su evolución durante el primer trimestre de 2013 experimentó importantes mejoras con relación a 2012, dada la relativa estabilidad de los precios de los activos. En este período destacó el buen desempeño de los indicadores bursátiles, sobre todo en las plazas estadounidense y japonesa, por la reducción de la aversión al riesgo de los inversionistas producto de la continua aplicación de los estímulos cuantitativos de los principales bancos centrales (Gráfico I.19).

En la Zona Euro, la mejora relativa en la percepción de los mercados financieros hasta abril se vio reflejada en la caída de los diferenciales de los *Credit Default Swap* (CDS) y los rendimientos de los bonos en algunos países periféricos como Irlanda (Gráfico I.20). Empero, a pesar de que las condiciones de

<sup>8</sup> Además, se activaría un impuesto a las ganancias de capital de 20% en este sector (existente, pero no aplicado hasta ahora).

financiamiento y los mercados interbancarios continuaron normalizándose en la Zona, no reflejaron mayores volúmenes de crédito a las empresas y hogares.

Sin embargo, en el segundo trimestre, los mercados financieros se vieron afectados por diferentes eventos que contribuyeron al incremento de la aversión al riesgo de los inversionistas (Gráfico I.21). Dentro de estos eventos se destacaron la crisis del sector bancario de Chipre y la crisis social y política en Portugal.

En relación a Chipre, la debilidad de su actividad económica y el contagio de la crisis de deuda griega hacia su sector bancario, produjeron una situación de insostenibilidad de su sistema financiero a mediados de marzo, lo que provocó una crisis de liquidez y una corrida de depósitos. Esta crisis culminó con un rescate financiero otorgado por la Troika de €10.000 millones (\$us13.000 millones), condicionado al cumplimiento de ciertas metas, especialmente en el ámbito fiscal.

Dado este panorama, junto con la disminución del atractivo por las inversiones de *stock* en *commodities* y el incremento de la volatilidad del euro y el yen japonés, el valor del dólar estadounidense frente a una canasta referencial de las principales monedas, expuso apreciaciones intermitentes durante los primeros cinco meses del año (Gráfico I.22). Posteriormente, la incertidumbre relacionada con el futuro accionar de la *Fed* sobre la continuación de los estímulos monetarios provocó una depreciación del dólar estadounidense, que luego se corrigió cuando el presidente de esta institución anunció el 19 de junio que la moderación del volumen de compra de bonos, actualmente en los \$us85.000 millones al mes, podría iniciarse a finales de año para concluir de manera progresiva a mediados de 2014, si el desempeño de la economía evoluciona como se prevé.

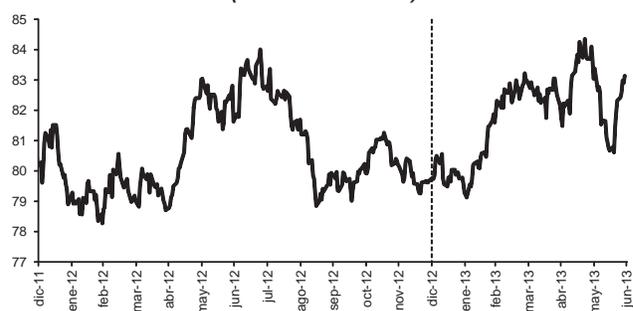
Por su parte, los flujos de capital hacia las economías emergentes y en desarrollo continuaron incrementándose, pero a un ritmo menor que el observado a fines de la gestión anterior y el primer mes del año, destacándose los flujos por

**GRÁFICO I.21: ÍNDICES DE VOLATILIDAD S&P Y DE DIVISAS DEL G7**



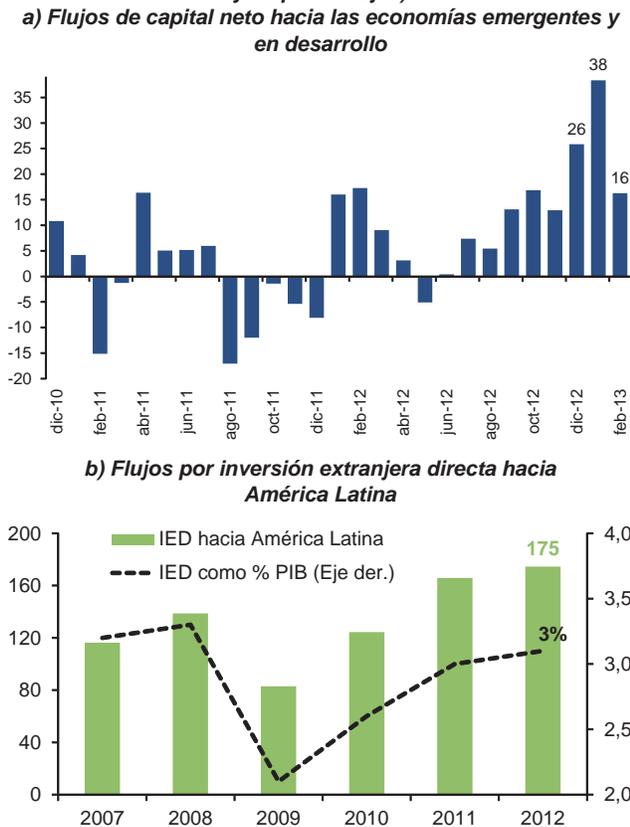
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.22: ÍNDICE DEL VALOR DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE FRENTE A UNA CANASTA DE LAS PRINCIPALES MONEDAS (Enero 1980 = 100)**



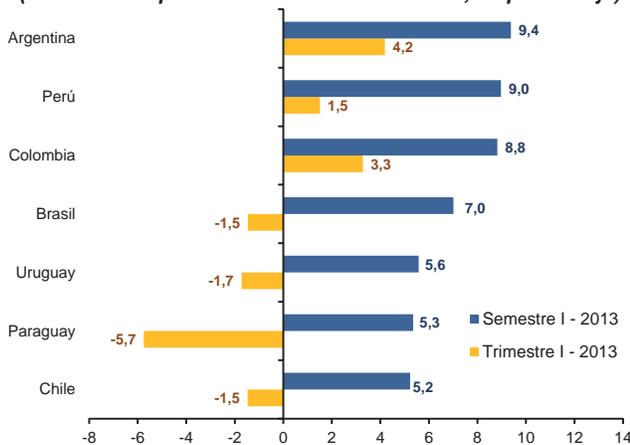
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.23: FLUJOS DE CAPITAL NETO PRIVADO HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES**  
(En miles de millones de dólares estadounidenses y en porcentajes)



FUENTE: FMI y CEPAL  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.24: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Variación respecto al dólar estadounidense, en porcentaje)



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

inversión extranjera directa hacia América Latina, principalmente a Perú y Chile (Gráfico I.23).

A pesar de los importantes inlujos de capital hacia las economías emergentes, a partir del segundo trimestre del año, la mayoría de las monedas de América Latina se han depreciado debido a la persistente desaceleración de la demanda externa regional, la caída de los precios de los *commodities* y principalmente los anuncios del posible retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. (Gráfico I.24). Este último factor tuvo un efecto importante en el último mes, ya que los inversionistas, anticipando el retiro de estímulos y el incremento de las tasas de interés, empezaron a reducir la demanda por activos de los países emergentes y a demandar activos denominados en dólares estadounidenses.

Por su parte, las monedas de Argentina, Perú y Colombia experimentaron depreciaciones paulatinas en el primer y segundo trimestre del año. En el primer caso, además se destacó el aumento de las restricciones a la compra de dólares en el mercado cambiario, lo que presionó aún más la depreciación de facto en el mercado informal.<sup>9</sup>

Por su parte, el real brasileño experimentó apreciaciones intermitentes durante el primer trimestre, impulsadas por un retorno parcial de los capitales que habían migrado en la gestión anterior y las frecuentes intervenciones cambiarias de las autoridades brasileñas preocupadas por un posible rebrote de presiones inflacionarias en este país. No obstante, durante el segundo trimestre, las perspectivas de crecimiento cada vez menores y la creciente incertidumbre en los mercados financieros descrita, provocaron una depreciación acumulada en el primer semestre del 7%. Este resultado se dio pese a las repetidas intervenciones utilizando swaps cambiarios y la eliminación del Impuesto sobre Operaciones Financieras (6%) para capitales extranjeros destinados a inversiones de activos de renta fija.

Finalmente, se debe señalar que, si bien desde la última publicación del IPM la incertidumbre en los mercados financieros es menor, las expectativas económicas globales aún son débiles. Pese a esto las perspectivas de crecimiento todavía son favorables

<sup>9</sup> Fuentes privadas especializadas de este país estiman que el dólar estadounidense en el mercado negro se encuentra un 35% arriba de su valor oficial.

para varios países de la región, entre los que se encuentra Bolivia. Sin embargo, se debe considerar un nuevo grupo de riesgos e incertidumbres, destacándose: (i) los efectos y desafíos del posible ajuste cuantitativo en EE.UU. antes de lo previsto, (ii) una disminución de los precios de los *commodities* mayor a la esperada, y (iii) la desaceleración del crecimiento de economías emergentes con una alta importancia en la economía mundial.

**RECUADRO I.1:  
POTENCIALES EFECTOS DEL RETIRO DE LOS ESTÍMULOS MONETARIOS EN EE.UU.**

Con tasas de interés de política monetaria históricamente bajas, varios países, entre ellos EE.UU. y Japón, así como la UE, optaron por inyectar significativas cantidades de dinero, mediante la compra de diferentes tipos de activos financieros, como medida no convencional de política monetaria con el objeto de aumentar la oferta de dinero y de esta manera incentivar las economías que fueron afectadas por la crisis.

Actualmente, EE.UU. está inyectando \$us85.000 millones por mes, compuesto por compra de bonos del Tesoro y papeles respaldados por hipotecas, mientras que la inyección del Banco de Japón ronda los \$us79.000 millones mensuales. Con esta medida, los bancos centrales esperaban adquirir bonos estatales con la idea que este dinero vaya a las bolsas, potenciando el financiamiento de las empresas y estimulando así la economía. Pero aquello no está sucediendo, ya que las bajas tasas de interés mundiales habrían conducido a los receptores a utilizar el dinero inyectado en inversiones más riesgosas, pero que les ofrecen un rendimiento más alto, creando de esta manera cierta dependencia por parte de los mercados financieros de estos flujos de dinero.

Por otro lado, la recuperación de la economía estadounidense se ha producido a un ritmo moderado en los últimos trimestres, el sector de la vivienda ha contribuido de manera significativa al crecimiento de la actividad económica; al mismo tiempo, las condiciones del mercado laboral han ido mejorando gradualmente, mostrando a junio una tasa de desempleo de 7,6%, mientras que la tasa de inflación se ha ubicado por debajo del objetivo de largo plazo (2%) definido por el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus iniciales en inglés). En este contexto, el Presidente de la *Fed* anunció el pasado 19 de junio la posibilidad de reducir progresivamente en los siguientes meses el programa de estímulo monetario, siempre y cuando, las condiciones de la economía así lo permitan (Cuadro I.1).<sup>10</sup>

**CUADRO I.1: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES DEL FOMC**  
(Tasas a fin de periodo en porcentajes)

Variables	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento PIB	1,8	2,2	2,3 a 2,6	3,0 a 3,5	2,9 a 3,6
Inflación	3,1	1,8	0,8 a 1,2	1,4 a 2,0	1,6 a 2,0
Inflación subyacente (Core inflation)	1,4	1,7	1,2 a 1,3	1,5 a 1,8	1,7 a 2,0
Tasa de desempleo	8,9	8,1	7,2 a 7,3	6,5 a 6,8	5,8 a 6,2

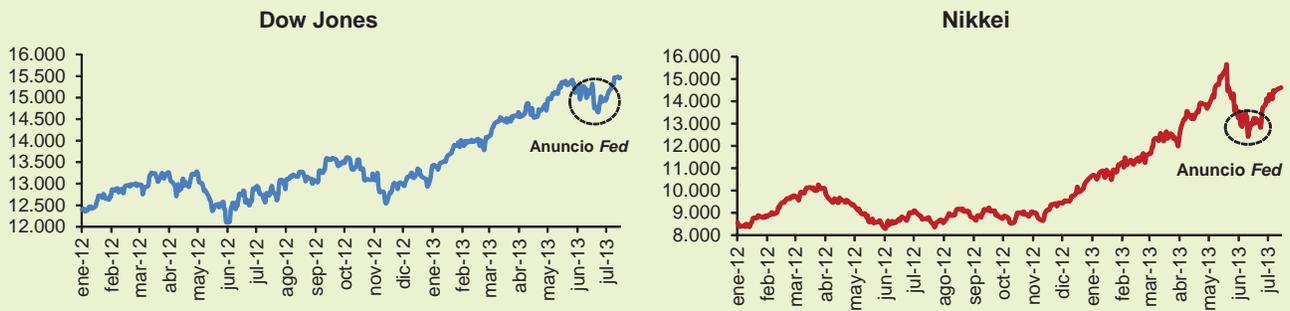
FUENTE: *Fed*: Minutas del FOMC de junio de 2013  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Es en esta línea, el anuncio de la Reserva Federal de comenzar a desmontar el programa de estímulo ante una mejora de la economía, lo que algunos han denominado como “el final de la fiesta”, causó sorprendentes reacciones en los mercados de valores y cambiarios, suscitando la paradoja de que “las buenas noticias para la economía serían malas noticias para los mercados”. Por ejemplo, tras el anuncio del Presidente de la *Fed*, las acciones y bonos de Asia y Europa cayeron; también se registró una fuerte caída en los precios de las materias primas alrededor del mundo, el precio del oro por ejemplo llegó a su valor más bajo en tres años. Mientras que la bolsa de valores de Nueva York, tuvo su peor desempeño del año. Asimismo, el dólar estadounidense aumentó su valor en parte por expectativas de que la medida eventualmente llevaría a tasas de interés más altas en Estados Unidos (Gráfico I.25). En general, se han ido adelantando las expectativas de mercado respecto del momento en que comenzará la reducción de las compras de activos.<sup>11</sup>

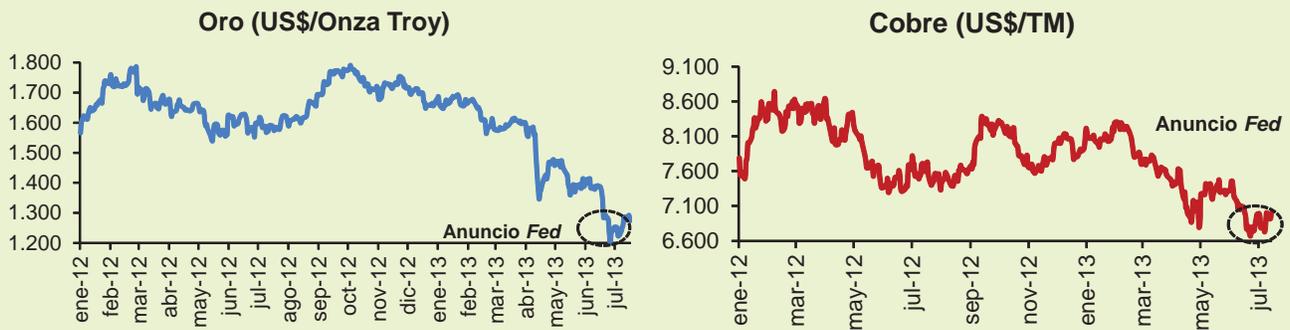
<sup>10</sup> De acuerdo con la autoridad monetaria, la disminución de las compras podría iniciarse durante 2013 y finalizaría a mediados de 2014. Posteriormente, durante el 2015, comenzaría un ciclo gradual de alzas de la tasa de los fondos federales.

<sup>11</sup> En enero del 2013, el 60% de los encuestados por *Bloomberg* opinaba que este proceso se iniciaría durante el 2014. En tanto, en mayo, cerca de 50% de los entrevistados consideraba que el proceso se daría en el cuarto trimestre del 2013.

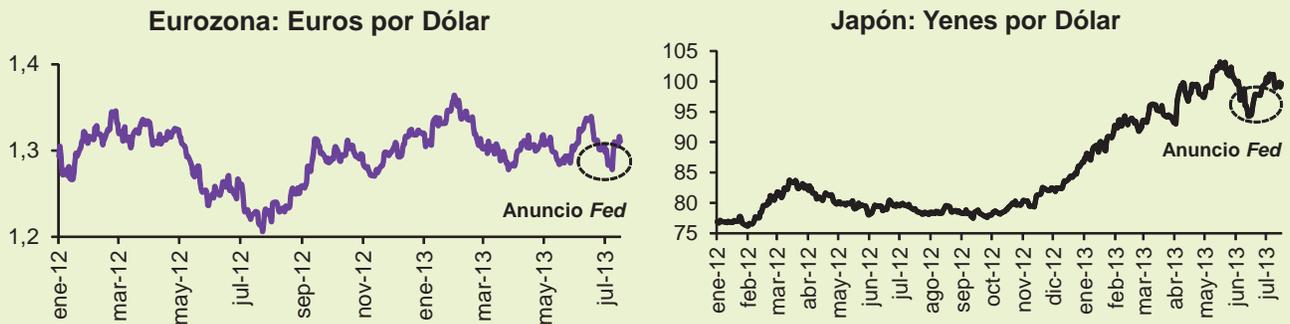
**GRÁFICO I.25: REACCIÓN DE LOS MERCADOS ANTE ANUNCIO DE LA FED**  
**a) Reacción de los mercados de valores**



**b) Reacción de los precios de materias primas**



**c) Reacción de los tipos de cambio**



FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En el caso concreto de las economías emergentes, tras los anuncios de la Fed y los resultados económicos menores a los esperados en China, se pudo evidenciar un incremento en sus primas de riesgo soberano. Asimismo, se produjo un aumento temporal de la demanda de dólares estadounidenses y las monedas de varios países emergentes incrementaron su volatilidad (Gráfico I.26).

**GRÁFICO I.26: REACCIÓN DE LOS MERCADOS EMERGENTES:  
PRIMA POR RIESGO Y VOLATILIDAD DE LAS MONEDAS  
(En puntos básicos y porcentaje)**



FUENTE: *Bloomberg*  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La prima por riesgo soberano (en puntos básicos) está medida por el EMBI Global (*Emerging Markets Bonds Index*).  
 El indicador de volatilidad de divisas es el de JP Morgan

Sin embargo, el 17 de julio en su comparecencia ante el Congreso de EE.UU., el presidente de la *Fed* aclaró que cualquier cambio en el plan de estímulo que se tiene actualmente dependerá de la evolución de la economía (nivel de desempleo e inflación) y que se realizaría en un plazo largo de forma gradual y ordenada. Asimismo, señaló a los congresistas que si bien la economía estadounidense muestra signos de recuperación, sigue sufriendo una reducción del gasto doméstico y los efectos de problemas que enfrenta la economía internacional. En esta línea, vale la pena hacer notar que ni el BCE ni el Banco de Japón han anunciado modificaciones a su política monetaria, es decir, continuarían con su actual política expansiva.

Si bien el desmontaje de las medidas de estímulo no se llevaría a cabo en el corto plazo, resulta importante analizar el potencial efecto que podría tener sobre la economía, en especial en nuestra región. Por ejemplo, un probable efecto colateral para América Latina, serían las salidas de capital, ajustes en los precios de activos, de monedas, menores precios de materias primas y el incremento en los costos de financiamiento en mercados internacionales de deuda.

De igual manera, los incrementos en las tasas de interés de los bonos soberanos de EE.UU., considerados como un *benchmark* para la tasa libre de riesgo en la región, impulsarían a varios países latinoamericanos emisores de bonos a incrementar sus tasas de interés, lo cual a nivel interno se traducirá en un aumento del costo del crédito.

Finalmente, al incrementarse la tasa base de comparación, también lo harían las primas por riesgo, afectando la atracción de inversiones, debido a que los inversionistas tendrían un mayor incentivo para invertir en bonos del tesoro estadounidense. Tal situación podría ser particularmente desafiante para los países de la región con dependencia de los flujos de capital y financiamiento externo.

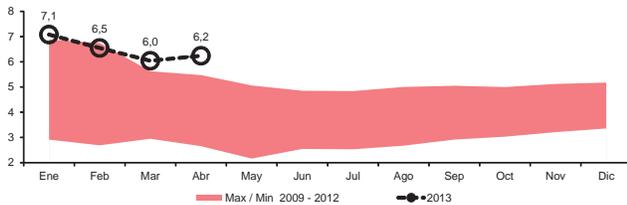
## II. Entorno Nacional

*Al primer cuatrimestre de 2013 la actividad económica mostró un desempeño destacable, dando continuidad al dinamismo observado en las últimas gestiones. El objetivo de crecimiento para 2013 de 5,5% fue rebasado por los indicadores interanuales del PIB al primer trimestre (6,5%) y del IGAE a abril (6,2%). Todas las actividades económicas incidieron de forma positiva en el crecimiento, entre las que se destaca la mayor producción de gas natural y petróleo. Los factores que durante 2012 incidieron negativamente en el desempeño del sector Minero y desaceleraron el sector Transporte, se corrigieron acorde a lo previsto en el IPM de enero de 2013. Desde la perspectiva del gasto, al interior de la demanda interna destacó el aporte del consumo privado; mientras que los importantes volúmenes exportados de gas natural, posicionaron a las exportaciones netas.*

*En las cuentas externas, se registró un importante superávit en la balanza comercial, que acompañado de incrementos de las remesas de trabajadores y la Inversión Extranjera Directa, explicó el superávit obtenido en la Balanza de Pagos y por consiguiente en un incremento en las Reservas Internacionales Netas.*

*En el sistema financiero, el crédito al sector privado registró el incremento histórico más alto en términos absolutos, los depósitos continuaron creciendo aunque en menor medida, la bolivianización de depósitos y créditos continuó avanzando, la morosidad se mantuvo baja, el Coeficiente de Adecuación Patrimonial permaneció por encima de lo exigido por la normativa y la liquidez se redujo en línea con la orientación de la política monetaria y el crecimiento de la cartera.*

**GRÁFICO II.1: CRECIMIENTO ACUMULADO DEL IGAE**  
(En porcentaje)



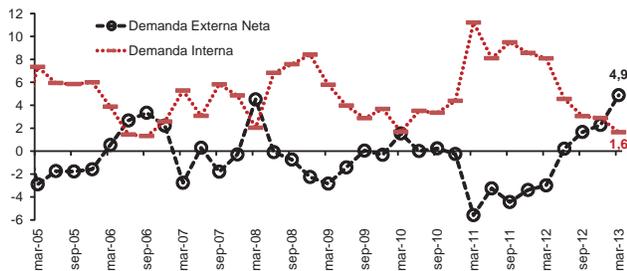
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: El área sombreada corresponde a los valores máximos y mínimos registrados en los respectivos meses

**II.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO**

Al mes de abril de 2013, la variación acumulada del Índice Global de Actividad Económica (IGAE) da cuenta que la economía boliviana creció 6,2%, mostrando un mejor desempeño respecto a los últimos años (Gráfico II.1). Asimismo, fue mayor al objetivo de crecimiento para 2013 (5,5%).

Por su parte, desde el punto de vista del gasto, destaca la incidencia de la demanda externa en el crecimiento global (Gráfico II.2). Al interior de la demanda interna, es el consumo de los hogares el componente con mayor incidencia.

**GRÁFICO II.2: INCIDENCIA ACUMULADA DE LA DEMANDA EXTERNA NETA Y DEMANDA INTERNA EN EL CRECIMIENTO DEL PIB**  
(En puntos porcentuales)

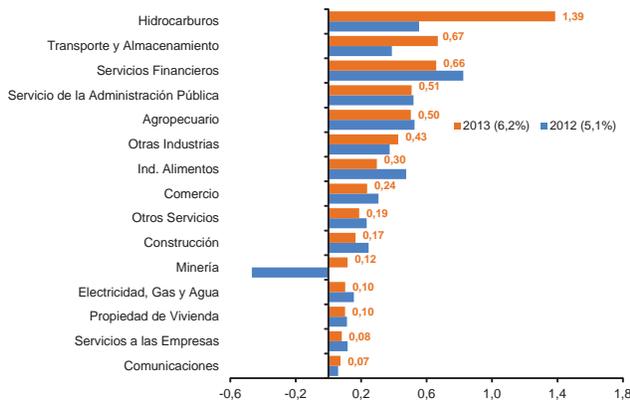


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

*II.1.1 Actividad Económica*

La variación acumulada del IGAE al mes de abril de 2013 superó en 1,1pp al registro de similar periodo de 2012. Este dinamismo se fundamentó principalmente en el buen desempeño de los sectores de Hidrocarburos, Transporte, Servicios financieros, Agropecuario y Otras industrias, destacándose la recuperación de la Minería. Es importante resaltar también, que todos los demás rubros que comprenden este indicador incidieron positivamente en el crecimiento de la actividad (Gráfico II.3).

**GRÁFICO II.3: INCIDENCIAS ACUMULADAS EN EL CRECIMIENTO DEL IGAE POR SECTOR**  
(En puntos porcentuales)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: El gráfico no incorpora la incidencia de Servicios bancarios imputados ni de Obligaciones fiscales  
 Entre paréntesis se encuentra la variación acumulada del IGAE al mes de abril de cada año

La producción de hidrocarburos registró niveles nunca antes observados. En el caso del gas natural, la producción diaria promedio alcanzó 56,2MMm3/d en los primeros cinco meses de 2013. Por su parte, la producción de petróleo crudo continuó creciendo, manteniendo el dinamismo observado en las últimas gestiones, hecho consistente con la política de incrementar la disponibilidad de combustibles líquidos en Bolivia (Gráfico II.4).

El destino principal de la producción de gas natural fue el mercado externo. Al mes de mayo de 2013, las nominaciones realizadas por la economía brasilera alcanzaron en promedio 31,3MMm3/d, superiores a las demandadas en similar periodo de la gestión previa. Respecto a Argentina (14,1MMm3/d), los envíos diarios superaron continuamente a los

registros históricos (Gráfico II.5).<sup>12</sup> Es importante mencionar que previo a la firma de la Adenda al contrato de exportación de gas natural a Argentina,<sup>13</sup> los volúmenes demandados por este país se situaban por debajo del 10% del total; actualmente representan aproximadamente un tercio de las ventas al exterior.

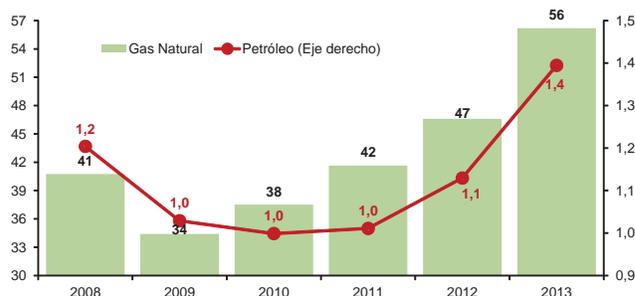
En el mercado interno, el incremento observado en el consumo de gas natural se debió a la creciente demanda de la actividad Industrial y Termoeléctrica junto a los programas implementados por el Órgano Ejecutivo (conexiones de gas a domicilio y conversiones de automóviles a Gas Natural Vehicular).

Se destacó la mejora en el desempeño del sector Transporte (Gráfico II.6), conforme a lo previsto en el IPM de enero de 2013, considerando que en la gestión previa se produjo el cese de operaciones de una aerolínea. Las variables que coadyuvaron a la recuperación del transporte aéreo fueron las mayores inversiones públicas y privadas, así como la apertura de nuevas rutas por parte de los operadores.

Por modalidad, el transporte carretero apuntaló el comportamiento de este sector, hecho fundamentado en el incremento de las exportaciones de minerales y productos agrícolas. En tanto que en el caso de transporte por ductos, su dinamismo se explicó por el mayor volumen de exportaciones de gas natural y la mayor demanda de hidrocarburos en el mercado interno.

En cuanto al desempeño de Servicios financieros, el crecimiento de este sector obedeció a la mayor intermediación de fondos prestables, en un entorno de bajos niveles de mora y mayor preferencia por moneda nacional en las transacciones financieras.

**GRÁFICO II.4: PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL Y PETRÓLEO<sup>1/</sup>**  
(En MM3/d y en MMBbl/m)



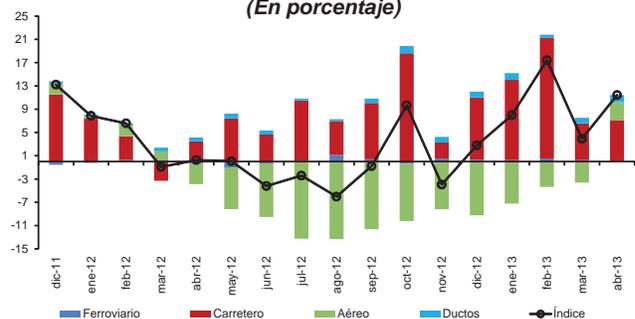
FUENTE: YPFB  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> La producción de petróleo considera también la producción de condensados  
Los volúmenes reportados corresponden al periodo enero – mayo de cada gestión

**GRÁFICO II.5: VOLUMEN DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL<sup>1/</sup>**  
(En MM3/d)



FUENTE: YPFB  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> La producción de petróleo no incluye la producción de gasolina natural  
El cálculo del volumen agregado es referencial, ya que los volúmenes reportados para Brasil se expresan a 680°F base saturada y para Argentina a 600°F base seca  
Los volúmenes reportados corresponden al periodo enero – mayo de cada gestión

**GRÁFICO II.6: VARIACIÓN A 12 MESES DEL ÍNDICE GENERAL DE TRANSPORTE POR MODALIDAD**  
(En porcentaje)

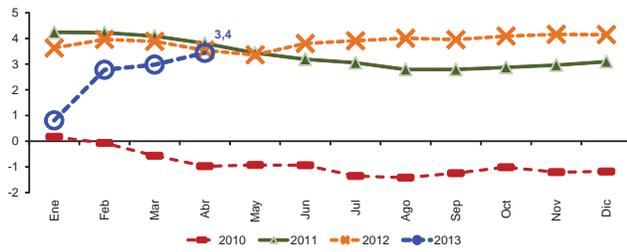


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

12 En el caso de Brasil, las nominaciones se encuentran dentro del contrato Gas Supply Agreement (GSA); y para Argentina, en el contrato firmado entre YPFB y Energía Argentina S.A. (ENARSA).

13 Firmado el 26 de marzo de 2010.

**GRÁFICO II.7: CRECIMIENTO ACUMULADO DEL SECTOR AGROPECUARIO (En porcentaje)**

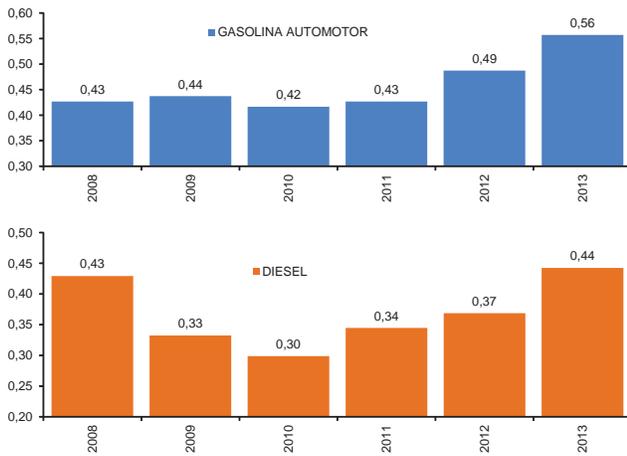


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Respecto al sector Agropecuario, el crecimiento acumulado en los primeros cuatro meses de 2013 (3,4%) se sustentó principalmente en la mayor producción de maíz en grano y de oleaginosas, junto a la normalización de la cosecha de productos agrícolas no industriales, que en el primer trimestre estuvo afectada por retrasos en la siembra, principalmente del arroz (Gráfico II.7).

Al interior de la industria manufacturera, apuntalaron el crecimiento las actividades de Preparación y conservación de carne, y Molinería (Industria de alimentos); y las actividades de Refinación y de Producción de cemento (Otras industrias).

**GRÁFICO II.8: ELABORACIÓN DE DERIVADOS DE PETRÓLEO EN REFINERÍAS (En MMBbl/m)**

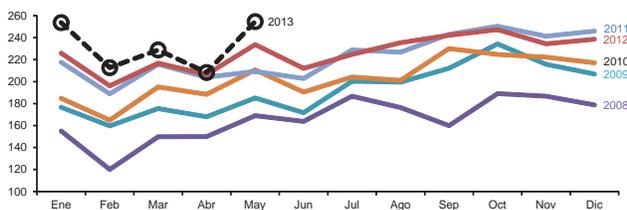


FUENTE: Agencia Nacional de Hidrocarburos  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 Las cifras corresponden al periodo enero – mayo de cada gestión

Los mayores volúmenes de gas natural y petróleo crudo producidos en los primeros cinco meses de 2013 coadyuvaron al excelente desempeño de la actividad de refinación,<sup>14</sup> hecho atribuible a la ampliación en la capacidad de procesamiento de crudo en las nuevas unidades de proceso incorporadas por parte de YPF Refinación. Lo anterior se tradujo en la mayor disponibilidad de productos derivados, entre los que destacaron gasolina automotor y diesel (Gráfico II.8). Por otra parte, la producción de GLP también se incrementó. Estos avances sientan las bases para garantizar la independencia energética del país.

Respecto al cemento, en los primeros cinco meses de 2013 se observó un importante incremento en la capacidad productiva (Gráfico II.9). En el caso de las empresas SOBOCE y COBOCE, el incremento se explicó por la entrega de redes de gas natural conectadas al Gasoducto al Altiplano; en FANCESA por la puesta en marcha de un horno adicional de calcinación y en ITACAMBA por la disponibilidad de clinker importado desde Brasil.

**GRÁFICO II.9: PRODUCCIÓN DE CEMENTO (En miles de toneladas)**



FUENTE: Instituto Boliviano de Cemento y Hormigón  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

La actividad de Construcción fue impulsada tanto por la inversión privada (mayor número de edificaciones y el flujo de Inversión Extranjera Directa - IED), como por la ejecución de proyectos de inversión pública (productiva y en infraestructura). Cabe destacar, que al mes de mayo de 2013, la inversión pública ejecutada tuvo un crecimiento de 47% con relación a

14 Rubro que incide en más de la mitad de la dinámica de la industria manufacturera.

similar período de la gestión pasada, alcanzando el 22% del total presupuestado (Gráfico II.10).

Al mes de abril de 2013, el sector Minero experimentó una expansión acumulada de 2,1%, a diferencia de similar periodo de 2012 (-7,5%). La producción por mineral, tuvo un comportamiento heterogéneo. El zinc, la plata, el wólfram y el antimonio incrementaron su producción, mientras que la de estaño, cobre, plomo y oro se redujo. El mejor desempeño del zinc y la plata se fundamentó, como se había previsto en la anterior versión de este documento, en la mejora de la producción de la Minería Mediana (Gráfico II.11).<sup>15</sup>

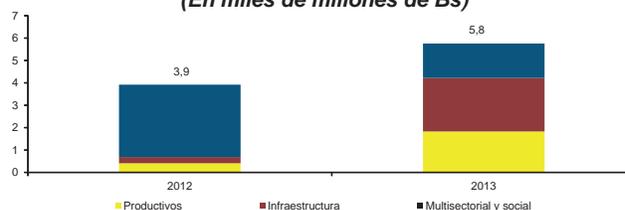
Finalmente, con cifras al mes de mayo de 2013, el sector de Electricidad, Gas y Agua, fue impulsado por la mayor generación de energía eléctrica al interior del Sistema Interconectado Nacional (SIN), acorde con los distintos proyectos de generación y transmisión implementados en las últimas dos gestiones (Gráfico II.12).

### II.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

Por el lado del gasto, con cifras al primer trimestre de 2013 se observa que el PIB estuvo apuntalado por las exportaciones netas (4,9pp). El excelente desempeño de las exportaciones de gas natural, volúmenes cercanos a la capacidad del gasoducto en el caso del Brasil, y continuas expansiones en los envíos a Argentina, acorde a los contratos firmados; fundamentan este dinamismo (Cuadro II.1). En este marco, destaca el aporte de las exportaciones al crecimiento global, cuya incidencia es la más alta registrada históricamente (7,2pp), después de lo observado en el primer trimestre de 2008.

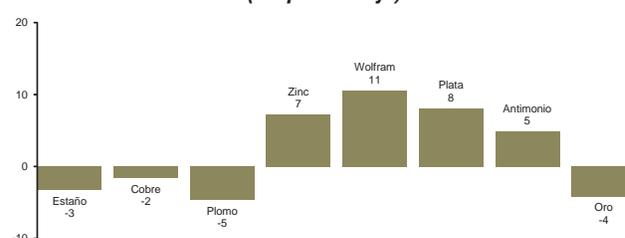
Al interior de la demanda interna, destaca la incidencia del consumo de los hogares en el crecimiento (3,9pp). Por su parte, también los flujos de recursos, fundamentalmente públicos, destinados a incrementar el acervo de capital de la economía (0,7pp), junto al consumo público (0,6pp) se constituyeron en elementos importantes para fundamentar el aporte del gasto interno en el crecimiento.

**GRÁFICO II.10: INVERSIÓN PÚBLICA EJECUTADA – DISTRIBUCIÓN SECTORIAL**  
(En miles de millones de Bs)



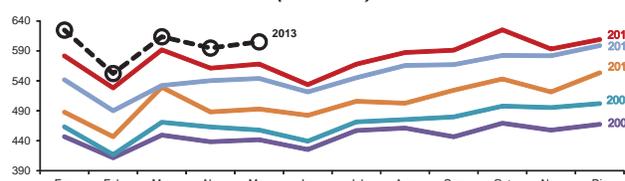
FUENTE: Viceministerio de Inversión Pública y Financiamiento Externo (VIPFE)  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Los datos de ejecución corresponden al mes de mayo de cada gestión

**GRÁFICO II.11: VARIACIÓN ACUMULADA DE LA PRODUCCIÓN POR MINERAL**  
(En porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
Cifras al mes de abril de 2013

**GRÁFICO II.12: GENERACIÓN BRUTA DE ENERGÍA ELÉCTRICA AL INTERIOR DEL SIN**  
(En GWh)



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

**CUADRO II.1: CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTE DE GASTO**

	Crecimiento (%)		Incidencia (pp)	
	T1-12 <sup>p</sup>	T1-13 <sup>p</sup>	T1-12 <sup>p</sup>	T1-13 <sup>p</sup>
<b>PIB</b>	<b>5,1</b>	<b>6,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,5</b>
<b>Demanda Interna</b>	<b>7,8</b>	<b>1,5</b>	<b>8,1</b>	<b>1,6</b>
Consumo	4,7	5,4	3,9	4,5
Público	6,0	5,9	0,6	0,6
Privado	4,5	5,3	3,3	3,9
FBKF	15,2	3,9	2,5	0,7
VAREX	50,0	-73,3	1,7	-3,6
<b>Exportaciones netas</b>	<b>81,0</b>	<b>-76,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>4,9</b>
Exportaciones	3,2	22,0	1,1	7,2
Importaciones	11,0	5,9	4,1	2,3

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: VAREX = Variación de existencias  
FBKF = Formación Bruta de Capital Fijo  
p: Cifras preliminares

<sup>15</sup> La producción de plata y zinc de la Minería Mediana a abril de 2013 representó alrededor del 70% de la producción total de estos minerales.

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

	Enero - Marzo		
	2011	2012 <sup>p</sup>	2013 <sup>p</sup>
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>446</b>
1. Balanza Comercial	68	206	708
Exportaciones FOB	1.675	2.112	2.762
Importaciones CIF <sup>1/</sup>	1.606	1.906	2.053
2. Servicios	-61	-87	-120
3. Renta (neta)	-219	-335	-453
4. Transferencias	271	277	311
<b>II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>537</b>	<b>298</b>	<b>-180</b>
1. Sector Público	76	113	-91
2. Sector Privado	461	185	-89
d/c Inversión extranjera directa (neta)	201	336	378
<b>III. ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>40</b>	<b>156</b>	<b>125</b>
<b>IV. BALANCE GLOBAL (I+II+III)</b>	<b>635</b>	<b>515</b>	<b>391</b>
<b>V. FINANCIAMIENTO</b>	<b>-635</b>	<b>-515</b>	<b>-391</b>
RIN BCB (aumento=negativo) <sup>2/</sup>	-635	-515	-391
<b>Items pro memoria</b>			
Cuenta corriente (% del PIB anual)	0,2	0,2	1,6
Cuenta capital y financiera (% del PIB anual)	2,2	1,1	-0,7
RIB en meses de importación <sup>3/</sup>	17	17	18

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica  
 NOTAS: <sup>1/</sup> CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores.  
<sup>2/</sup> RIN =Reservas Internacionales Netas. Considera tipos de cambio fijos para el DEG, Euro, Dólar Estadounidense y precio fijo del oro. Desde de 2011 se considera también el tipo de cambio fijo para el Dólar Canadiense, el Dólar Australiano y Yuan Renminbi.  
<sup>3/</sup> RIB = Reservas Internacionales Brutas del BCB. Las importaciones incluyen bienes y servicios del período.  
 p: Cifras preliminares

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

	Enero - Mayo			Var. (%)	
	2011	2012 <sup>p</sup>	2013 <sup>p</sup>	2012/2011	2013/2012
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>252</b>	<b>691</b>	<b>982</b>	<b>175</b>	<b>42</b>
Exportaciones FOB	2.992	3.943	4.603	32	17
Importaciones CIF ajustado <sup>1/</sup>	2.741	3.252	3.621	19	11

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: p: Cifras preliminares  
<sup>1/</sup> CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores

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

	Enero - Mayo			Var. (%)	
	2011	2012 <sup>p</sup>	2013 <sup>p</sup>	2012/2011	2013/2012
Minerales	1.388	1.302	1.389	-6,2	6,7
Hidrocarburos	1.447	2.180	2.587	50,6	18,6
Gas natural	1.328	2.048	2.486	54,2	21,4
No tradicionales	406	644	799	58,5	24,0
Otros bienes	105	108	119	2,8	10,6
Total Exportaciones CIF	3.347	4.234	4.894	26,5	15,6
Total Exportaciones FOB	2.992	3.943	4.603	31,8	16,8

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

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

DESCRIPCIÓN	Enero - Mayo			Var. (%)	
	2011	2012 <sup>p</sup>	2013 <sup>p</sup>	2012/2011	2013/2012
Bienes de consumo	608	648	772	6,5	19,2
Bienes intermedios	1.440	1.667	1.754	15,7	5,2
Bienes de capital	682	914	1.073	34,2	17,3
Diversos	14	29	22	108,9	-22,8
Total Importaciones CIF	2.744	3.258	3.621	18,7	11,1
Total Importaciones CIF ajustado <sup>1/</sup>	2.741	3.252	3.621	18,6	11,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica  
 NOTAS: p: Cifras preliminares  
<sup>1/</sup> CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores

## II.2 DESEMPEÑO EXTERNO

En el primer trimestre de 2013 se registró un importante superávit en la balanza comercial que, acompañado del incremento de las remesas de trabajadores, explicó el superávit obtenido en cuenta corriente de \$us446 millones, cifra equivalente a 1,6% del PIB anual estimado para 2013. El resultado anterior, compensado parcialmente por el déficit en la cuenta capital y financiera, derivó en un superávit global de \$us391 millones y por consiguiente en un incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN; Cuadro II.2).

El déficit de la cuenta capital y financiera (\$us180 millones), se explicó por amortizaciones de préstamos de corto plazo; destacando el pago anticipado de capital a Petróleos de Venezuela S.A. (\$us32 millones por importación de diesel) a través de la compensación con cuentas por cobrar de YPF originadas en la exportación de petróleo reconstituido; y los aportes a organismos internacionales principalmente a la Corporación Andina de Fomento (CAF). Asimismo, el sector privado registró salidas netas de capital, principalmente por los incrementos en el encaje legal en ME que se constituyeron en activos líquidos en el exterior (Fondo RAL – ME). Destacaron en las operaciones privadas el incremento de la IED.

En el período enero – mayo, la balanza comercial registró un superávit de \$us982 millones, cifra mayor en 42% a la observada en similar periodo de 2012, resultado que se explicó por el fuerte dinamismo de las exportaciones, principalmente de gas natural (Cuadro II.3).

En efecto, las exportaciones de bienes FOB registraron un valor de \$us4.603 millones, 17% más alto que el de similar período de 2012. Este crecimiento fue impulsado por las mayores exportaciones de hidrocarburos y de productos no tradicionales; en el primer caso destaca el efecto del incremento en volúmenes exportados, en tanto que en el resto incidieron favorablemente tanto los volúmenes como los precios (Cuadro II.4).

Las importaciones alcanzaron a \$us3.621 millones, 11% mayor a las registradas en similar período de 2012. Se debe remarcar que el 78% de éstas correspondió a bienes intermedios y de capital, destinados principalmente a la industria y a equipo de transporte (Cuadro II.5).

Por su parte, las remesas recibidas del exterior totalizaron \$us475 millones, monto superior en 8% a las de similar periodo de 2012 (Gráfico II.13). Por origen, las remesas provinieron especialmente de España (45%), Estados Unidos (19%), Argentina (10%), Chile (5%) y Brasil (4%).

En síntesis, el desempeño favorable del sector externo se tradujo en un importante influjo de divisas al país. Como se analiza en el Capítulo III, el incremento de las RIN fue compensado con la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB, contrarrestando el efecto expansivo que estas operaciones implicaron en la liquidez interna.

## II.3 MERCADOS FINANCIEROS Y MONETARIOS

### II.3.1 Intermediación financiera

Durante el primer semestre de 2013 los depósitos del sector privado en el sistema financiero continuaron creciendo, aunque en menor medida que los créditos. En efecto, el crédito al sector privado registró el incremento histórico más alto en términos absolutos. En cuanto a la bolivianización de depósitos y créditos, el ritmo se redujo con relación a gestiones anteriores, siendo más marcada la desaceleración en los depósitos. Por su parte, los indicadores financieros continuaron reflejando la buena salud del sector.

Los depósitos cerraron el semestre con un saldo de Bs94.485 millones, registrando una variación interanual de 18,2%. El flujo semestral (Bs4.423 millones) representó el 69% del observado en similar periodo de 2012 (Gráfico II.14).

El mayor incremento se registró en Depósitos a Plazo Fijo (DPF) en MN, mientras que los DPF en ME continuaron disminuyendo (Cuadro II.6). De esta manera la bolivianización de DPF se incrementó de 77,6% a fines de 2012 a 82,4% al cierre de junio de 2013. Por el contrario, la bolivianización en depósitos a la vista se redujo, por incrementos de estos depósitos en ME acompañados de reducciones en MN. De igual forma, se registró una disminución de la bolivianización de depósitos en caja de ahorro. Este comportamiento estaría asociado a expectativas de

**GRÁFICO II.13: REMESAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR**

(En millones de dólares estadounidenses y porcentaje)



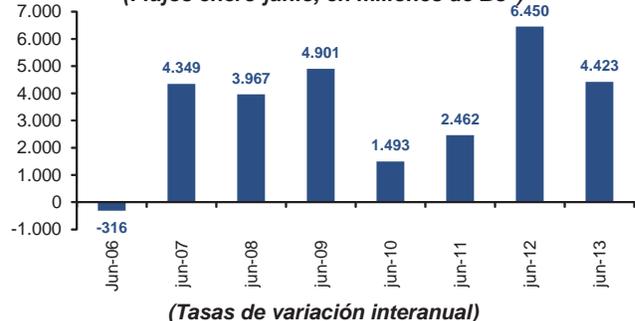
FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

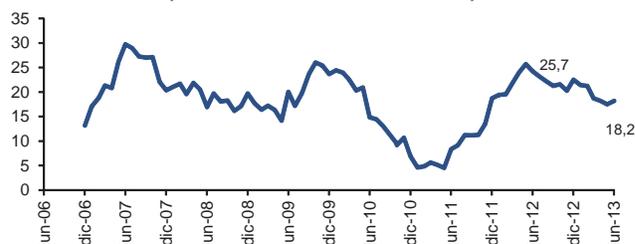
NOTA: Cifras acumuladas al mes de mayo de cada gestión

**GRÁFICO II.14: DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN EL SISTEMA FINANCIERO**

(Flujos enero-junio, en millones de Bs<sup>1/</sup>)



(Tasas de variación interanual)



FUENTE: BCB y Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: <sup>1/</sup> Las cifras corresponden al flujo del primer semestre de cada gestión

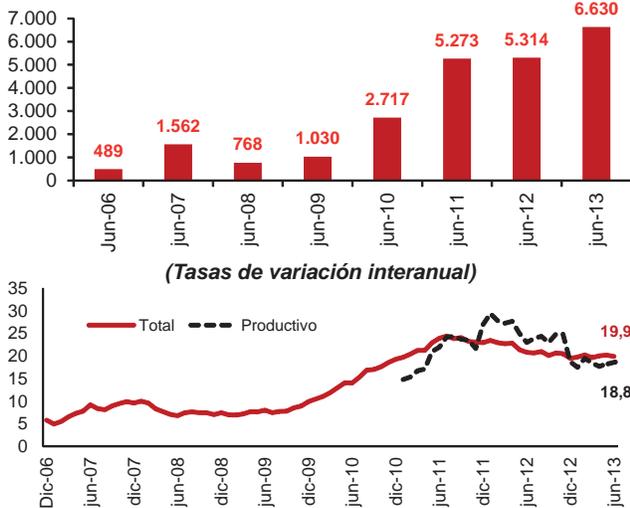
**CUADRO II.6: VARIACIÓN DE DEPÓSITOS POR TIPO Y MONEDA**  
(Flujos en millones de Bs)

TRIMESTRES	2012			2013		
	I	II	Acum	I	II	Acum
<b>A LA VISTA</b>	781	939	1.720	-407	769	361
MN	533	475	1.008	-844	697	-148
ME	251	463	714	436	72	508
UFV	-3	1	-2	0	0	0
<b>CAJA DE AHORROS</b>	-57	824	766	-89	546	457
MN	-175	887	712	-272	389	117
ME	133	-58	75	183	156	339
UFV	-15	-6	-21	0	1	-1
<b>DEPÓSITOS A PLAZO</b>	2.519	1.438	3.958	1.416	1.568	2.985
MN	3.315	2.478	5.794	1.832	2.311	4.143
ME	-625	-933	-1.558	-416	-742	-1.158
UFV	-171	-107	-278	0	0	0
<b>OTROS</b>	53	-47	6	185	436	620
MN	28	-10	17	191	261	452
ME	25	-37	-11	-7	175	168
UFV	0	0	0	0	0	0
<b>MN</b>	<b>3.700</b>	<b>3.830</b>	<b>7.531</b>	<b>907</b>	<b>3.657</b>	<b>4.564</b>
<b>ME</b>	<b>-216</b>	<b>-564</b>	<b>-780</b>	<b>197</b>	<b>-340</b>	<b>-143</b>
<b>UFV</b>	<b>-189</b>	<b>-112</b>	<b>-301</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>TOTAL</b>	<b>3.296</b>	<b>3.155</b>	<b>6.450</b>	<b>1.104</b>	<b>3.318</b>	<b>4.423</b>
<b>Bolivianización</b>	<b>65,8%</b>	<b>67,9%</b>		<b>72,2%</b>	<b>73,3%</b>	

FUENTE: BCB y ASFI

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.15: CRÉDITOS DEL SISTEMA FINANCIER AL SECTOR PRIVADO**  
(Flujos enero-junio, en millones de Bs)



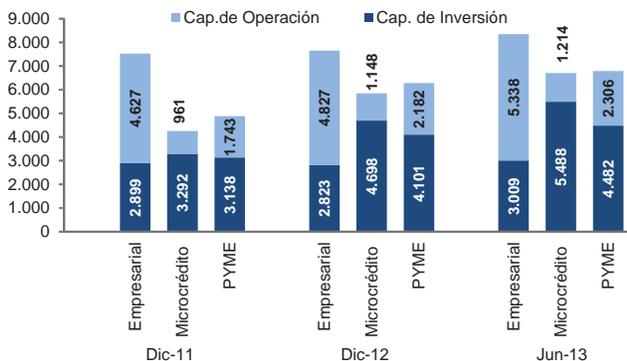
FUENTE: BCB y ASFI  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1</sup> Las cifras corresponden al flujo del primer semestre de cada gestión

que el Impuesto a la Venta de Moneda Extranjera (IVME) podría implicar cierta dificultad para adquirir dólares. Como consecuencia, el BCB dispuso varias ventanillas para la venta directa de dólares al público en general (Ver Sección III.2.2), garantizando la provisión de esta moneda a quienes deseen adquirirla.

El crédito del sistema financiero al sector privado no financiero mantuvo un importante impulso (19,9%), habiendo alcanzado a fines de junio de 2013 un saldo total de Bs78.605 millones. El flujo de los créditos en términos absolutos (Bs6.630 millones) registró un récord histórico, contribuyendo al dinamismo de la actividad económica (Gráfico II.15).

Los créditos al sector productivo mostraron en los últimos meses un fuerte dinamismo, mayor al de los créditos totales, aunque al cierre del semestre la tasa interanual se situó en 18,8%. En éstos, el microcrédito y el financiamiento a las PYME tuvieron una mayor relevancia y se destacó la importancia de los recursos destinados a capital de inversión, sentando las bases para un crecimiento sostenido de las actividades productivas en estos sectores (Gráfico II.16).

**GRÁFICO II.16: SALDO DE CRÉDITOS AL SECTOR PRODUCTIVO**  
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN POR OBJETO DEL CRÉDITO  
(En millones de bolivianos)



FUENTE: ASFI  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En el período de análisis, sólo se registraron incrementos de cartera en MN (Bs8.586 millones), con un crecimiento interanual de 37,2%; mientras que las operaciones en ME continuaron cayendo (Bs1.956 millones), registrando una contracción de 24,4%. Del total colocado, el 81% correspondió al sistema bancario y el resto a entidades financieras no bancarias (Cuadro II.7).

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

Trimestres	2012			2013		
	I	II	Acum	I	II	Acum
<b>Bancos</b>	837	3.106	3.944	1.251	4.149	5.399
MN	1.581	3.299	4.879	2.052	4.871	6.923
ME	-743	-192	-936	-801	-722	-1.523
<b>No bancos</b>	631	788	1.419	568	684	1.252
MN	797	1.023	1.820	767	896	1.663
ME	-166	-235	-401	-199	-212	-411
<b>E. Liquidación</b>	-26	-22	-49	-10	-11	-22
MN	-2	-1	-3	0	0	0
ME	-25	-21	-46	-10	-11	-22
<b>Total</b>	1.442	3.872	5.314	1.809	4.821	6.630
MN	2.376	4.321	6.697	2.820	5.766	8.586
ME	-934	-449	-1.383	-1.010	-946	-1.956
<b>Bolivianización</b>	71,8%	74,2%		81,9%	84,3%	

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

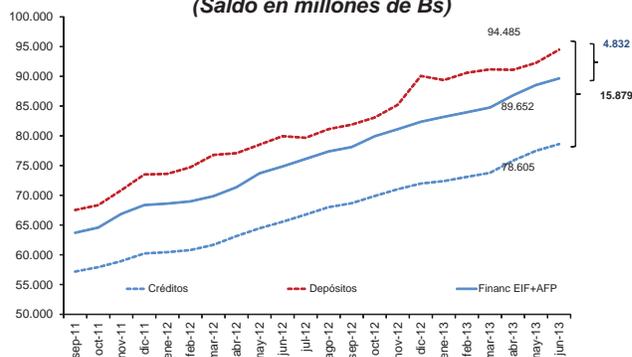
Consolidando los créditos de las entidades de intermediación financiera (Bs78.605 millones) y el financiamiento que otorgan las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) al sector privado (Bs11.047 millones) a través de la compra de bonos de empresas y otros,<sup>16</sup> el financiamiento total al sector privado alcanzó a Bs89.652 millones (Gráfico II.17), manteniendo una tasa de crecimiento interanual alrededor de 23%. Incluyendo estas operaciones, la brecha entre créditos y depósitos del sector privado se reduce de Bs15.879 millones a Bs4.832 millones.

En cuanto al porcentaje de bolivianización, el correspondiente a los depósitos llegó a 73,3% (1,3pp más que en diciembre de 2012), y el de los créditos a 84,3% (4,3pp mayor; Gráfico II.18).

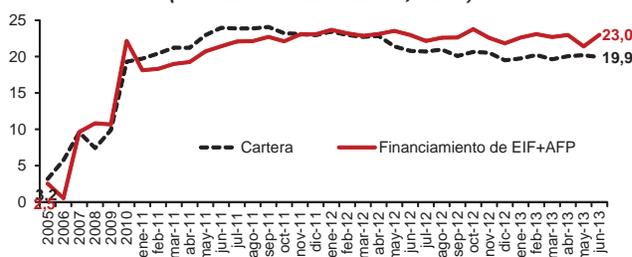
La velocidad en la bolivianización de los depósitos registró un importante impulso con las medidas de Encaje Legal aprobadas en 2012, acumulando a septiembre un máximo de 10,1pp a doce meses; sin embargo, en junio de 2013 mostró una desaceleración llegando a 5,5pp. En cuanto al dinamismo en la bolivianización de la cartera, éste se redujo ligeramente en 0,4pp durante el semestre (Gráfico II.19).

El sistema financiero continuó exhibiendo reducida morosidad, con un ratio históricamente bajo. La solvencia se destacó en el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) mayor al que exige la normativa. El indicador de liquidez se redujo en línea con el crecimiento de la cartera y las colocaciones de títulos del BCB (ver Capítulo III), pero se mantiene

**GRÁFICO II.17: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO CONSOLIDADO (Saldo en millones de Bs)**

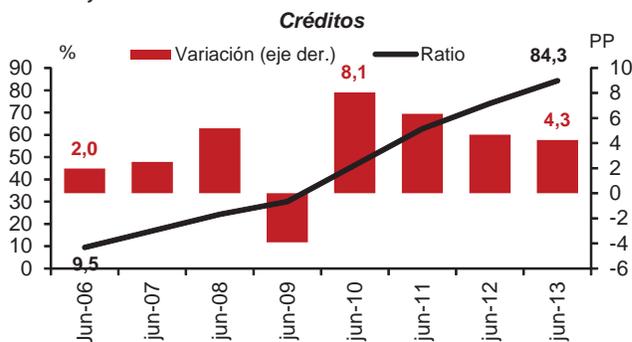
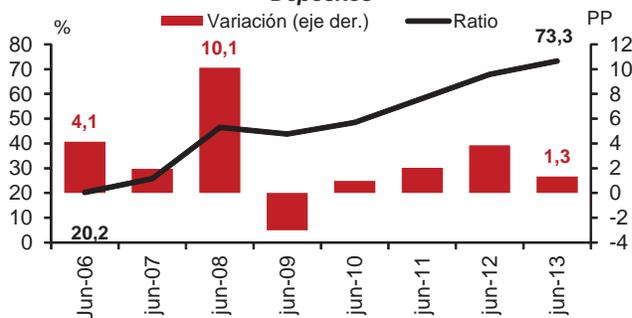


**(Crecimiento interanual, en %)**



FUENTE: BCB, ASFI y Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

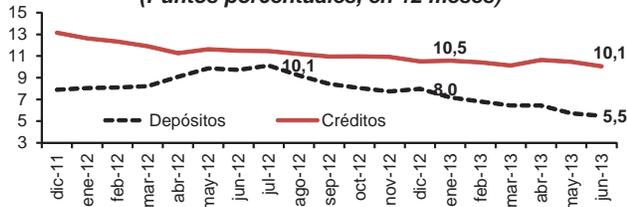
**GRÁFICO II.18: BOLIVIANIZACIÓN (En porcentaje y puntos porcentuales) Depósitos**



FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: La variación de la bolivianización corresponde a la diferencia entre el ratio de junio y diciembre del año anterior

<sup>16</sup> Las AFP también realizan compras de valores de titularización de entidades financieras de desarrollo, las cuales canalizan recursos a sectores que no pueden acceder al financiamiento de los bancos. Asimismo, incluyen en su cartera cuotas de participación en Fondos de Inversión destinados a impulsar crecimientos sostenibles en empresas o asociaciones que van en beneficio de productores campesinos.

**GRÁFICO II.19: VELOCIDAD DE LA BOLIVIANIZACIÓN**  
(Puntos porcentuales, en 12 meses)



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

en niveles adecuados para enfrentar eventuales situaciones adversas (Cuadro II.8).

**II.3.2 Agregados monetarios**

Al finalizar el primer semestre, la emisión monetaria registró un crecimiento interanual de 11,6%, inferior al estimado a inicios de la gestión (Cuadro II.9). Este comportamiento estuvo en línea con sus determinantes, de tal manera que no se produjeron desequilibrios en el mercado monetario. En efecto, la desaceleración estaría explicada por el menor dinamismo en la bolivianización de pasivos monetarios.

**CUADRO II.8: INDICADORES DEL SISTEMA BANCARIO**  
(En porcentaje)

	2010	2011	jun-12	2012	jun-13	
Pesadez de Cartera (%)		2,2	1,7	1,7	1,5	1,6
CAP		11,9	12,3	12,6	12,6	12,8
ROE (Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos		17,3	19,5	15,6	17,6	11,4
		39,0	37,6	35,7	37,4	33,5

FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: CAP = Coeficiente de Adecuación Patrimonial  
ROE = Return on Equity (Rentabilidad financiera)

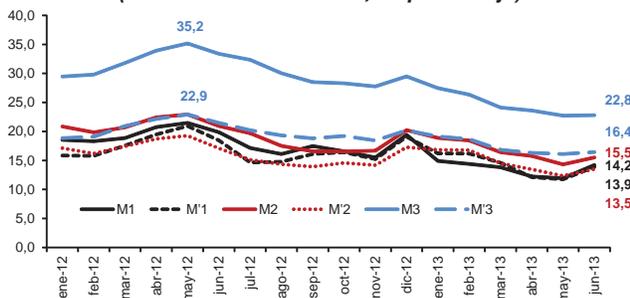
Si bien los agregados monetarios en MN (M1 y M2) continuaron registrando crecimientos interanuales mayores a los de aquellos que además incluyen moneda extranjera (M'1 y M'2), esta diferencia se acortó producto de los incrementos de los depósitos en ME a la vista y en caja de ahorros. No obstante, la brecha entre el crecimiento de M3 y M'3 se mantiene elevada debido a que los DPF continuaron bolivianizándose (Gráfico II.20).

**CUADRO II.9: AGREGADOS MONETARIOS**  
(Variación a doce meses, en porcentaje)

	jun-11	jun-12	jun-13
Base monetaria	4,2	20,4	15,5
Emisión monetaria	28,9	15,1	11,6
M1	27,4	19,9	14,2
M'1	22,5	18,5	13,9
M2	27,1	20,9	15,5
M'2	16,2	17,1	13,5
M3	30,6	33,4	22,8
M'3	13,5	21,5	16,4

FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.20: EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS**  
(Variación a doce meses, en porcentaje)



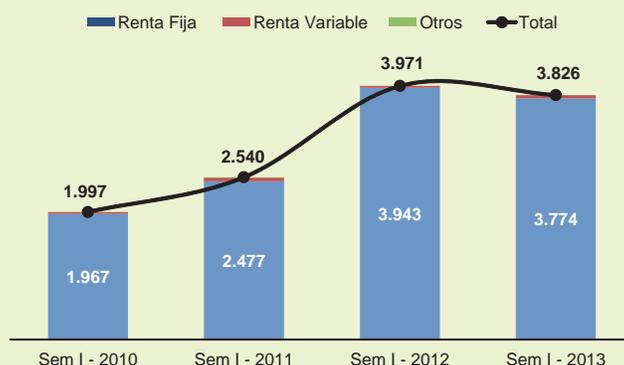
FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

## RECUADRO II.1: FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS A TRAVÉS DE LA BOLSA DE VALORES

Las empresas obtienen recursos para financiar sus proyectos a través de distintas fuentes: entidades de intermediación financiera (bancos, mutuales, cooperativas y fondos financieros), financiamiento externo, bolsa de valores, recursos propios y otras. Este recuadro tiene como objetivo analizar los beneficios y el comportamiento en los últimos años de una de estas fuentes de financiación: la Bolsa Boliviana de Valores. En la medida que la bolsa es una opción atractiva, que canaliza importantes volúmenes de ahorro hacia las empresas que requieren financiamiento de proyectos productivos, es importante su profundización para alcanzar un mayor desarrollo económico y social. Caporale *et al.* (2004) postulan, basados en evidencia empírica obtenida de una muestra de siete países, que una bolsa de valores bien desarrollada puede fomentar el crecimiento y desarrollo económico en el largo plazo a través de una acumulación de capital más rápida y mediante una mejor asignación de recursos. Wang y Ajit (2013), condicionan este resultado a que la bolsa de valores no sólo cumpla el rol de administrador de mercado de las emisiones de empresas grandes, sino que alcance a la mayor parte de los sectores de la economía. Otro aspecto a destacar es la posibilidad de lograr un financiamiento a menor costo respecto a otras fuentes (las tasas de interés en bolsa generalmente son menores a las de crédito bancario). Adicionalmente, en el mercado bursátil se pueden obtener recursos para proyectos que el sistema bancario normalmente se abstiene de financiar, como proyectos innovadores que conllevan mayores riesgos para su implementación.

En los últimos años, la Bolsa Boliviana de Valores ha cobrado mayor relevancia como opción de financiamiento por el dinamismo observado en sus operaciones. El primer semestre de 2013 registró un monto total operado de \$us3.826 millones (Gráfico II.21), similar al del mismo período en 2012, observándose incrementos significativos respecto a períodos similares de 2011 y 2010 (50,7% y 91,8%, respectivamente). Si bien en el total operado en renta fija se destacan los Depósitos a Plazo Fijo, se observa un mayor vigor en las últimas gestiones en operaciones de bonos bancarios bursátiles y de largo plazo (Gráfico II.22).

**GRÁFICO II.21: MONTOS OPERADOS EN LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES S.A.**  
(En millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.22: MONTOS OPERADOS EN RENTA FIJA**  
(En millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En el primer semestre de 2013, entre las emisiones de renta fija en dólares más importantes resalta la de Transierra S.A. por un monto de \$us135 millones, a ser utilizado en la ampliación de la Estación de Comprensión de Villamontes que facilita el transporte de gas del yacimiento Margarita al Brasil y para pagar pasivos financieros a sus accionistas (Petrobras, YPFB Andina y Total) quienes invertirán en la exploración y explotación de hidrocarburos en territorio nacional (Cuadro II.10). Asimismo, destacan las emisiones de las empresas oleaginosas por alrededor de \$us45 millones, destinados principalmente a nuevas tecnologías e incrementos en la capacidad de producción y almacenaje de Bolivia.

**CUADRO II.10: VALORES VIGENTES EN LA BOLSA EMITIDOS EL 2013**  
(En millones de dólares estadounidenses)

Bonos Bancarios Bursátiles	Emisión	Monto
Banco Nacional de Bolivia S.A.	Bonos BNB I	24,9
<b>Bonos a Largo Plazo</b>		
Ferrovía Oriental S.A.	Bonos Ferrovía Oriental	3,0
Industrias de Aceite S.A.	Bonos IASA III	20,0
Industrias Oleaginosas S.A.	Bonos IOL I	24,9
Transierra S.A.	Bonos Transierra I	135,0
<b>Pagarés Bursátiles</b>		
Bisa S.A. Agencia de Bolsa	Pagarés Bursátiles Bisa Bolsa II	1,9
Santa Cruz Securities S.A.	Pagarés Bursátiles SC Securities	1,5

FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Con respecto a las operaciones de renta fija en moneda nacional, se destacan las emisiones de bonos y valores de titularización por parte del Banco Solidario S.A., la Sociedad Agroindustrial Nutrioil S.A. y la Cooperativa Boliviana de Cemento, Industrias y Servicios (COBOCE S.R.L.) con montos de Bs220 millones, Bs170 millones y Bs116 millones respectivamente (Cuadro II.11). Los recursos obtenidos por el Banco Solidario serán utilizados para fortalecer su cartera de microcréditos en MN. Por su parte, Nutrioil utilizará el financiamiento obtenido para respaldar la instalación de una planta completa para el procesamiento de grano de soya y la construcción de caminos de acceso hasta sus instalaciones, y COBOCE financiará nuevos proyectos de infraestructura para ampliar su capacidad de producción.

**CUADRO II.11: VALORES VIGENTES EN LA BOLSA EMITIDOS EL 2013**  
(En millones de bolivianos)

Bonos Bancarios Bursátiles	Emisión	Monto
Banco Solidario	Bonos Banco Sol	220,0
Banco FIE	Bonos Banco FIE 1	91,0
<b>Bonos a Largo Plazo</b>		
BNL-BNB Leasing	Bonos BNB Leasing 1	22,9
Ferrovial Oriental S.A.	Bonos Ferrovial Oriental	38,0
Gas y Electricidad S.A.	Bonos Gas y Electricidad	17,5
Sociedad Agroindustrial Nutriol S.A.	Bonos Nutriol I	170,0
<b>Pagarés Bursátiles</b>		
Compañía Americana de Construcciones S.A.	Pagarés Bursátiles Ameco I	17,5
Droguería INTI S.A.	Pagarés Bursátiles INTI II	10,4
Fortaleza Leasing S.A.	Pagarés Bursátiles Fort. II	13,7
<b>Valores de Titularización de Contenido Crediticio</b>		
CBT-PA COBOCE-Bisa	Emisión de los Valores de Titularización COBOCE-Bisa	115,6

FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

El financiamiento mediante las bolsa de valores es efectivamente menos costoso en la medida que las empresas demuestren solvencia financiera, una buena rentabilidad actual o potencial y una administración transparente. Asimismo, los factores macroeconómicos e institucionales, como la estabilidad de precios, un crecimiento sostenido de la economía y la eficiencia de las instituciones del Estado, también influyen en la percepción de riesgos y por tanto en el costo de financiamiento en este mercado. Al respecto, el país ha tenido avances importantes debido a una efectiva coordinación en la gestión macroeconómica (entre el MEFP, el BCB y la ASFI) y mejoras en los mecanismos de regulación que buscan dar un mayor soporte y ampliar el alcance y/o cobertura del mercado bursátil en Bolivia. En este sentido, las tasas de interés con las que varias empresas emitieron bonos y valores de titularización en la Bolsa Boliviana de Valores durante el primer semestre de 2013, tanto en moneda nacional como en dólares estadounidenses, fueron menores a las tasas activas registradas en el sector bancario (Cuadro II.12). Citando un ejemplo se tiene a Transierra, que emitió bonos a siete años plazo, con una tasa de interés de 5,8%, por debajo de la tasa promedio ofrecida en el sistema bancario (7,2%).

**CUADRO II.12: COMPARACIÓN DE TASAS EN BBV Y SISTEMA BANCARIO**  
(En porcentajes)

2013	BBV		Sistema Bancario <sup>1/</sup>			
	Tasa Ponderada <sup>2/</sup>		Empresas	PYME	Empresas	PYME
	MN	ME	MN	ME	MN	ME
Enero	5,8	1,8	6,2	8,2	6,8	8,4
Febrero	5,2	6,1	5,8	8,2	7,2	8,1
Marzo	4,9	3,4	5,9	8,5	6,7	7,8
Abril	4,3		5,6	8,1	6,6	8,4
Mayo	5,3	2,6	5,4	8,1	6,4	8,1
Junio		5,9	5,7	8,2	7,2	8,1

FUENTE: BCB y ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTAS: <sup>1/</sup> Tasas Efectivas  
<sup>2/</sup> No incluye las tasas de las transacciones fuera de Bolsa

En resumen, en los últimos años las operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores mostraron un importante dinamismo. El monto total operado en 2012 y en el primer semestre de 2013, creció significativamente, reflejando la ampliación de las fuentes de financiamiento a menores costos para proyectos productivos de diversas empresas nacionales. Asimismo, los progresos en los factores macroeconómicos como el control de la inflación, el buen desempeño global de la economía, la transparencia y la mejora en los mecanismos de regulación del sistema de intermediación financiera y la bolsa de valores en particular, brindan una base sólida para la ampliación y profundización del mercado bursátil en los próximos años, lo cual podría repercutir aún más en mayor desarrollo económico del país.

## **Bibliografía**

Caporale, Howells y Soliman (2004). “*Stock Market Development and Economic Growth: the casual linkage*”, *Journal of Economic Development*, Vol. 29, Number 1, June 2004, pp 33 – 50.

Wang y Ajit (2013). “*Stock Market and Economic Growth in China*”, *Journal Economics Bulletin*, Vol. 33, Number 1, pp 95 – 103.

### III. Políticas del BCB

*Los primeros meses de 2013 se caracterizaron por el repunte de las presiones inflacionarias y el desanclaje de las expectativas de inflación en medio de ajustes de precios relativos y fuerte dinamismo de la actividad económica. Adicionalmente, a principios de año el sistema financiero contaba con una elevada liquidez y se preveía un impacto adicional en el segundo trimestre por el incremento salarial. En este contexto, el BCB incrementó gradualmente la oferta semanal de títulos de regulación monetaria e incorporó nuevos instrumentos como la emisión de Certificados de Depósito para las Gestoras que administran los Fondos del Sistema Integral de Pensiones y la introducción de los títulos directos “BCB–Aniversario”. Con ello, se logró reducir sustancialmente la liquidez sin generar fuertes presiones en las tasas de interés. A este propósito contribuyeron también el superávit fiscal y la contracción del financiamiento al sector público (cuyas metas se cumplieron con amplios márgenes) junto con el incremento del encaje requerido para depósitos en ME.*

*El tipo de cambio se mantuvo sin modificaciones en la primera mitad, orientación que responde a la continua reducción de las presiones inflacionarias externas. En medio de una fuerte volatilidad de las paridades cambiarias de nuestros socios comerciales, la estabilidad señalada permitió mantener ancladas las expectativas del público y, a su vez, apoyó a sostener el proceso de bolivianización. El tipo de cambio real se mantuvo acorde con la tendencia establecida por sus fundamentos, sin la presencia de desalineamientos persistentes.*

*Además de las políticas señaladas, el BCB realizó otras acciones que contribuyen también al desarrollo económico y social dando cumplimiento a lo*

*establecido en la Constitución Política del Estado. Destacan el financiamiento a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas y al Bono Juana Azurduy, las políticas para incentivar el crédito del sistema financiero al sector privado, el impacto redistributivo de la política cambiaria y el aporte de la bolivianización al control de la inflación y dinamización del crédito. Asimismo, con el propósito de mejorar las condiciones de ahorro de las familias, se continuó con la venta directa de Bonos a personas naturales por parte del BCB con tasas de rendimiento atractivas.*

### **III.1 POLÍTICA MONETARIA**

El Programa Monetario refleja las políticas específicas del BCB orientadas al cumplimiento de su objetivo asignado por la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia y la Ley 1670 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. En ese sentido, las políticas del BCB se caracterizaron por su prudencia y orientación contracíclica; además de su implementación oportuna, activa y en coordinación con el Órgano Ejecutivo, lo que permitió mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos.

#### *III.1.1 Programa monetario*

El Programa Monetario forma parte del Programa Financiero elaborado conjuntamente con el MEFP, el cual fue incorporado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2013 suscrita públicamente entre ambas instituciones el 28 de enero de 2013.

En un contexto de fuerte crecimiento de los ingresos del sector público y privado, el establecimiento de límites al déficit fiscal, al financiamiento al sector público (Financiamiento Interno al Sector Público y Crédito Interno del BCB al SPNF o CIN-SPNF) y al crédito interno neto del BCB (CIN) se constituye en un mecanismo efectivo y transparente que refleja la relevancia que las autoridades confieren a la estabilidad macroeconómica, más cuando estas metas son acordadas públicamente entre las principales autoridades del MEFP y BCB. Por su parte, considerando su elevado nivel, las metas de RIN tienen más bien carácter referencial que permiten establecer metas al CIN para no imponer restricciones al crecimiento de la emisión monetaria que pueda

deberse a sus determinantes como la bolivianización y el crecimiento de la actividad económica, ambos, muy dinámicos en los últimos años.

Al primer semestre, la ejecución del Programa Financiero registró márgenes en todas las metas (Cuadro III.1). El superávit del SPNF del primer semestre de 2013 fue uno de los más altos de los últimos 7 años, tanto en valores absolutos (Bs6.528 millones) como en términos del PIB (3,5%), explicado principalmente por los mayores ingresos tributarios y las elevadas ventas de hidrocarburos en el mercado externo e interno. Este superávit se reflejó en una disminución del financiamiento interno (Bs6.792 millones) y del Crédito Interno Neto del BCB (Bs6.280 millones) al SPNF. Consecuentemente, el CIN total registró también una disminución (Bs6.010 millones).

Las RIN en este mismo período se incrementaron en \$us727 millones. Para el semestre se había programado una pérdida de \$us323 millones que 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, operación que se realizaría en los próximos meses (para más detalle del FINPRO ver sección III.4.3). Cabe anotar que el uso acotado de las RIN con fines productivos se justifica por su alto costo de oportunidad, considerando su elevado nivel, las bajas tasas de interés internacionales y la importancia de incrementar la tasa de inversión en el país.

La emisión monetaria registró una contracción mayor a la de similar período de la gestión anterior. Sin embargo, no presentó desalineamientos respecto a la calculada con sus determinantes y el resultado señalado estaría explicado por el comportamiento de la bolivianización de los pasivos monetarios más lenta que en gestiones anteriores. Asimismo, indicaría también, que el margen en las RIN se ha compensado con la mayor contracción del CIN y no ha tenido impacto adicional en la liquidez debido a la orientación de la política monetaria y a los depósitos del SPNF (Cuadro III.2).

El resultado anterior está muy vinculado con el comportamiento del CIN-SPNF que fue más contractivo que en el primer semestre del año anterior. La expansión de los depósitos superó ampliamente

**CUADRO III.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FISCAL-FINANCIERO 2013<sup>1/</sup>**  
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2013)

	ENERO-JUNIO DE 2013			
	Meta Acordada <sup>2/</sup>	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)	
<b>VARIABLES FISCALES</b>				
Déficit del Sector Público (Superávit = --)	Bs	-5.011	-6.528	1.516
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-6.107	-6.792	686
<b>VARIABLES MONETARIAS</b>				
Crédito Interno Neto Total (CIN - Total)	Bs	2.233	-6.010	8.244
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN - SPNF)	Bs	-4.633	-6.280	1.646
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	-323	727	1.050

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: <sup>1/</sup> Las cifras se calcularon utilizando tipos de cambio fijos para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, el yuan, la UFV y DEG, así como un precio fijo para el oro

<sup>2/</sup> Programa Fiscal – Financiero acordado entre el BCB y MEFP el 28 de enero de 2013

**CUADRO III.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO<sup>1/</sup>**  
(Flujos en millones de bolivianos)

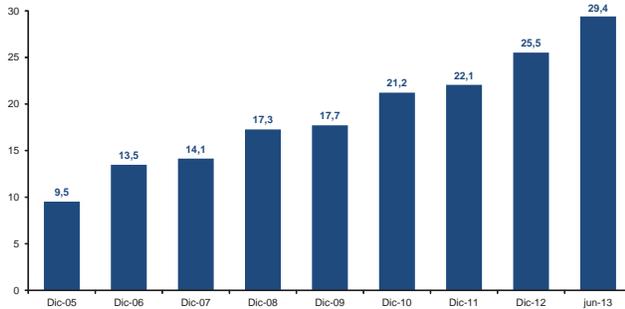
	I SEM 2012	I SEM 2013
<b>1. EMISIÓN</b>	<b>-224</b>	<b>-1.024</b>
2. CRÉDITO INTERNO NETO	-3.603	-5.932
2.1 SECTOR PÚBLICO	-6.044	-6.562
<b>Crédito Neto del BCB</b>	<b>-5.898</b>	<b>-6.280</b>
Cuasifiscal	-146	-283
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	1.865	3.908
Encaje legal	4.041	4.332
OMA (LT's D y BT's)	-2.174	-420
Otros	-2	-4
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	111	12
2.4 OTROS	465	-3.290
d/c: OMA (Títulos "D" a particulares, AFPs y otros)	51	-1.207
OMA - colocación directa títulos "D" a particulares	121	-26
CDs - colocación directa AFPs		-1.780
3. OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	96	-78
<b>4. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS</b>	<b>3.282</b>	<b>4.986</b>
(en mill.\$us.)	478	727
<b>CRÉDITO INTERNO NETO (Incluye OMLP)</b>	<b>-3.506</b>	<b>-6.010</b>
<b>Pro memoria: Total OMA + CD a las AFP</b>	<b>-2.002</b>	<b>-3.433</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

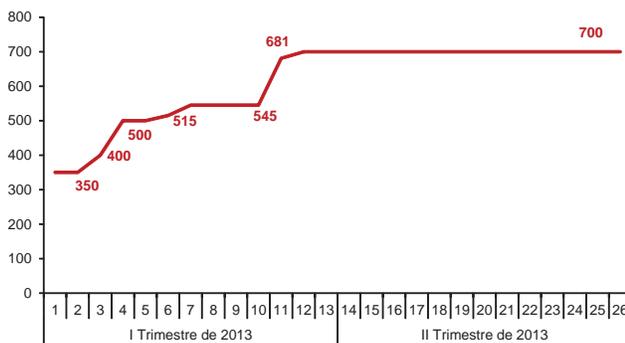
NOTAS: <sup>1/</sup> Las cifras se calcularon utilizando tipos de cambio fijos para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, el yuan, la UFV y DEG, así como un precio fijo para el oro

**GRÁFICO III.1: DEPÓSITOS DEL SPNF EN EL BCB**  
(En porcentaje del PIB)



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

**GRÁFICO III.2: OFERTA SEMANAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA**  
(En millones de bolivianos)



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

a los créditos concedidos a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE; ver sección III.4.1). De forma análoga, el superávit cuasifiscal (resultado del BCB) fue mayor debido en parte a los intereses generados por la inversión de las reservas internacionales<sup>17</sup> y la cartera con el sector público. En este sentido, el Sector Público Consolidado (SPNF más BCB) fue contractivo en Bs6.562 millones (Cuadro III.2). Los depósitos que el SPNF mantiene en el BCB continuaron con un crecimiento sostenido, alcanzando a fines de junio el equivalente a 29% del PIB (Gráfico III.1). El SPNF continúa conservando una importante capacidad para realizar políticas expansivas en un eventual deterioro de la actividad económica.

Por su parte, el CIN al sector financiero registró un incremento mayor al de la gestión pasada, producto de una importante reducción del excedente de encaje por las colocaciones netas de títulos de regulación monetaria mediante OMA y el incremento del encaje requerido por depósitos en ME, como se analiza más adelante.

*III.1.2 Operaciones de mercado abierto*

La colocación o redención de títulos públicos que realiza el BCB mediante OMA son el principal instrumento indirecto para regular la liquidez del sistema financiero y el volumen de los medios de pago en la economía.

En línea con el balance realizado entre los objetivos de mantener una inflación baja y estable, y apuntalar el crecimiento económico, y en un contexto caracterizado por: i) la elevada liquidez que el sistema financiero registró a inicios de 2013, ii) el repunte de las presiones inflacionarias en los primeros meses, iii) el des-anclaje de las expectativas de inflación principalmente del primer trimestre, iv) el importante dinamismo de la actividad económica y v) la liquidez adicional generada en el segundo trimestre por el incremento salarial; el BCB incrementó gradualmente la oferta semanal de títulos de regulación monetaria hasta alcanzar a Bs700 millones (después de cerrar la gestión 2012 en Bs350 millones), monto que se mantuvo durante el segundo trimestre (Gráfico III.2). Por otra parte, modificó su composición por plazos a

<sup>17</sup> Las utilidades de las RIN financian en parte el pago del Bono Juana Azurduy (Ver sección III.4.2).

fin de regular de mejor manera la liquidez generando una estructura de vencimientos más uniforme.

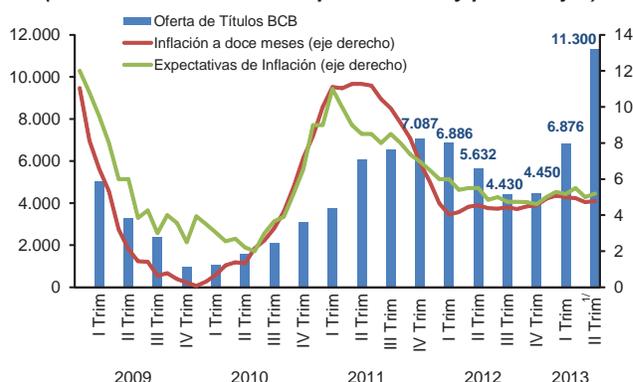
Adicionalmente, el BCB implementó un nuevo instrumento efectivo para regular la liquidez sin que ello implique alzas pronunciadas de las tasas de interés. Éste consistió en la colocación de Certificados de Depósitos (CD) a las Entidades Administradoras de Fondos del Sistema Integral de Pensiones (AFP y Fondo de la Renta Universal de Vejez o FRUV) a una tasa fija de 2,5% anual mediante una oferta limitada en monto (Bs2.200 millones) y circunscrita a la segunda quincena de junio de 2013 (del 14 y 28). Las colocaciones de CD alcanzaron a Bs1.825 millones, los mismos que vencerán en junio de 2014, incrementando la capacidad del ente emisor de proveer liquidez al sistema si las condiciones de la actividad económica así lo requieran.

En este sentido, la oferta trimestral se incrementó en más de Bs4.300 millones (Gráfico III.3), que implicó un margen importante para regular la liquidez por encima de los vencimientos y hacer frente a las presiones inflacionarias señaladas.

En este sentido, se logró una sustancial reducción de la liquidez (excedente de encaje constituido por las Entidades de Intermediación Financiera, EIF) que pasó de Bs11.064 millones a fines de 2012 a Bs6.321 millones al cierre del primer semestre de 2013. Parte importante de este resultado se debió a la colocación neta de títulos de regulación monetaria a través de OMA (Bs3.433 millones en el primer semestre de 2013, frente a Bs2.002 millones en igual periodo de 2012; Cuadro III.2). Del total de estas intervenciones, sólo una parte se realizó mediante ventas netas de títulos a las EIF (Bs904 millones), mientras que el resto (Bs2.529 millones) se vendió a otras entidades (AFP, FRUV y otras) y al sector privado no financiero (Títulos BCB directo) que, indirectamente, redujo también el excedente de encaje de las EIF en la medida que para la adquisición de estos instrumentos acudieron a recursos que mantenían en dichas entidades.

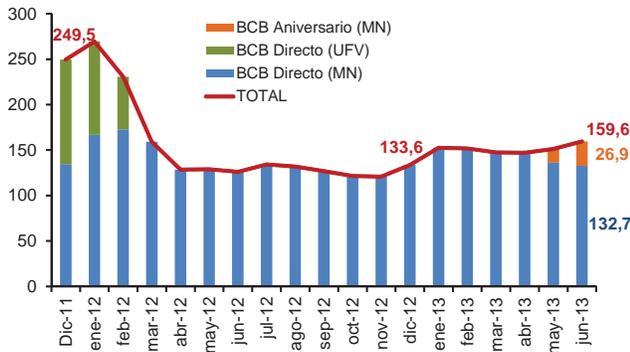
Asimismo, se amplió la capacidad del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) facultándole el incremento de la oferta semanal de títulos por encima de los límites aprobados por el Directorio del BCB en situaciones debidamente justificadas.

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



FUENTE: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias, Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1)</sup> Incluye la oferta de CD colocados en forma directa a las AFP y FRUV

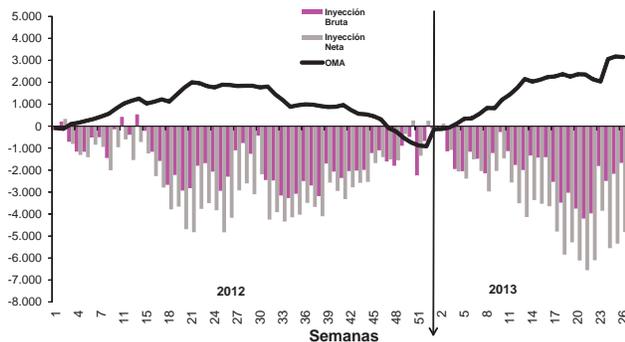
**GRÁFICO III.4: OMA DIRECTAS**  
(Saldos en millones de bolivianos)



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

Se destaca también la emisión de títulos directos al sector privado no financiero denominados “BCB-Aniversario”,<sup>18</sup> profundizando la democratización de estos instrumentos al permitir el acceso de las familias a títulos de regulación monetaria seguros y con elevados rendimientos, aspecto muy particular de la instrumentación de la política monetaria que realiza el BCB. El saldo de colocaciones directas alcanzó a fines de junio de 2013 Bs160 millones, registrando un incremento de Bs26 millones respecto a diciembre de 2012 (Gráfico III.4).

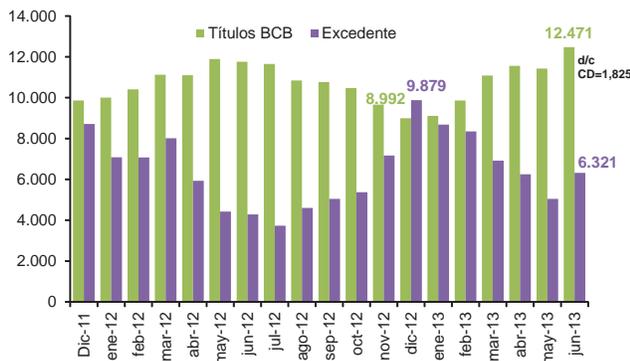
**GRÁFICO III.5: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE LIQUEZ**  
(Flujos anuales acumulados en millones de bolivianos)



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

En términos más amplios, la orientación contracíclica de la política monetaria se plasmó en la reducción de la liquidez del sistema financiero medida por el excedente de encaje legal. En el primer trimestre de 2013, las importantes colocaciones netas de OMA junto a la inyección bruta negativa a causa de la acumulación de depósitos del SPNF permitieron reducir la liquidez (Gráfico III.5). En el segundo trimestre, la inyección bruta aumentó por el incremento en las RIN que fue compensado parcialmente por la acumulación neta de depósitos del SPNF. Sin embargo, las OMA permitieron una reducción neta de la liquidez. En este marco, las colocaciones netas fueron determinantes para reducir los excedentes de liquidez durante el semestre. En síntesis, como en años anteriores, el BCB ha regulado la liquidez previniendo impactos inflacionarios pero manteniendo una gradualidad adecuada que evite efectos nocivos en la actividad económica.

**GRÁFICO III.6: SALDOS DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA Y EXCEDENTE DE ENCAJE**  
(En millones de bolivianos)



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

A la par que se redujo la liquidez del sistema financiero, se incrementó también la colocación neta de títulos del BCB (Gráfico III.5). El saldo de títulos públicos del BCB se incrementó de Bs8.992 millones a fines de diciembre de 2012 a Bs12.471 millones a fines de junio de 2013 (Gráfico III.6).<sup>19</sup>

18 Desde el 2 de mayo de 2013 el BCB emitió los Bonos Aniversario a plazos de 273 y 364 días con tasas de 4,5% y 5%, respectivamente; y hasta un monto de Bs30 mil. Al 28 de junio estas colocaciones registraron un saldo de Bs26,9 millones.

19 Por su parte, el TGN continuó realizando redenciones de sus títulos valor disminuyendo de esta manera el saldo de los mismos de Bs7.561 millones en diciembre 2012 a Bs7.111 millones en junio de 2013. Destacó la ampliación de plazos de la deuda del TGN al haberse realizado colocaciones de títulos a 50 años. Los Bonos Tesoro Directo que se emitieron desde junio 2012 comenzaron a redimirse en este mes de 2013 alcanzando a fines del semestre a un saldo de Bs127,5 millones.

Las colocaciones netas del BCB vinieron acompañadas de incrementos moderados y graduales de las tasas de títulos de regulación monetaria en 62, 100, 109, 122 y 99pb<sup>20</sup> en los plazos de 91, 182, 273, 364 y 728 días, respectivamente, con relación al cierre de 2012 (Gráfico III.7).

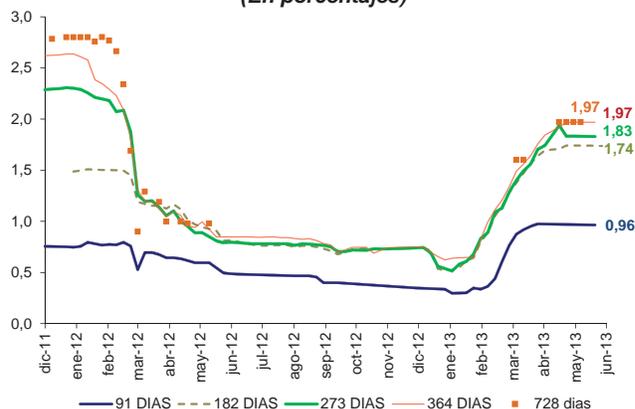
Al igual que las tasas de interés monetarias, las tasas pasivas en el sistema bancario registraron incrementos en la mayoría de los plazos generando mejores condiciones para el ahorro (Gráfico III.8). En el caso de las tasas activas, luego de presentar caídas en los primeros meses del año, exhibieron repuntes a partir de mayo (Gráfico III.9). Empero, es importante señalar que se mantienen en niveles bajos en el contexto regional y respecto al comportamiento histórico. Se destaca la efectividad en la reducción de la liquidez sin que haya implicado alzas pronunciadas en las tasas activas que puedan generar contracciones no deseadas en la actividad económica.

### III.1.3 Encaje legal

El encaje legal es el porcentaje de los depósitos totales que las EIF deben mantener como reserva obligatoria. Durante el semestre, se continuó ampliando la base de los depósitos en ME sujetos a encaje adicional, la cual continuará siendo incrementada hasta 2016 según cronograma (Ver Recuadro III.1). Esta medida, aprobada en 2012, ha sido muy efectiva para profundizar el proceso de bolivianización de las captaciones, fortalecer la regulación macroprudencial y regular la liquidez, al exigir a las EIF que constituyan activos externos en proporción creciente a los depósitos en ME que captan.

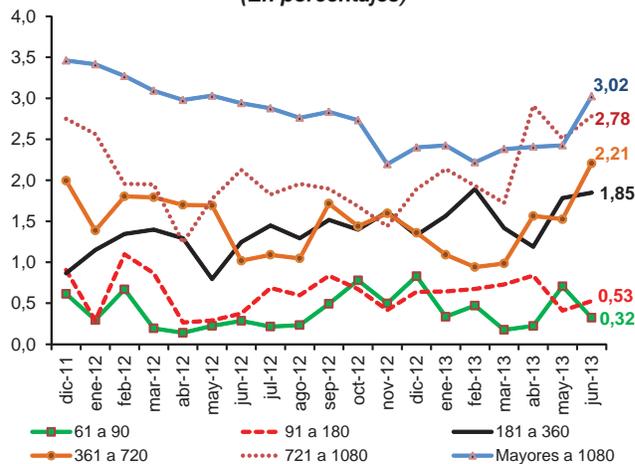
Según el cronograma, a partir del 4 de marzo de 2013 se realizó un nuevo incremento de la base de depósitos en ME sujeta a encaje adicional, lo que implicó un incremento del encaje requerido en Títulos en ME de Bs600 millones. En 2012 se registraron los tres primeros incrementos cuantificados en Bs2.520 millones (abril, agosto y diciembre; Gráfico

**GRÁFICO III.7: TASA EFECTIVA ANUALIZADA DE TÍTULOS PÚBLICOS DE REGULACIÓN MONETARIA (En porcentajes)**



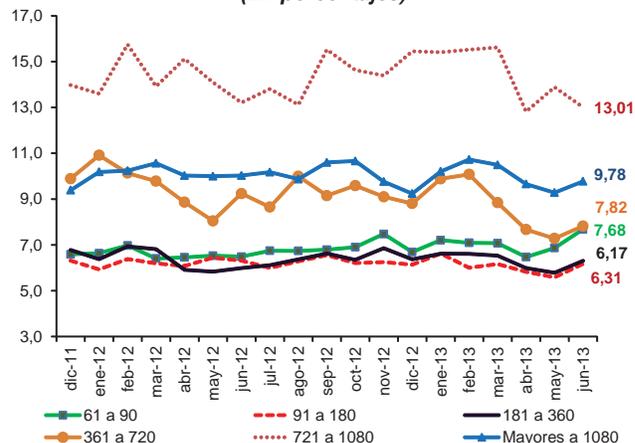
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO III.8: TASAS DE INTERÉS PASIVAS (En porcentajes)**



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

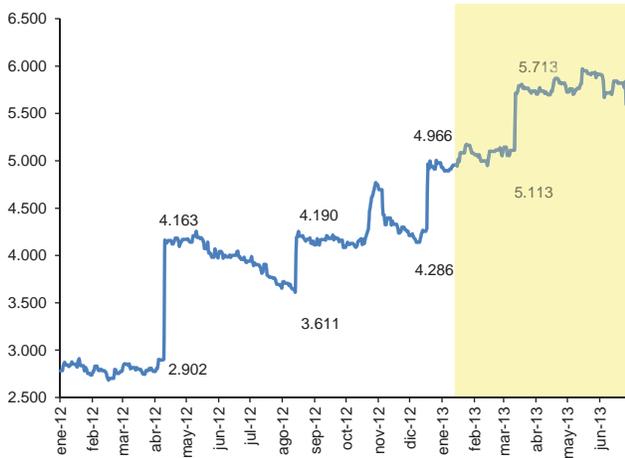
**GRÁFICO III.9: TASAS DE INTERÉS ACTIVAS (En porcentajes)**



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

20 En el caso de los títulos a dos años, la variación se calcula con respecto a junio de 2012, fecha de la última colocación de 2012.

**GRÁFICO III.10: ENCAJE LEGAL REQUERIDO EN TÍTULOS ME – MVDOL (En millones de bolivianos)**

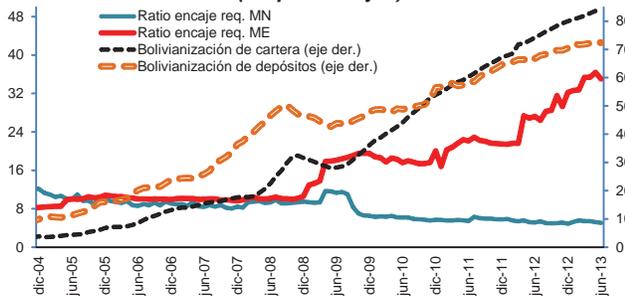


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica

III.10). Para el segundo semestre de 2013 se tiene establecido nuevos aumentos en agosto y diciembre.

La notable diferenciación del encaje legal por monedas, obedece al objetivo de internalizar los costos del uso de ME e impulsar al sector financiero a generar incentivos para que la población opte cada vez más por ahorrar en bolivianos consolidando el proceso de bolivianización de la economía. En efecto, el incremento en la tasa de encaje legal en ME y la disminución de su similar en MN producto de las reformas mencionadas, junto a otras medidas como la política cambiaria que se analiza en la siguiente sección, incrementaron la bolivianización de depósitos y cartera en el sistema financiero (Gráfico III.11).

**GRÁFICO III.11: BOLIVIANIZACIÓN Y TASAS EFECTIVAS DE ENCAJE REQUERIDO (En porcentajes)**

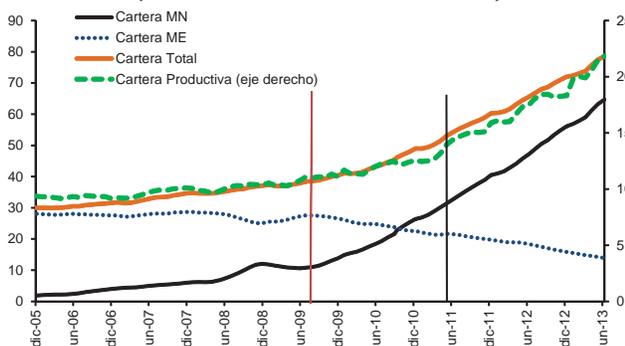


FUENTE: BCB - ASFI  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Adicionalmente, los requerimientos de encaje para depósitos en MN se pueden compensar con incrementos de la cartera total en MN a partir del 24 de agosto de 2009 y con incrementos de la cartera productiva en MN a partir del 11 de julio de 2011. Las compensaciones señaladas fueron muy efectivas incentivando la cartera total y productiva (Gráfico III.12).

En resumen, el BCB empleó el encaje legal, no sólo con fines de regulación de liquidez y prudenciales, sino también para profundizar la bolivianización de los depósitos e incrementar la cartera en MN, principalmente la productiva.

**GRÁFICO III.12: CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO (En miles de millones de bolivianos)**



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

### III.2 POLÍTICA CAMBIARIA

#### III.2.1 Orientación de la política cambiaria

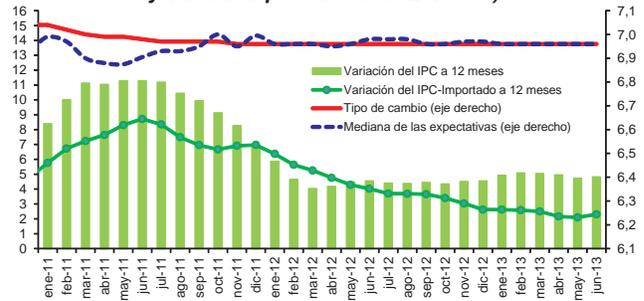
En la primera mitad del año el tipo de cambio continuó estable, manteniéndose la paridad oficial en 6,96 Bs/\$us para la venta y 6,86 Bs/\$us para la compra. Esta orientación prevalece desde fines de 2011 y responde a la continua reducción de las presiones inflacionarias externas, a la importancia de anclar las expectativas del público en un entorno de volatilidad de los tipos de cambio de los principales socios comerciales del país y al incentivo a la bolivianización. En efecto, la inflación importada a doce meses descendió de 8,7% en junio de 2011, a 4% y 2,3% en el mismo mes de 2012 y 2013,

respectivamente y las expectativas estuvieron en torno al tipo de cambio oficial (Gráfico III.13).

Por otra parte, la orientación cambiaria de los principales socios comerciales en la primera mitad del año fue diversa, aunque en términos generales prevaleció una tendencia a la depreciación, la cual en algunos casos requirió ser contrarrestada mediante la intervención de sus bancos centrales (p.e. Brasil). En Bolivia, la variación del tipo de cambio promedio del sistema financiero fue mínima, como resultado de la invariabilidad del tipo de cambio oficial (Gráfico III.14).

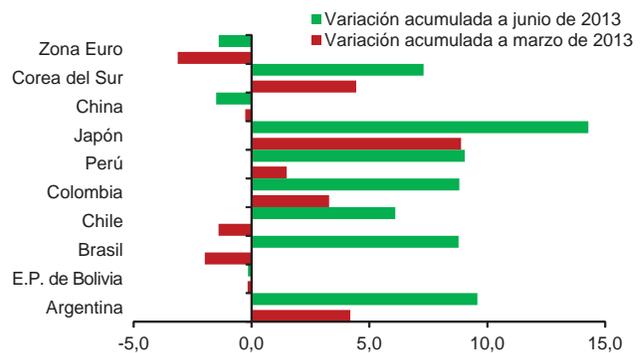
A partir de 2006, se aplicaron una serie de medidas de políticas monetaria y cambiaria, además de otras implementadas por el Órgano Ejecutivo, con el fin de impulsar la bolivianización, siendo la más importante la apreciación de la moneda. Sin embargo, a pesar de la estabilidad del tipo de cambio en los últimos meses, la bolivianización continuó, impulsada principalmente por las medidas de encaje, alcanzando a 84,2% y 73,4% a junio de 2013, en créditos y depósitos, respectivamente (Gráfico III.15).

**GRÁFICO III.13: TIPO DE CAMBIO, EXPECTATIVAS, INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA<sup>1/</sup> (Bolivianos por dólar estadounidense y variación porcentual a 12 meses)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia - INE  
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> En el caso de las expectativas, los datos corresponden a las respuestas a la pregunta ¿Cuál cree usted que será el tipo de cambio a 11 meses? de la Encuesta de Expectativas Económicas

**GRÁFICO III.14: VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO NOMINALES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS<sup>1/</sup> (En porcentajes)**



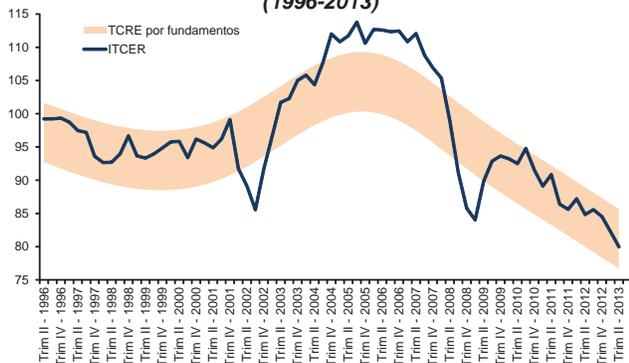
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> Para el E.P. de Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales en el sistema financiero  
 Variaciones negativas (positivas) corresponden a apreciaciones (depreciaciones)

**GRÁFICO III.15: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y BOLIVIANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO (En porcentajes)**



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

**GRÁFICO III.16: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL Y TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO<sup>1/</sup> (1996-2013)**

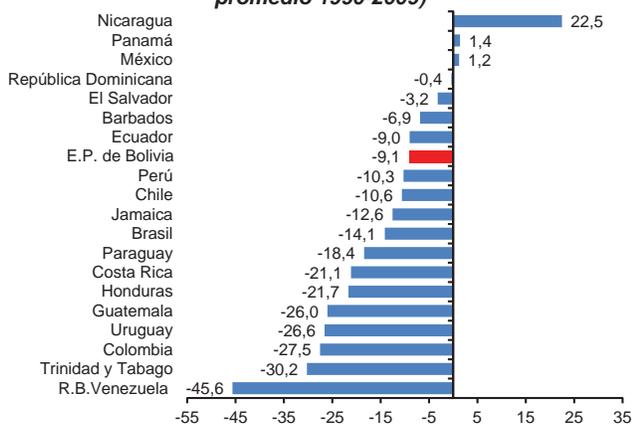


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> ITCER, agosto de 2003=100  
 El modelo econométrico estimado considera como fundamentos: términos de intercambio, bolivianización, gasto de las familias y gasto del gobierno

La orientación cambiaria no generó desalineamientos del tipo de cambio real. En efecto, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) se mantuvo acorde con su valor de equilibrio de largo plazo definido por sus fundamentos, principalmente: términos de intercambio, bolivianización, gasto de las familias y gasto del gobierno (TCRE; Gráfico III.16).

Confirmando este resultado, los Índices de Tipo de Cambio Efectivo y Real calculados por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) para varios países de la región muestran que Bolivia fue uno de los que menor desalineamiento registró a diciembre de 2012 con respecto al promedio 1990-2009. Además, los resultados a nivel regional indican una tendencia a la apreciación real (Gráfico III.17).

**GRÁFICO III.17: TIPO DE CAMBIO REAL DE LA CEPAL<sup>1/</sup> (Variación porcentual diciembre de 2012 respecto al promedio 1990-2009)**

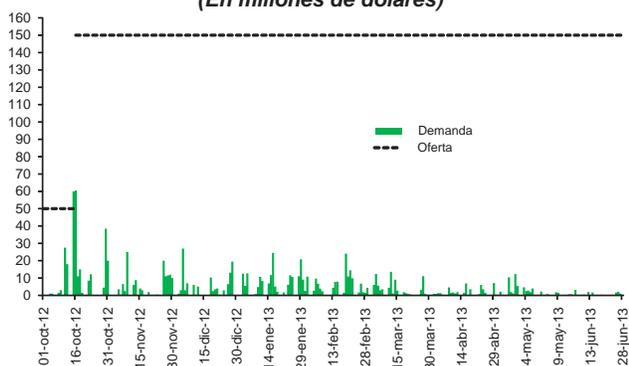


FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> Última información disponible  
 Variaciones negativas (positivas) corresponden a apreciaciones (depreciaciones)

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

En octubre de 2012 el E.P. de Bolivia emitió bonos soberanos en el mercado internacional, originándose un incremento en la demanda de dólares en el Bolsín, en particular durante la primera quincena de dicho mes. Dado esto, el BCB triplicó la oferta diaria de divisas (que pasó de \$us50 a \$us150 millones). Posteriormente, la demanda de divisas en el Bolsín tendió a reducirse, promediando en el primer semestre de 2013 \$us4 millones diarios (Gráfico III.18).

**GRÁFICO III.18: OFERTA Y DEMANDA DE DÓLARES EN EL BOLSÍN DEL BCB (En millones de dólares)**



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

Destaca la recomposición de la demanda de dólares en el Bolsín, observándose una significativa reducción del sistema financiero que, de ser el único demandante, pasó a tener una participación mínima en la primera mitad de 2013, trasladándose la demanda al sector privado no financiero (Gráfico III.19).

En este sentido, desde enero de 2013, el BCB vende dólares directamente al público en general a través del Bolsín,<sup>21</sup> ventanillas propias y del Banco Unión S.A. (BUN). Adicionalmente, a partir del mes de junio se realizan ventas de dólares a través del Sistema de Operaciones Cambiarias (SIOC), que permite completar la transacción de forma inmediata

<sup>21</sup> Las ventas en el Bolsín se realizan por montos superiores a \$us100.000, de forma personal o por medio de alguna institución financiera a nombre del cliente.

y a nivel nacional hasta un monto de \$us30 millones que se asignan por orden de llegada, con un mínimo de \$us100.000 y al tipo de cambio vigente en la fecha.<sup>22</sup>

### III.2.3 Comportamiento de los tipos de cambio

Durante la primera mitad del año, las operaciones cambiarias del sistema financiero se realizaron a tipos de cambio dentro de los márgenes establecidos por la normativa (un centavo por encima y por debajo de los tipos de cambio oficiales de venta y compra), aunque muy cerca de los límites, principalmente en las operaciones estándar.<sup>23</sup> En efecto, las brechas (diferencial entre el tipo de cambio de venta y el de compra) de tipos de cambio en operaciones estándar y preferenciales se ampliaron a partir de diciembre de 2012 (Gráfico III.20).

## III.3 OTRAS MEDIDAS PARA EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

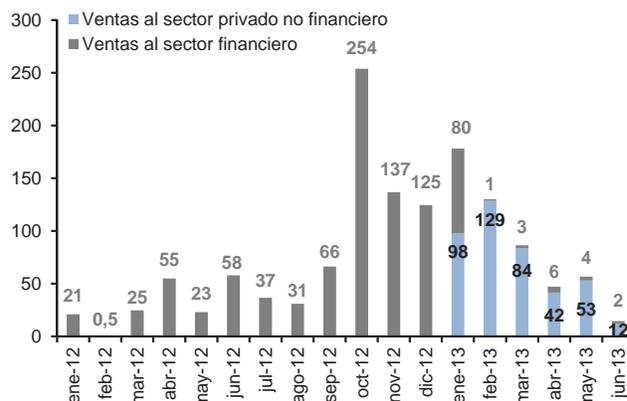
De forma complementaria a las políticas descritas, en el primer semestre de 2013 el Órgano Ejecutivo y el BCB trabajaron en la aplicación de otras medidas orientadas al control de la inflación y el anclaje de las expectativas.

### III.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo

Durante el primer semestre del año, el Órgano Ejecutivo emitió algunas normas (Leyes y Decretos Supremos) con el propósito de fortalecer la capacidad productiva de la economía nacional, la provisión de alimentos y la estabilidad de precios.

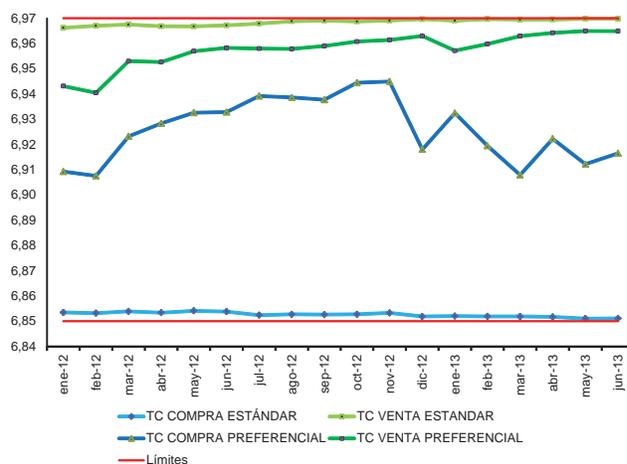
- Ley 337 de 11 de enero, de Apoyo a la Producción y Restitución de Bosques que habilita 4.988.000 hectáreas para producir alimentos en los próximos cinco años. Mediante esta ley se beneficiará a 20.000 productores agropecuarios del país que entre 1996 y 2011 deforestaron sin autorización para producir alimentos. Esta medida muestra la voluntad del Gobierno para facilitar el crecimiento de la frontera agrícola.

**GRÁFICO III.19: DEMANDA EN EL BOLSÍN DEL BCB POR SECTOR (En millones de dólares)**



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

**GRÁFICO III.20: LÍMITES DE LOS TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y TIPOS DE CAMBIO DE OPERACIONES (En bolivianos por dólar estadounidense)**



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

22 Circular Externa del BCB SGDB N° 021/2013 de 12 de junio de 2013.

23 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.

- El D.S. 1561 de 17 de abril, por el cual se autoriza constituir un fideicomiso entre el Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural como fideicomitente, el Tesoro General de la Nación y el Banco Unión como fiduciario, e Insumos Bolivia como beneficiario, para la compra, venta, comercialización y exportación de alimentos y otros productos manufacturados.
- El D.S. 1608 de 12 de junio, a través del cual se difirió temporalmente, por el lapso de 180 días, el gravamen arancelario para la importación de granos y harina de trigo y morcajo a una tasa de 0%.

**CUADRO III.3: EVENTOS DE RELACIONAMIENTO INSTITUCIONAL DEL BCB EN 2013<sup>1/</sup>**

Evento	Tema	Lugar
VI Concurso de ensayo escolar	Importancia de la Educación Financiera	Todo el país
III Concurso de teatro	Consumir lo nuestro, ¿cómo favorece al crecimiento del PIB? Éxitos y Desafíos para América	Todo el país
VII Jornada Monetaria	Latina en Medio de la Crisis	La Paz
VI Encuentro de Economistas de Bolivia	Nuevos paradigmas de la política económica	Tarija

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> La Jornada Monetaria se realizará en el mes de julio y el Encuentro de Economistas de Bolivia en el mes de Octubre

Corresponde mencionar también las acciones de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), que continuó brindando incentivos a los agricultores (garantizando precios adecuados de compra), junto a la venta directa de alimentos a la población a precios justos (aspecto que contribuyó a controlar el alza de precios del arroz por ejemplo). También fue de importancia la dotación de harina a precios subvencionados al sector panificador, especialmente dada la coyuntura de alza de precio del trigo y derivados en Argentina (el principal proveedor de la economía boliviana).

*III.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB*

La política comunicacional del BCB se fortaleció en los últimos años, generando un impacto positivo en la educación económica de la población a través de la realización de una serie de eventos educativos e informativos. Entre las temáticas a ser abordadas durante 2013 destacan la educación financiera, el consumo de la producción nacional y su impacto en el PIB, entre otros. Los eventos (Ensayo Escolar y Concurso de Teatro) son de alcance nacional y año tras año cuentan con participación urbana y rural. Además, son actividades que involucran a las autoridades del BCB y audiencias diversas pertenecientes a organizaciones sociales, establecimientos educativos, gremios empresariales, entre otros. Asimismo, el BCB promueve el desarrollo de actividades académicas (Jornada Monetaria y Encuentro de Economistas). Todas estas actividades se desarrollan anualmente bajo distintas temáticas (Cuadro III.3).

### III.4 POLÍTICAS QUE CONTRIBUYEN AL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL

En las secciones previas se analizaron las políticas monetaria y cambiaria y algunas medidas del Órgano Ejecutivo que contribuyen a mantener una inflación baja y estable. Adicionalmente, el BCB, en el marco del proceso de cambio, contribuye a las políticas y acciones del Gobierno Nacional planteadas con la aplicación del Nuevo Modelo Económico en 2006 implementado por el MEFP que de forma directa impactan, como también lo hace la estabilidad de precios de manera indirecta, en el desarrollo económico y social. En esta sección nos referimos sucintamente a ellas y en el capítulo IV se complementa el análisis con los resultados de estas medidas.

#### III.4.1 Financiamiento del BCB a las EPNE

En el marco de disposiciones legales vigentes,<sup>24</sup> el BCB contribuyó a la seguridad energética y alimentaria del país, otorgando créditos a las EPNE para financiar los siguientes proyectos estratégicos:

- Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos, tres contratos para la construcción y ampliación de gasoductos, desarrollo de plantas de separación de líquidos en Río Grande-Santa Cruz y Gran Chaco-Tarija y la construcción de una planta de urea-amoniaco en Carrasco-Cochabamba.
- Empresa Nacional de Electricidad, ocho contratos para la adición y suministro de energía eléctrica y la instalación de plantas termo e hidroeléctricas.
- Corporación Minera de Bolivia, dos contratos para el desarrollo de proyectos de producción e industrialización de litio en el Salar de Uyuni.
- Empresa Azucarera San Buenaventura, dos contratos para la producción e industrialización de caña de azúcar.

En el primer semestre del año, los desembolsos solicitados por las EPNE alcanzaron Bs1.302 millones, 22% por encima de lo ejecutado en similar periodo de la gestión previa, lo que muestra el mayor dinamismo de las inversiones de estas empresas. El monto total de los desembolsos alcanza a la fecha Bs9.287 millones (Cuadro III.4).

**CUADRO III.4: CRÉDITOS DEL BCB A LAS EPNE**  
(En millones de bolivianos)

	Saldo al 31-dic-2012	Desembolsos 2013	Saldo al 30-jun-2013
YPFB	4.473	968	5.441
ENDE	1.860	294	2.154
COMBOL	601	0	601
EASBA	1.052	39	1.091
<b>TOTAL</b>	<b>7.985</b>	<b>1.302</b>	<b>9.287</b>

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

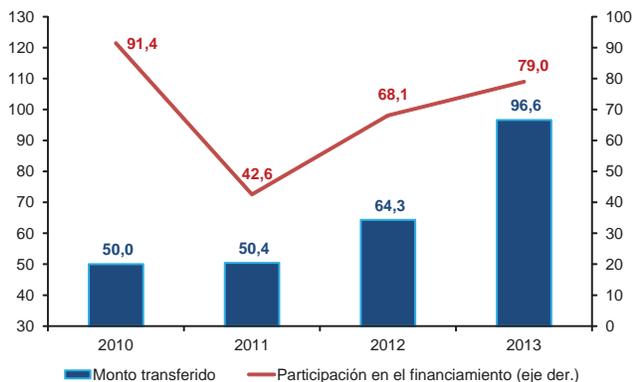
<sup>24</sup> Ley del Presupuesto General del Estado o PGE y Leyes Modificatorias al PGE.

### III.4.2 Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy

Con el propósito de contribuir a las políticas sociales implementadas por el Gobierno, relacionadas con la salud y redistribución del ingreso, el BCB transfirió al TGN parte de los intereses generados por la inversión de las reservas internacionales para el pago del Bono Juana Azurduy (BJA). El Bono consiste en el pago de Bs1.820 a las mujeres en gestación y niños menores de dos años con el propósito de mejorar la nutrición y salud integral de ambos.

En este sentido, desde 2010 y hasta junio de 2013, el ente emisor transfirió Bs261 millones, constituyéndose en el principal financiador del BJA y brindando sostenibilidad a este beneficio (Gráfico III.21). Con los desembolsos realizados al primer semestre de 2013, el aporte del BCB es aproximadamente el 80% respecto del monto presupuestado.

**GRÁFICO III.21: MONTO Y PARTICIPACIÓN DEL FINANCIAMIENTO DEL BCB EN EL BJA**  
(En millones de bolivianos y porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Unidad Ejecutora BJA- Ministerio de Salud y Deportes  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

### III.4.3 Financiamiento y transferencia del BCB a FINPRO

El BCB aportará a la constitución del Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO)<sup>25</sup> un monto de \$us1.200 millones, de los cuales 50% se otorgará en forma de crédito y el 50% restante vía transferencia no reembolsable. Este fondo, a ser administrado por el Banco de Desarrollo Productivo (BDP), estará orientado a financiar emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes, mediante empresas públicas o aquellas que se conformen con participación mayoritaria del Estado.

La implementación y aprobación de proyectos estará a cargo del Comité de Homologación de Proyectos del FINPRO conformado por los Ministerios de Planificación del Desarrollo; Economía y Finanzas Públicas; Minería y Metalurgia; Desarrollo Rural y Tierras; y Desarrollo Productivo y Economía Plural. El proceso de reglamentación está en la fase final, hecho que permitiría iniciar las operaciones del Fondo durante esta gestión.

### III.4.4 Políticas para incentivar el crédito del sistema financiero al sector privado

Las políticas del BCB también estuvieron orientadas a dinamizar el crédito del sistema financiero al sector privado, principalmente el destinado al sector productivo. En este sentido:

<sup>25</sup> En el marco de la Ley N° 232 del 9 de abril de 2012 y D.S. 1367 del 3 de octubre de 2012.

- El BCB indujo disminuciones de las tasas de interés monetarias desde el año 2009 que se transmitieron a las tasas activas del sistema financiero, siendo actualmente éstas últimas de las más bajas de la región y de los registros históricos en el país (Gráfico III.22).
- Asimismo, el BCB realizó modificaciones al Reglamento de Encaje Legal (R.D. No.70/2009 y R.D.72/2011), permitiendo la compensación del encaje requerido con el crecimiento del crédito, lo que constituye una innovación en el uso de este instrumento (ver el Recuadro III.1). La medida fue muy efectiva incentivando el crecimiento de la cartera total y del crédito al sector productivo en moneda nacional.

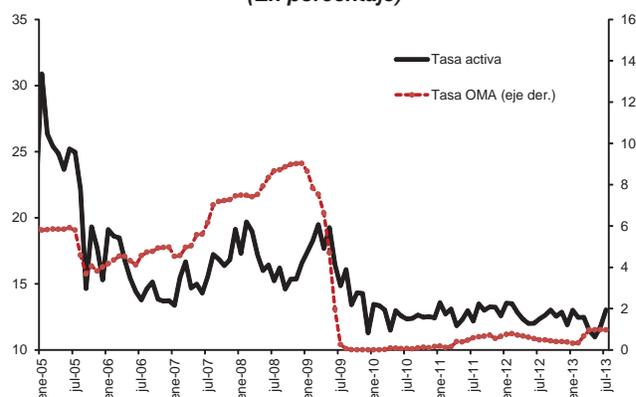
#### III.4.5 Políticas para incentivar el ahorro de las familias

Desde octubre de 2007, el BCB ha realizado OMA Directas a personas naturales con el propósito de democratizar el acceso a instrumentos que tradicionalmente estuvieron dirigidos solamente a entidades de intermediación financiera. En este sentido, se mejoraron las condiciones de ahorro de las familias, ya sea a partir de tasas de interés atractivas para los valores de venta directa por parte del BCB o mediante la señalización de tasas para otras opciones de ahorro tradicionales como los depósitos en el sistema financiero.

Inicialmente estos valores se vendían a descuento bajo la modalidad de Letras del Tesoro. Sin embargo, a partir de agosto de 2011, en su reemplazo se ofertan los Bonos BCB Directos vigentes en la actualidad. Los plazos ofertados son 91, 182 y 364 días, con tasas de hasta 4,0% para el plazo más largo y un valor nominal de Bs1.000. El límite de compra por cliente es de Bs100.000 dado que este instrumento se dirige principalmente a pequeños y medianos ahorristas. Se debe resaltar que con el objetivo de tener una cobertura nacional, estos valores son vendidos en todo el país a través de las agencias del Banco Unión S.A. y en ventanillas del BCB.

Por otro lado, para dar una alternativa de ahorro a las familias en coyunturas de ingresos adicionales entre diciembre y enero de 2011 y 2012 se pusieron a la venta los Bonos BCB Navideños (a plazos cortos y un monto máximo Bs15.000 por cliente). De manera excepcional, se introdujeron recientemente los Bonos BCB Aniversario a 273 y 364 días con tasas de 4,5% y

**GRÁFICO III.22: TASAS DE INTERÉS DE REGULACIÓN MONETARIA Y ACTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO (En porcentaje)**



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

5%, respectivamente y un monto límite de Bs30.000. El límite en ambos casos es adicional al de los Bonos BCB Directos.

#### *III.4.6 La política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución*

La orientación de la política cambiaria, además de coadyuvar al control de la inflación de carácter importado y contribuir a la remonetización de la economía, tuvo efectos favorables en la actividad económica, reduciendo los costos de producción al abaratar los bienes de capital e insumos importados. Asimismo, tuvo un efecto redistributivo, otorgando mayor capacidad de consumo a los hogares con una propensión marginal a consumir más alta,<sup>26</sup> tanto por su efecto en el control de la inflación como en el mayor poder adquisitivo medido en dólares estadounidenses.

#### *III.4.7 La Bolivianización y su impacto en el control de la inflación y dinamización del crédito*

Desde el año 2006, las políticas de Bolivianización, coordinadas entre el Órgano Ejecutivo y el BCB (apreciación de la moneda nacional, ampliación del *spread* cambiario, modificaciones al encaje legal, reformas al impuesto a las transacciones financieras, además de las campañas informativas realizadas para el efecto, entre otros), permitieron recuperar la soberanía monetaria de la economía nacional, fortaleciendo de modo significativo al boliviano en todas sus funciones (medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor) lo que mejoró la efectividad de la política macroeconómica en general y de la política monetaria para alcanzar un mejor control de la inflación.

Otros beneficios resultantes de la Bolivianización fueron: i) el incremento de las reservas internacionales, lo que a su vez fortaleció significativamente a la economía boliviana en el plano internacional; ii) relacionado con lo anterior, la mejora en la calificación de riesgo del país permitió mayor acceso a fuentes de financiamiento externas con menores costos; iii) mayores ingresos por señoreaje resultante de la recuperación de la capacidad de emitir dinero por parte del Estado; y iv) mayor capacidad de pago de la familias, mayor solidez y menores riesgos para el sistema financiero.

---

<sup>26</sup> La propensión marginal al consumo mide el incremento del consumo de una persona ante el aumento de su ingreso disponible.

### RECUADRO III.1 ENCAJE LEGAL

La heterodoxia con la que se han aplicado las medidas de encaje legal, permitió que este instrumento además de coadyuvar al control de la liquidez de la economía y mejorar la gestión de riesgos al exigir encaje en las propias cajas de las EIF, incentive a la bolivianización de depósitos con tasas diferenciadas y apoye el crecimiento de la cartera total y productiva en MN mediante compensaciones del encaje requerido.

La compensación al encaje requerido entró en vigencia el 24 de agosto de 2009 según la R.D. No. 070/2009. En esa oportunidad se estableció que, del encaje requerido en MN y MNUFV pueda deducirse el incremento de la cartera bruta total en MN y MNUFV respecto al saldo registrado al 30 de junio de 2009 hasta el equivalente al 100% del encaje requerido en efectivo en primera instancia y, posteriormente, hasta el equivalente al 40% del encaje requerido en títulos.

Mediante R.D. No. 072/2011, con vigencia a partir del 11 de julio de 2011, se estableció que la compensación del encaje requerido en MN y MNUFV se realice sólo con el incremento de la cartera al sector productivo en el caso de los Bancos y Fondos Financieros Privados, manteniéndose para las Mutuales y Cooperativas la compensación con el incremento de la cartera bruta total en MN y MNUFV. En ambos casos respecto al saldo registrado al 30 de septiembre de 2010.

De acuerdo a la norma, la tasa de encaje legal para depósitos (vista, caja de ahorros y DPF hasta 360 días) en MN y UFV es de 12% (10% en títulos y 2% en efectivo; Cuadro III.5) con la posibilidad de reducirse hasta 6% según lo señalado anteriormente. Las tasas de encaje legal para ME y MVDOL están fijadas en 8% en títulos y 13,5% en efectivo; además se aplica un encaje adicional de 45% al incremento de depósitos en ME a partir de una fecha base (30 de septiembre de 2008).

**CUADRO III.5: TASAS DE ENCAJE LEGAL EN MN-UFV Y ME-MVDOL**  
(En porcentajes)

Depósitos	MN - UFV		ME - MVDOL			ME - MVDOL Para agosto de 2016
	Títulos	Efectivo	Títulos	Efectivo	Encaje Adicional	
Vista	10,0	2,0	8,0	13,5	45,0	66,5
Caja de ahorros	10,0	2,0	8,0	13,5	45,0	66,5
DPF de 30 hasta 360 días	10,0	2,0	8,0	13,5	45,0	66,5
DPF > a 360 días hasta 720 días	-	-	8,0	-	45,0	53,0
DPF > a 720 días	-	-	-	-	45,0	45,0

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

Con la modificación del Reglamento de Encaje Legal realizada el 10 de enero de 2012 (R.D. N° 007/2012), se amplía periódicamente la base de los depósitos en ME y MVDOL sujeta a encaje adicional, aplicándose también a los DPF en ME con plazos mayores a 720 días que anteriormente estaban exentos. La Base del Encaje Adicional (BEA) corresponde a la diferencia entre las Obligaciones en ME y MVDOL sujetas a encaje adicional (OSEA-ME) y un porcentaje de las OSEA-ME de la fecha base (30 de septiembre de 2008). La BEA se irá incrementando mediante la reducción gradual de dicho porcentaje según el cronograma establecido (Cuadro III.6).

**CUADRO III.6: CRONOGRAMA DE AMPLIACIÓN DE LA BASE SUJETA A ENCAJE ADICIONAL  
Y SU INCIDENCIA AL PRIMER SEMESTRE DE 2013  
(En porcentajes y millones de bolivianos)**

Periodo de Requerimiento	Porcentaje de las OSEA- ME de la Fecha Base	Incidencia en Millones de Bs
Fecha Inicio		
05/03/2012	100,0%	
02/04/2012	92,5%	1.261
06/08/2012	85,0%	579
10/12/2012	77,5%	680
04/03/2013	70,0%	600
05/08/2013	62,5%	
09/12/2013	55,0%	
03/03/2014	47,5%	
04/08/2014	40,0%	
08/12/2014	32,5%	
13/04/2015	25,0%	
03/08/2015	17,5%	
07/12/2015	10,0%	
11/04/2016	2,5%	
01/08/2016	0,0%	

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

El cronograma que establece aumentos progresivos de la BEA culminará en agosto de 2016 alcanzando a la totalidad de depósitos en ME. En esa fecha, todos 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% (53% en títulos más 13,5% en efectivo), los DPF mayores a 360 días y hasta 720 días constituirán 53% en títulos y los DPF mayores a 720 días constituirán 45% en títulos.

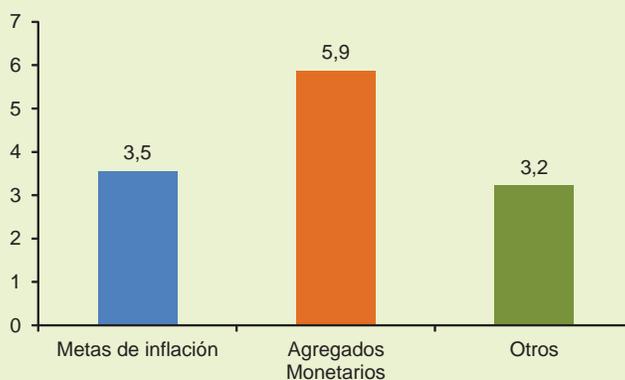
### RECUADRO III.2: RÉGIMEN MONETARIO BOLIVIANO Y LAS METAS CUANTITATIVAS

La instrumentación de la política monetaria a través del enfoque de Metas Explícitas de Inflación (MEI) sostiene que, con tipos de cambio y otros precios libremente determinados por el mercado, es suficiente la fijación de las tasas de política monetaria por parte del banco central para que la economía se mueva en la dirección adecuada. Este enfoque estuvo ganando consenso hasta mediados de la década pasada, atribuyéndole el descenso de la inflación sin considerar que ésta estaba disminuyendo en casi todos los países con MEI y también en otros donde se utilizaban regímenes monetarios distintos.

Las recientes crisis han puesto de manifiesto las debilidades que tienen los regímenes con MEI para dinamizar la actividad económica a través de su principal instrumento, la tasa de interés de política monetaria. En efecto, durante la crisis, varios bancos centrales situaron sus tasas cercanas a cero y no lograron alcanzar su objetivo, por lo que tuvieron que recurrir a impulsos cuantitativos que no se ajustaban a las directrices establecidas por este régimen.

Además, de acuerdo a información publicada por el FMI, el crecimiento promedio alcanzado entre 2006-2012 para los países con metas de inflación, respecto de aquellos que emplean agregados monetarios, fue menor. Estos resultados menoscaban la hipótesis sobre la superioridad de la instrumentación vía MEI y respaldan la efectividad de la utilización de instrumentos no convencionales (Gráfico III.23). Otro aspecto a considerar proviene de la evidencia empírica que muestra que en un régimen de MEI la transmisión de la política monetaria a la actividad económica toma al menos 18 meses, tiempo de transmisión que no ayuda a mitigar y/o contrarrestar choques negativos de corto plazo en la economía.

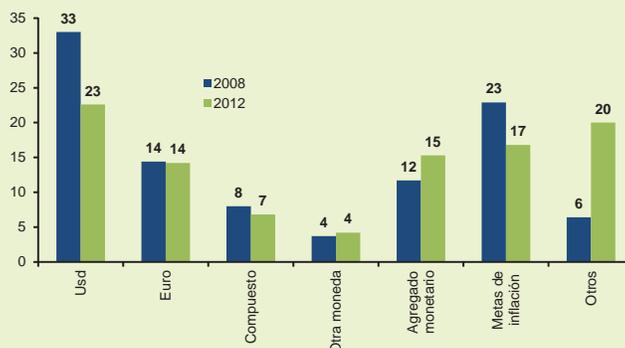
**GRÁFICO III.23: CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB 2005-2012  
SEGÚN RÉGIMEN MONETARIO  
(En porcentaje)**



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

Bini Smaghi (2013) señala que “el régimen de metas de inflación no previno la crisis financiera, ni menos proveyó estímulos suficientes a la economía para salir de la crisis”. En este sentido, varios países en el mundo abandonaron los regímenes de tasas y optaron por migrar a metas cuantitativas, comportamiento que no fue ajeno a los países de la región donde, por ejemplo, Uruguay adoptó en julio de 2013 una instrumentación vía cantidades en lugar de tasas. Asimismo, según el informe anual del FMI de clasificación de regímenes cambiarios de 2012, entre 2008 y 2012 el porcentaje de países que usan metas de inflación bajó de 23% a 17%, mientras que el porcentaje de países con metas cuantitativas aumentó de 12% a 15% (Gráfico III.24). De esta manera, el enfoque cuantitativo parece ser, en la actualidad, la dirección que varios países están siguiendo en procura de mejorar la eficiencia de las políticas macroeconómicas.

**GRÁFICO III.24: MARCO DE POLÍTICA MONETARIA  
Y ANCLA DE TIPO DE CAMBIO 2008-2012**  
(Porcentaje de países a finales de abril de cada año)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI)  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En el caso de Bolivia, la instrumentación vía cantidades se ha realizado desde hace muchos años pero con modificaciones importantes a partir de 2006. A continuación, se resumen los aspectos más relevantes:

- Se establecen metas cuantitativas expresadas en límites máximos (mínimos) al déficit (superávit) fiscal, a la expansión (contracción) del financiamiento interno total al Sector Público No Financiero (SPNF), del Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN al SPNF) y del Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN). Las tres primeras constituyen un elemento central de la prudencia fiscal, permitiendo imponer límites al gasto público en un contexto de fuertes ingresos fiscales. El CIN incorpora, además del CIN al SPNF, el crédito neto al resto del sistema financiero por lo que la meta establecida para esta variable se constituye en una guía para regular la liquidez en circunstancias de fuerte crecimiento de la actividad económica, de los ingresos y del ahorro privado.
- Se establecen también comportamientos deseables de carácter referencial para las reservas internacionales (RIN). Esta meta sirve para anclar el CIN permitiendo la flexibilidad necesaria en el crecimiento de la emisión monetaria que en los últimos años ha estado explicado por el mayor dinamismo de la actividad económica y, principalmente, por el proceso de bolivianización de la economía.
- Considerando la importancia de incrementar la inversión, se incluyen ajustes a las metas en la medida que una mayor expansión del sector público se justifica cuando existen incrementos en la inversión pública.
- Permite formalizar la coordinación entre las autoridades fiscal y monetaria. En efecto, las proyecciones y metas se establecen en un trabajo coordinado entre el BCB y MEFP que culmina con la firma de un acuerdo público en el que se explicitan los objetivos de crecimiento e inflación para una determinada gestión, junto con las metas intermedias de cantidad en cuya dirección aúnan esfuerzos las mencionadas autoridades.<sup>27</sup>
- No es de soslayar la importancia de que estos objetivos se plantean de manera soberana y no como un condicionamiento por parte de organismos internacionales.
- En circunstancias en que la economía emplea cada vez más la moneda nacional, el mecanismo se ha vuelto más efectivo para actuar contracíclicamente. En efecto, cuando la economía era dolarizada y las OMA se hacían en dólares, la decisión de inyectar liquidez implicaba perder RIN. En la actualidad, esta capacidad se ha recuperado y el BCB puede inyectar fuertes cantidades de recursos cuando la economía lo requiere; como ocurrió a fines de 2008 y en 2009 generando el descenso pronunciado de

<sup>27</sup> El acuerdo se denomina Decisión de Ejecución del Programa Fiscal Financiero y es suscrito entre el MEFP y BCB a principios de cada año. Este mecanismo formal de coordinación es divulgado a la población y permite anclar las expectativas y moderar las presiones inflacionarias.

las tasas y el fuerte incremento del crédito que explica en gran parte el crecimiento de Bolivia en 2009, el más alto de la región en medio de la recesión que generó la crisis en la mayor parte del mundo.

- En el sentido inverso, cuando se requiere retirar liquidez, el mecanismo es también muy efectivo y, complementado con el encaje legal, comisiones por flujos de capitales externos, posición de cambios, previsiones, OMA directas y otros instrumentos, ha permitido recoger fuertes cantidades de liquidez sin afectar de forma sustancial a las tasas de interés y a la actividad económica.

En síntesis, el mecanismo de cantidades con el que se instrumenta la política monetaria actualmente en Bolivia permite una eficiente coordinación con la política fiscal y tiene en cuenta el desempeño del sector externo, lo que es relevante en toda circunstancia, pero sobre todo cuando el SPNF ha adquirido un rol más importante en la economía -como ocurre hoy en día en Bolivia- y cuando las crisis económicas internacionales se han hecho más recurrentes y persistentes. Blanchard *et al.* (2013) mencionan que después de la crisis económica-financiera internacional de 2008 – 2009, que afectó marcadamente a la actividad real, es necesario reformular la política macroeconómica. En lo que concierne a la política monetaria, ésta no sólo debería fijar un objetivo de inflación, sino también debe tomar en cuenta la consistencia con la política fiscal y las condiciones externas.

Esta forma de instrumentar la política macroeconómica en Bolivia ha permitido implementar medidas monetarias, cambiarias y fiscales contracíclicas, así como fortalecer la economía para poder enfrentar con solvencia choques internos y externos. Asimismo, otro aspecto destacable es que permite la complementariedad con herramientas heterodoxas. Por ejemplo, la diferenciación del encaje legal por monedas y la compensación por colocación de crédito productivo logró efectos positivos en la economía al permitir la profundización de la bolivianización y el mayor dinamismo del crédito, al mismo tiempo que coadyuvó a regular la liquidez.

### **Bibliografía**

Bini Smaghi, L. (2013). "Who killed the Inflation target?". En "Is inflation targeting dead? Central Banking after the Crisis" Editado por Reichlin, Lucrezia y Baldwin. *Centre for Economic Policy Research*, 2013

Blanchard, O.; Dell'Ariccia, G. y Mauro, P. (2013). "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular". *IMF Staff Discussion Note* N°13/03.



## IV. Estabilidad de precios y desarrollo económico y social

*A principios de 2013, la inflación interanual mantuvo la senda ascendente iniciada el último trimestre de 2012, alcanzando en febrero a 5,1%. Las políticas descritas en el capítulo anterior, como la oportuna regulación de la liquidez por parte del BCB, las medidas de abastecimiento realizadas por el Órgano Ejecutivo y la menor inflación importada, contribuyeron a que las presiones inflacionarias se debilitaran con descensos graduales entre marzo y mayo, observándose sin embargo un repunte en junio hasta una tasa anualizada de 4,8%.*

*Como resultado, la mayor parte de la variación acumulada del IPC al mes de junio (2,2%) se concentró en el primer trimestre (1,6pp), en gran medida por un repunte en los precios de alimentos, como el tomate, queso criollo y arveja, que se vieron afectados por factores estacionales. Sin embargo, cabe puntualizar que en el segundo trimestre los sectores de servicios del IPC cobraron mayor relevancia como fuentes de presiones inflacionarias por ajustes de tarifas de transporte urbano en La Paz y Santa Cruz en particular. En este sentido, las principales fuentes de presiones inflacionarias en el semestre se asociaron a: incrementos de la inflación de alimentos, especialmente en aquellos de origen agropecuario; ajustes de precios relativos focalizados en rubros de servicios del IPC y expectativas de inflación en los primeros meses del año.*

*La CPE señala que, en el marco de la política económica del Estado, es función del BCB mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda para contribuir al desarrollo económico y social. De este modo, la preocupación por la estabilidad de precios deja de ser un fin en sí mismo y se convierte en un medio para un propósito mayor: el desarrollo*

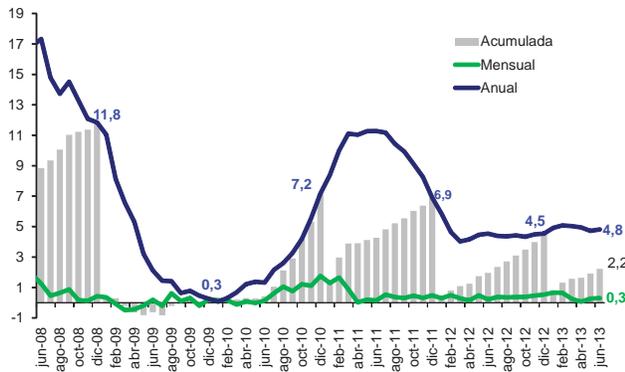
*económico y social. En este sentido, la autoridad monetaria, sin descuidar el control de la inflación, incurrió en acciones que salen de la ortodoxia de los bancos centrales para incidir de forma más directa en incentivar la producción y ampliar la protección social. En este capítulo se analiza los resultados de algunas políticas impulsadas por el Banco Central de Bolivia que contribuyeron al desarrollo económico y social.*

**IV.1 COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN**

*IV.1.1 Contexto y evolución reciente de la inflación*

Conforme a lo señalado en el Capítulo precedente, en 2013 se experimentaron presiones inflacionarias que demandaron respuestas oportunas del Gobierno Nacional y del BCB para su mitigación. Al cabo del primer semestre de 2013, la variación acumulada del IPC fue de 2,2%. Se advirtieron diferencias en la variación de precios entre los dos primeros trimestres, con una inflación acumulada superior en el primero (1,6%) respecto al segundo (0,6%). Esto obedeció, en gran medida, a los incrementos mensuales de precios registrados en enero y febrero (alrededor de 0,6%) en virtud a un repunte de las cotizaciones de alimentos. A partir de marzo, las tasas mensuales de inflación fueron más reducidas, anotando un promedio de 0,2%. Cabe puntualizar, no obstante, que en el segundo trimestre los sectores de servicios del IPC cobraron mayor relevancia como fuentes de presiones inflacionarias (Gráfico IV.1).

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



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

En términos interanuales, a principios de 2013 la inflación mantuvo la senda ascendente iniciada en octubre de 2012, alcanzando en febrero una tasa de 5,1%. Estas presiones tendieron a debilitarse posteriormente, con descensos graduales de la inflación entre marzo y mayo, observándose un repunte en junio hasta 4,8%. Es importante precisar que la variación de precios siguió una trayectoria consistente con las proyecciones del Informe de Política Monetaria de enero de 2013, fluctuando en valores muy próximos (entre 4,7% y 5,1%) a la meta anunciada para el cierre de gestión (4,8%).

El indicador referente al porcentaje de artículos de la canasta del IPC con incrementos de precios respecto al mes anterior, se mantuvo moderado en la primera mitad de 2013 y anotó un promedio de

58%, levemente por debajo de la media de similar período de 2012 (59%) y bastante inferior respecto de la observada en los primeros seis meses de 2011 (67%; Gráfico IV.2).

La trayectoria de la variación de precios en Bolivia fue coherente también con el entorno regional más próximo, en el que varias economías experimentaron valores acotados de inflación. Las mayores tasas de variación acumulada del IPC tuvieron lugar en Venezuela, Uruguay, Argentina y Brasil (Gráfico IV.3). En tanto que los indicadores de inflación de la economía boliviana se posicionaron por debajo del promedio regional (aspecto que no se modifica si es que se excluye a Venezuela del grupo de países considerados para el cálculo del promedio).

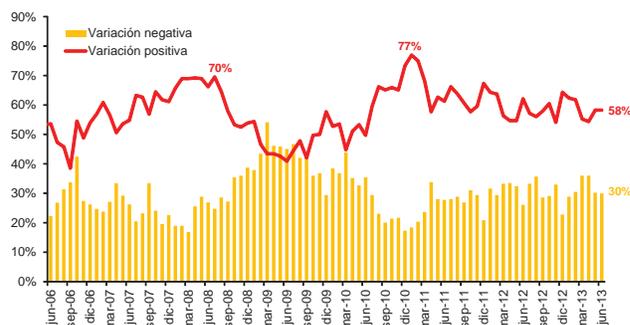
El control de la variación de precios en el primer semestre de 2013, mitigándose las presiones inflacionarias observadas y/o evitando su propagación a otros segmentos del IPC, fue resultado de las acciones de política coordinadas entre el Órgano Ejecutivo y el BCB. Estas acciones fueron descritas en el Capítulo III del presente IPM e incluyen los incentivos a la producción de alimentos y las medidas para garantizar el abastecimiento oportuno de los mercados por parte del Gobierno Nacional. Asimismo, debe remarcarse el adecuado control de la liquidez del Ente Emisor, a través de incrementos de la oferta de títulos de regulación monetaria, la introducción de nuevos mecanismos de regulación y el impulso adicional a las colocaciones directas de títulos a la población.

Al respecto, las fuentes de presiones inflacionarias en la primera mitad de 2013 estuvieron asociadas a: ajustes de precios relativos en rubros de servicios del IPC; incrementos en la inflación de alimentos, especialmente en aquellos de origen agropecuario y expectativas de inflación en los primeros meses del año. Por su parte, adicionalmente a las políticas del BCB y del Órgano Ejecutivo, la inflación también fue contenida por las reducidas presiones de origen externo.

**IV.1.2 Indicadores de tendencia inflacionaria**

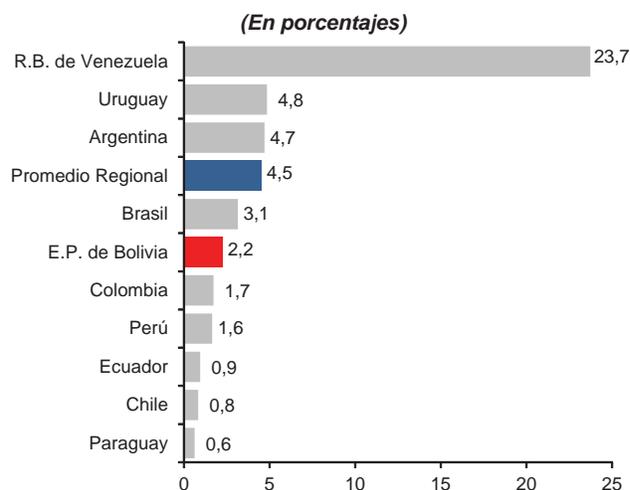
En lo referente a la evolución de los indicadores de tendencia inflacionaria, IPC núcleo (IPC-N), IPC subyacente (IPC-S) e IPC sin alimentos (IPC-

**GRÁFICO IV.2: PORCENTAJE DE BIENES Y SERVICIOS QUE AUMENTARON Y DISMINUYERON DE PRECIO POR MES**



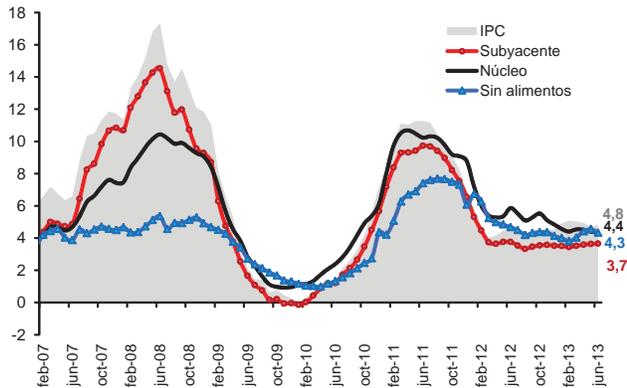
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La suma de ambos porcentajes no es igual a 100% debido a que no se incluyen los artículos que mantienen constante su precio. Los datos consideran ajustes por el cambio de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

**GRÁFICO IV.3: INFLACIÓN ACUMULADA EN ECONOMÍAS DE LA REGIÓN – JUNIO DE 2013**



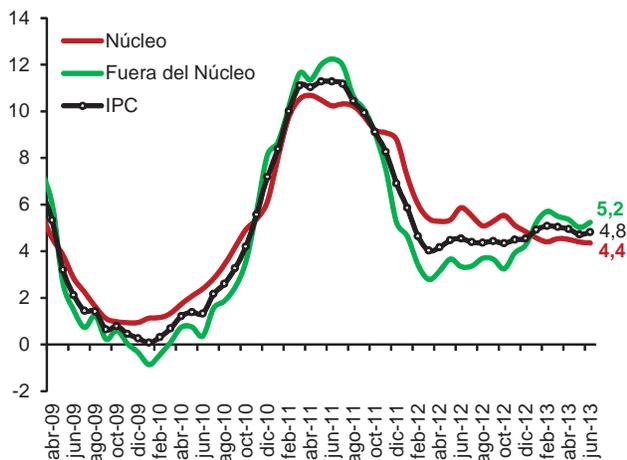
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: El promedio toma en cuenta ponderaciones según el tamaño respectivo de las economías

**GRÁFICO IV.4: INFLACIÓN TOTAL, SUBYACENTE, NÚCLEO Y SIN ALIMENTOS**  
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

**GRÁFICO IV.5: INFLACIÓN DENTRO Y FUERA DEL NÚCLEO**  
(Inflación a doce meses, en porcentajes)



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

SA),<sup>28</sup> estos siguieron por lo general una senda poco volátil, prolongando la trayectoria adoptada en el segundo semestre de 2012. Cabe precisar que estos indicadores son los más relevantes para la instrumentación de la política monetaria, al aproximarse con mayor precisión al concepto de inflación como incremento persistente y generalizado de precios.

En el caso de la inflación subyacente, ésta se mantuvo prácticamente constante en el semestre (en torno a 3,6%), en línea con el comportamiento iniciado el segundo trimestre de 2012. Por su parte, tras los descensos anotados al cierre de la gestión anterior, la inflación núcleo fluctuó levemente alrededor del 4,5%. Mientras, la evolución de la inflación sin alimentos tuvo algunos matices propios, con incrementos ligeros en abril y mayo (cuando alcanzó a 4,6%), corrigiéndose ligeramente en junio hasta una tasa de 4,4%. Como se analizará posteriormente, el alza en la variación del IPC-SA obedeció principalmente a incrementos de precios en los rubros de servicios del IPC (Gráfico IV.4).

Un aspecto importante a remarcar es que a lo largo de 2013 todos los indicadores de tendencia inflacionaria se posicionaron por debajo de la inflación total. Este comportamiento aportaría evidencias en sentido que las variaciones de precios en los últimos meses responderían principalmente a ajustes de precios relativos (e.g. en artículos alimenticios con alta volatilidad de precios o en segmentos de servicios), antes que a incrementos del componente tendencial de la inflación. Precisamente, una característica de la evolución de la variación interanual del IPC en 2013, fue que en todo el período las mayores cifras de inflación tuvieron lugar fuera del núcleo inflacionario (Gráfico IV.5).

Al examinar los componentes del núcleo, se aprecia que la mayor tasa de inflación (3,5%) correspondió a los segmentos de servicios (siendo especialmente relevantes los ítems de alquiler de vivienda y servicios

<sup>28</sup> El núcleo inflacionario calculado por el BCB es un indicador en el que se dejan al margen del IPC los alimentos perecederos, carnes, comidas y granos, junto a productos con precios administrados (p.e. transporte público y pan). La inflación subyacente es una medida de variación de precios construida excluyendo del IPC los cinco productos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional. Finalmente, la inflación sin alimentos se obtiene al eliminar del IPC los productos alimenticios consumidos dentro y fuera del hogar.

de empleada doméstica), dándose en ese sentido una configuración similar a la del primer semestre de 2012 (Cuadro IV.1).

En lo que concierne a los ítems fuera del núcleo, destacaron los incrementos de precios de los servicios de transporte (4,2%); su mayor variación respecto a gestiones anteriores, estuvo asociada a los ajustes de tarifas de transporte urbano en La Paz y Santa Cruz especialmente. También fueron de importancia los repuntes de precios de algunos alimentos, entre los que se encuentran la papa y el arroz (debe recordarse que los alimentos situados fuera del núcleo son principalmente de tipo perecedero y de origen agropecuario, siendo más susceptibles a una mayor volatilidad de precios).

#### IV.1.3 Inflación por divisiones del IPC

Entre enero y junio de 2013, cuatro de las doce divisiones del IPC (Bebidas alcohólicas y tabaco, Salud, Transporte; y Restaurantes y hoteles) mostraron variaciones positivas de precios superiores a las registradas en similar periodo de la pasada gestión (Cuadro IV.2). La división de Salud mostró la mayor variación de precios (5,5%), seguida por Educación (4,3%) y Transporte (3,5%). En el caso del capítulo de Salud, los incrementos de precios más importantes se dieron en artículos como los analgésicos, tónicos reconstituyentes y en los servicios de dentista; mientras que los aumentos de precios experimentados en la división de Educación se concentraron en el primer trimestre del año, siendo característicos del inicio del año académico. Finalmente, en lo que respecta a las tarifas de transporte, éstas presentaron ajustes en las ciudades de La Paz y Santa Cruz en los meses de marzo y abril, respectivamente.<sup>29</sup>

Asimismo, en el primer semestre de 2013 la incidencia de las divisiones de Alimentos y bebidas no alcohólicas y Restaurantes y hoteles fue más de la mitad de la inflación total. Esta tasa fue superior a la registrada en 2012, cuando la variación de precios

**CUADRO IV.1: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO**  
(Variación acumulada al mes de junio, en porcentajes)

	2010	2011	2012	2013
<b>IPC</b>	<b>0,43</b>	<b>4,27</b>	<b>1,96</b>	<b>2,23</b>
<b>Núcleo</b>	<b>1,67</b>	<b>5,60</b>	<b>2,76</b>	<b>2,29</b>
Alimentos	3,39	9,62	2,54	2,59
Bienes	0,46	4,09	1,83	1,26
Servicios	2,27	4,76	4,30	3,50
<b>Fuera del Núcleo</b>	<b>-0,69</b>	<b>3,09</b>	<b>1,23</b>	<b>2,18</b>
Alimentos	-0,92	4,14	1,60	2,08
Transporte	-1,47	1,22	0,63	4,17
Regulados	0,16	2,42	0,98	1,49
Combustibles	0,00	0,00	-0,09	0,00

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

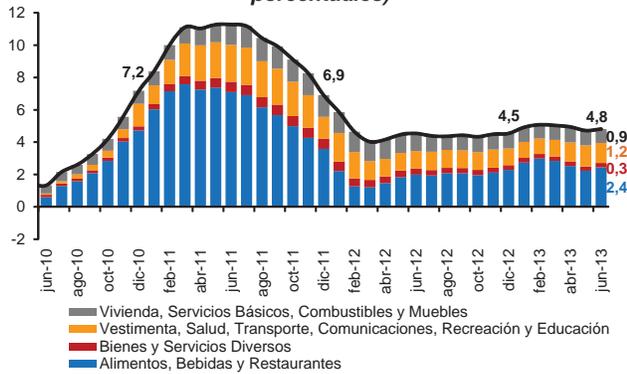
**CUADRO IV.2: INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC**  
(Variación acumulada por semestre, en porcentajes)

	2011		2012		2013
	Semestre I	Semestre II	Semestre I	Semestre II	Semestre I
1. Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	4,2	2,6	1,7	3,8	1,7
2. Bebidas Alcohólicas y Tabaco	11,3	9,1	1,8	6,6	2,7
3. Prendas de Vestir y Calzados	3,9	2,7	2,1	1,5	1,4
4. Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	3,0	3,2	1,9	2,7	1,7
5. Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	5,1	4,8	3,4	3,1	2,7
6. Salud	6,2	3,6	4,8	3,4	5,5
7. Transporte	1,4	1,8	0,7	1,7	3,5
8. Comunicaciones	0,5	-0,7	-0,3	0,3	-0,1
9. Recreación y Cultura	1,6	1,1	0,6	1,6	0,1
10. Educación	4,9	0,9	5,8	0,4	4,3
11. Restaurantes y Hoteles	7,1	2,1	1,8	1,7	2,9
12. Bienes y Servicios Diversos	6,4	2,7	2,5	1,6	2,2
<b>IPC</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>

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

29 El Gobierno Municipal de La Paz aprobó una resolución que dispuso la aplicación de nuevas tarifas para el transporte público (micros, minibuses y carries), estableciendo tarifas diferenciadas entre tramos (cortos y largos) y por horarios (diurnos y nocturnos). El nuevo tarifario entró en vigencia a partir del lunes 11 de marzo de 2013. En el caso de Santa Cruz, el Concejo Municipal y la dirigencia del autotransporte público acordaron incrementar las tarifas en 20 centavos a finales del mes de abril.

**GRÁFICO IV.6: INCIDENCIAS DEL IPC POR DIVISIONES**  
(Incidencias sobre la variación anual, en puntos porcentuales)



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

de alimentos explicó algo más de una tercera parte de la inflación. Sin embargo, fue inferior al observado en 2011, cuando casi dos tercios de la inflación obedecieron a variaciones en productos alimenticios. Un aspecto adicional a destacar, es el ligero aumento en la incidencia del grupo que incluye a la división Transportes, hecho observado a partir del mes de marzo y que se vincula a los ajustes tarifarios señalados anteriormente (Gráfico IV.6).

**CUADRO IV.3: ARTÍCULOS DEL IPC CON MAYOR INCIDENCIA SOBRE LA INFLACIÓN ACUMULADA A JUNIO DE 2013**

Producto	Variación (%)	Incidencia (pp)
Arroz	22,3	0,24
Servicio de transporte en Microbús/bus	8,0	0,24
Queso criollo	38,8	0,18
Almuerzo	3,1	0,18
Empleada doméstica	6,1	0,13
Tomate	11,3	0,11
Alquiler de la vivienda	2,5	0,10
Fideos	9,9	0,08
Servicio de transporte en Minibús	4,5	0,08
Harina de trigo	25,4	0,07
<b>Incidencia de los 10 artículos más inflacionarios</b>		<b>1,4</b>
<b>Inflación acumulada</b>		<b>2,2</b>
<b>Participación de los 10 artículos más inflacionarios</b>		<b>63%</b>

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

De manera similar, cabe remarcar que cuatro de los diez artículos con mayor incidencia inflacionaria en el primer semestre de 2013 correspondieron a servicios: transporte en microbús, servicio de empleada doméstica, alquileres y transporte en minibús. Cerca de la cuarta parte de la inflación acumulada a junio estuvo vinculada al comportamiento de estos cuatro servicios. Por otra parte, los seis artículos restantes correspondieron a alimentos: arroz, queso criollo, almuerzo, tomate, fideos y harina, dichas variaciones explicaron aproximadamente 39% de la inflación acumulada en la primera mitad del año (Cuadro IV.3). Los factores que subyacen a la dinámica de precios de los artículos mencionados se explican a profundidad en un siguiente acápite.

*IV.1.4 Inflación por ciudades*

Durante el primer semestre del año, seis de las nueve ciudades capitales presentaron variaciones de precios superiores a las registradas en el primer semestre de 2012. Las ciudades que exhibieron las mayores tasas de inflación acumulada fueron Santa Cruz (2,6%), La Paz (2,4%) y Sucre (2,1%). En las dos primeras, fueron los servicios de transporte en microbús y minibús, respectivamente, los que explicaron la mayor parte de los incrementos; mientras, en lo que concierne a Sucre, fue el aumento en los precios de la arveja uno de los factores que ejerció una incidencia significativa en la inflación acumulada en el semestre (Cuadro IV.4).

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

	2011		2012		2013
	Semestre I	Semestre II	Semestre I	Semestre II	Semestre I
<b>Bolivia</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
Santa Cruz	4,1	2,2	2,1	1,9	2,6
La Paz	4,7	2,8	2,0	3,0	2,4
Sucre	3,5	2,7	0,7	2,7	2,1
Oruro	4,8	2,6	0,5	3,0	1,8
Potosí	5,5	2,2	1,4	2,6	1,8
Tarija	6,2	2,9	3,4	0,7	1,7
Cochabamba	3,3	2,9	2,1	3,8	1,7
Trinidad	3,7	1,5	1,1	0,5	1,3
Cobija	7,7	1,6	1,8	0,1	1,2

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

En términos de inflación interanual, las ciudades de Cochabamba y La Paz exhibieron las mayores variaciones al mes de junio (5,6% y 5,5%, respectivamente), aunque con leves diferencias en su trayectoria durante el año. Así, en el caso de La Paz la tendencia fue ascendente en los últimos meses, a diferencia de lo ocurrido en Cochabamba que mostró tasas de variación superiores al 6% desde inicios

de año y que se moderaron al cierre del semestre. Por otra parte, Santa Cruz y el resto de ciudades exhibieron tasas interanuales de inflación inferiores a la nacional, comportamiento evidenciado durante los últimos tres semestres (Gráfico IV.7).

Adicionalmente, se debe señalar que a junio de 2013 fueron las ciudades de Santa Cruz, La Paz y Cochabamba las que presentaron la mayor incidencia en la inflación nacional, con contribuciones de 1,6pp, 1,6pp y 1,1pp, respectivamente (4,3pp sobre el total nacional, 4,8). Cabe puntualizar que durante la primera mitad del año no se apreciaron cambios significativos en la configuración de las incidencias por ciudades (Gráfico IV.8).

*IV.1.5 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias*

Dado que la evolución de los precios de los artículos que componen la canasta del IPC es consecuencia del comportamiento de diversas variables, 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.

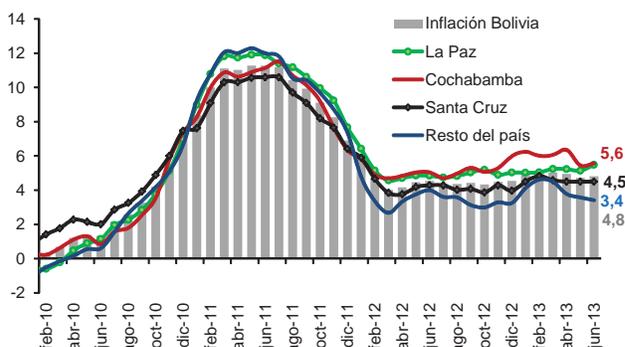
En función a las diferentes interacciones existentes entre estos indicadores y el IPC, la evolución de los primeros tiende a reflejarse, eventualmente, en la trayectoria de la inflación. En este caso particular, los indicadores adicionales que se analizan son el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM) y el Índice de Costos de la Construcción (ICC).

*IV.1.5.1 Precios al productor industrial manufacturero*

El IPPIM mide la variación de los costos de insumos empleados en diversas actividades productivas y de comercialización de la industria manufacturera. Los cambios en las cotizaciones de los insumos tienen influencia sobre los precios de un subconjunto de productos incluidos en el IPC. Esta transmisión se plasma con cierto rezago que varía dependiendo de la naturaleza de la industria y sus productos.<sup>30</sup>

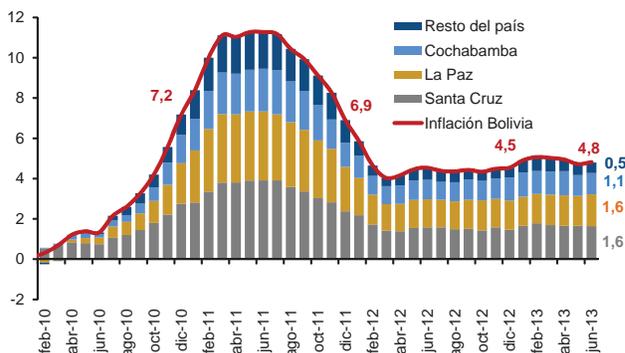
30 Algunas de las actividades industriales que influyen en los precios de los artículos del IPC son: matanza de ganado y preparación de carne, elaboración de productos lácteos, producción de aceites comestibles y molienda, entre las más importantes.

**GRÁFICO IV.7: INFLACIÓN A DOCE MESES POR CIUDADES (En porcentajes)**



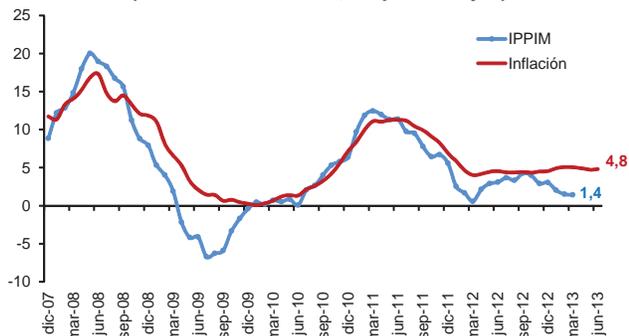
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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



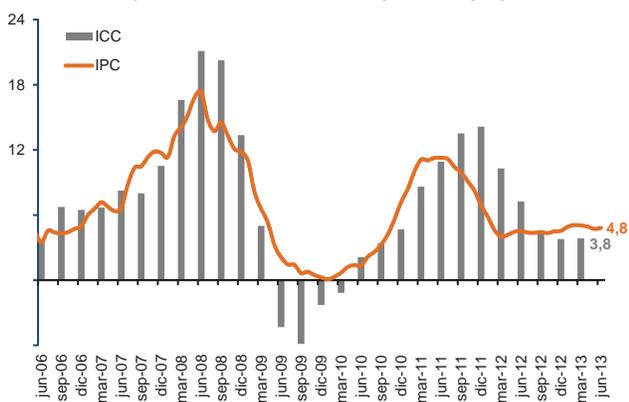
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La última información disponible del IPPIIM corresponde a marzo de 2013

**GRÁFICO IV.10: EVOLUCIÓN DEL IPC E ICC**  
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La última información disponible del ICC corresponde a marzo de 2013

En tal sentido, en 2013 la variación interanual del IPPIM continuó exhibiendo la tendencia descendente iniciada a mediados del año anterior, registrando en marzo una tasa de 1,4%; su comportamiento fue coherente con la evolución de la inflación en el año (Gráfico IV.9). Al interior de este Índice las actividades de refinación de azúcar, fabricación de joyas y procesamiento de aceites y grasas presentaron las mayores disminuciones en el primer trimestre del año. Al analizar el IPPIM según destino económico, se observa que los bienes de capital tuvieron una variación acumulada negativa en el primer trimestre (-0,8%), los bienes intermedios una de 2,5%, mientras que los bienes de consumo no duradero (que son los que mayor influencia directa tendrían sobre el IPC) registraron un leve incremento (0,2%).

#### IV.1.5.2 Índice de costos de la construcción

El ICC es un indicador que permite conocer el comportamiento de los precios de los insumos (tanto materiales como de mano de obra) que son empleados en la actividad de la construcción. El mismo incluye un subconjunto de bienes y servicios que también se encuentran en el IPC (cemento, ladrillos, pintura y servicios de albañilería) por lo que existe una relación entre ambos indicadores. En lo que concierne a su evolución reciente, la variación interanual del ICC, que había reflejado una senda decreciente durante la gestión 2012, tendió a estabilizarse el primer trimestre de 2013, alcanzando a 3,8% (Gráfico IV.10).

Al considerar los costos según tipo de construcción, se observa que en el caso de las residencias urbanas la variación interanual del ICC tendió a incrementarse en el primer trimestre de 2013, alcanzando a 5,8% (hecho que puede asociarse a la dinámica sectorial y a la evolución del mercado de vivienda). Mientras que en los casos de los edificios no residenciales y otras obras, la variación de los costos de construcción reflejó una tendencia decreciente registrando tasas de 3,1% y 2,4%, respectivamente.

#### IV.1.6 Factores que explican la evolución reciente de la inflación

En el primer semestre de la gestión, la trayectoria de la inflación tuvo una dirección consistente con las proyecciones del IPM de Enero de 2013, aunque la convergencia a la meta estimada para el cierre del año (4,8%) fue más rápida de lo esperado. En efecto,

las tasas de variación del IPC se situaron al interior del rango previsto, aproximándose más al valor central proyectado en los meses de mayo y junio (Gráfico IV.11).

La evolución de la inflación entre enero y junio de 2013 se explicó, en términos generales, por: ajustes de precios relativos focalizados en segmentos de servicios del IPC; alzas en la inflación de alimentos, con mayor énfasis en productos agropecuarios y expectativas de inflación en los primeros meses del año. Cabe mencionar las presiones externas de magnitud moderada que, en sentido contrario a los factores mencionados, contribuyeron a controlar la inflación.

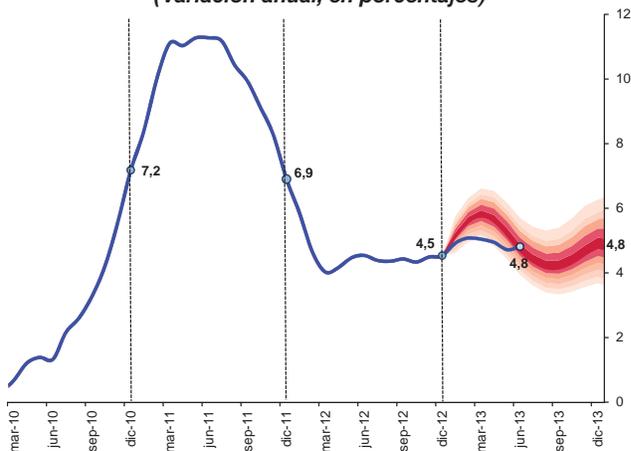
Como fue explicado en el Capítulo III, las presiones inflacionarias demandaron acciones de política oportunas para el control de la variación de precios. En efecto, las medidas implementadas de forma coordinada entre el Órgano Ejecutivo y el BCB, permitieron que la inflación se mantenga controlada. Mayores detalles inherentes a la evolución de algunos de los factores principales se desarrollan a continuación.

#### IV.1.6.1 Ajuste de precios relativos en el sector de servicios

En 2013 una porción significativa del comportamiento de la inflación respondió a las variaciones de precios de los rubros de servicios del IPC, cuya incidencia tendió a incrementarse en el segundo trimestre. Precisamente, la trayectoria ascendente de la variación de precios de servicios fue uno de los aspectos principales que determinó la orientación de la política monetaria en 2013.

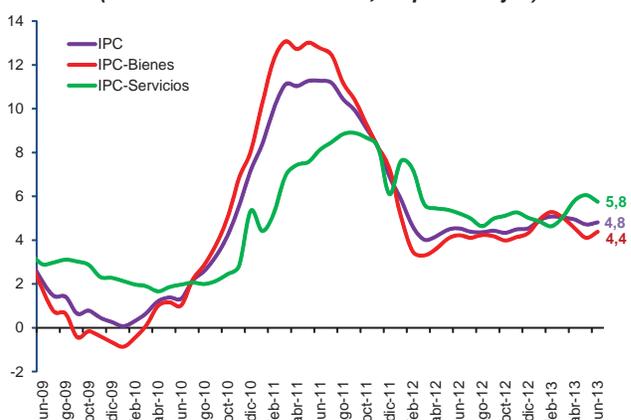
En términos interanuales, las tasas de variación del IPC-Servicios ingresaron en una fase de repuntes en marzo (aunque con oscilaciones) alcanzando eventualmente a 5,8% en el mes de junio. Al igual que en la gestión anterior, en 2013 (con la excepción del primer bimestre) las tasas de inflación de servicios tendieron a superar sistemáticamente a las de los bienes y a la inflación total, acrecentándose la diferencia entre ellas hacia finales del semestre. No obstante, cabe acotar que si bien las cifras anotadas en mayo y junio fueron relativamente elevadas, no alcanzaron los valores registrados en 2011 y principios de 2012 (Gráfico IV.12).

**GRÁFICO IV.11: PROYECCIONES DE LA INFLACIÓN – IPM DE ENERO DE 2013**  
(Variación anual, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTAS: La línea azul denota la trayectoria observada de la inflación a junio de 2013  
El área roja refleja la proyección efectuada en el IPM de enero de 2013

**GRÁFICO IV.12: INFLACIÓN, INFLACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS**  
(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

En materia de inflación, los tipos de servicios que tuvieron mayor relevancia en el período reciente fueron los alquileres y transportes, además de otros adicionales que se examinan más adelante, cuya variación de precios se vinculó más con aspectos inherentes a la dinámica del mercado de trabajo.

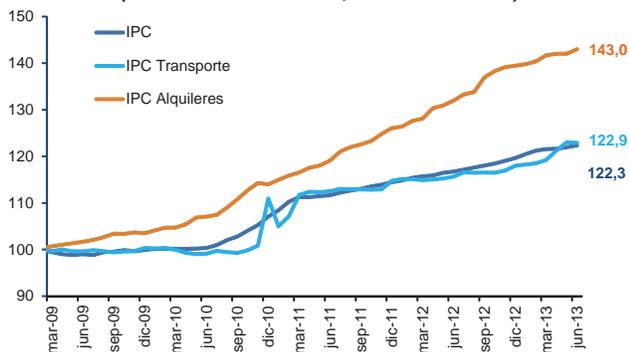
En lo referente a los alquileres, su incremento a un ritmo mayor al del IPC es un fenómeno de mediano plazo, originado aproximadamente en el segundo trimestre de 2010 (Gráfico IV.13). Esta dinámica se mantuvo en la primera mitad de 2013, observándose tasas interanuales de inflación que promediaron cerca de 9,5%, aunque con cierta desaceleración en el segundo trimestre (cerrando junio con una tasa de 8,5%, poco menos que el doble de la inflación total). La senda ascendente en la inflación de alquileres respondió a factores inherentes al mercado de espacios habitacionales, con una mayor demanda originada en el crecimiento demográfico, la migración hacia centros urbanos y la mejora de los ingresos de las familias, entre otros aspectos.

Asimismo, los precios de los servicios de transporte también experimentaron incrementos significativos en lo que va del año; como ejemplo, el IPC transportes registró tasas mensuales de variación de 1,7% y 1,5% en abril y mayo, respectivamente. Al interior de este rubro, el ítem que tuvo mayor incidencia inflacionaria fue el de servicios de transporte en microbús/bus, cuyas tasas de inflación a doce meses repuntaron significativamente a partir de abril, situándose por encima del 10% en junio. Estos incrementos respondieron, especialmente, a los ajustes de tarifas de transporte urbano efectuados en La Paz y Santa Cruz sucesivamente.

Cabe mencionar que, dada la naturaleza administrada de estos precios, los ajustes de tarifas efectuados en el semestre tras un largo período de mantenerse invariables, generaron elevadas tasas de inflación a doce meses por un efecto estadístico de base de comparación.

Adicionalmente, el IPC incorpora entre sus artículos otro tipo de servicios personales que corresponden en sí a actividades de tipo remunerado (empleadas domésticas, consultas médicas, etc.). En tal sentido,

**GRÁFICO IV.13: IPC E IPC DE SERVICIOS SELECCIONADOS**  
(Índices normalizados, enero 2009=100)



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

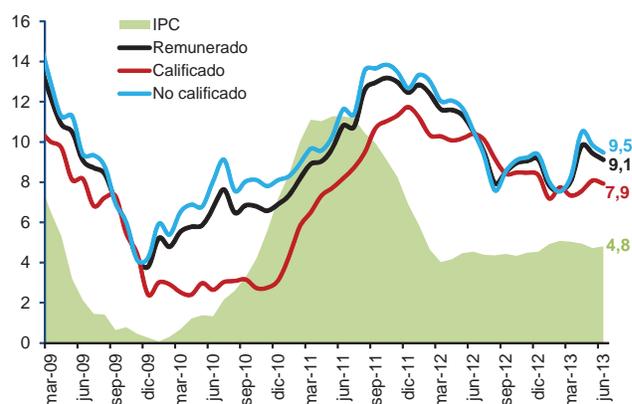
la variación de precios de estos servicios respondió a la dinámica subyacente del mercado laboral, con especificidades propias dependiendo del tipo de servicio del que se trate.

Al respecto, como muestra la variación interanual del Índice de Precios de Actividades Remuneradas (IPC-REM),<sup>31</sup> los precios de los servicios personales se incrementaron significativamente en marzo y abril, con una ligera corrección en los meses siguientes (alcanzando en junio a 9,1%); este incremento tuvo lugar luego de una etapa de moderación de la tasa de inflación de estos ítems iniciada el último trimestre de 2012 (Gráfico IV.14). Los mayores incrementos tuvieron lugar en los segmentos de mano de obra no calificada, que alcanzaron en junio una tasa de inflación de 9,5%. Mientras, las actividades que requieren de mayor cualificación laboral, registraron una variación de 7,9%. Es oportuno remarcar que la brecha entre las tasas de inflación de las actividades remuneradas y el total del IPC es también un fenómeno de mediano plazo, que en la etapa más reciente se dio de forma continua desde finales de 2011.

Al interior del sector de mano de obra no calificada, el ítem que concentró la mayor incidencia inflacionaria correspondió a los servicios de empleada doméstica (con una incidencia de 0,13pp sobre la inflación acumulada a junio de 2013). Al igual que en las últimas gestiones, la evolución de la inflación en este servicio doméstico fue consecuencia de la mejora de las remuneraciones de las trabajadoras del hogar. Este hecho fue propiciado por las políticas sociales del Gobierno Nacional en beneficio de un sector que aglutina parte importante de la fuerza laboral femenina y que se caracterizó por tener bajas remuneraciones (comparativamente, las más bajas de la región). El alza de las remuneraciones también se asoció a un desplazamiento de este tipo de trabajadoras hacia otros segmentos laborales.

Por su parte, con relación al sector de mano de obra calificada, los servicios con mayor incidencia inflacionaria en la primera mitad del año fueron los servicios de dentista y las consultas médicas

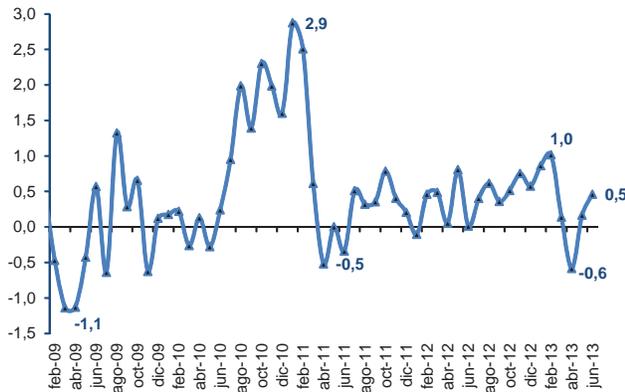
**GRÁFICO IV.14: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS**  
(Variación interanual, en porcentajes)



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

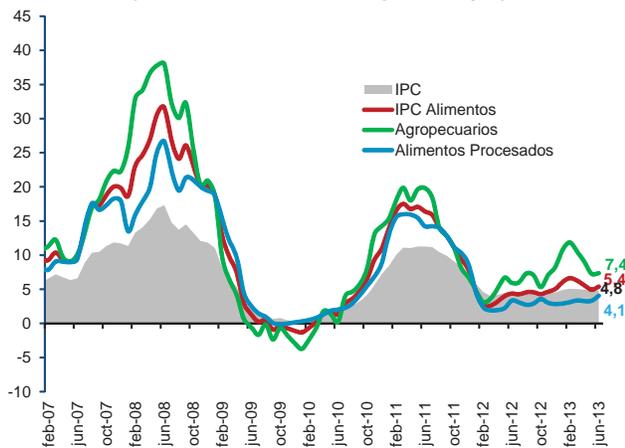
31 Índice construido a partir del IPC considerando únicamente a servicios personales (actividades remuneradas).

**GRÁFICO IV.15: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS**  
(Variación mensual, en porcentajes)



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

**GRÁFICO IV.16: IPC AGROPECUARIO Y DE ALIMENTOS PROCESADOS**  
(Variación interanual, en porcentajes)



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

generales (con una incidencia de 0,03pp y 0,02pp en la inflación acumulada respectivamente). Si bien estos incrementos fueron ocasionados, en parte, por los ajustes del salario mínimo nacional, un factor que explicó en gran medida dicha alza fue la mayor demanda por servicios médicos del público en general (hecho estilizado que suele observarse en economías cuya población experimenta una mejora del poder adquisitivo, como ocurre en la economía boliviana en los últimos años).

#### IV.1.6.2 Alzas en la inflación de alimentos

En 2013, la inflación de alimentos tendió a registrar repuntes que tuvieron lugar especialmente a inicios de gestión, constituyéndose en las principales fuentes de presiones inflacionarias el primer trimestre. Este aspecto motivó acciones de respuesta de las autoridades, como los incentivos a la producción y medidas para promover el abastecimiento de mercados, así como el incremento de la oferta de títulos de regulación monetaria por parte del BCB, entre otros.

Fue así que en enero y febrero se registraron incrementos mensuales relativamente elevados del IPC - Alimentos (de 0,9% y 1% respectivamente), aunque bastante por debajo de lo observado a inicios de 2011, gestión que registró la mayor variación de los últimos años (Gráfico IV.15). Este comportamiento respondió principalmente a los efectos de factores climáticos adversos (e.g. inundaciones) que suelen manifestarse con mayor rigor a inicios del año. Entre marzo y mayo, a medida que las condiciones climáticas y el abastecimiento de mercados se normalizaron, se dio una corrección en la inflación de alimentos, con tasas mensuales bajas e incluso negativas. Posteriormente, en junio tuvo lugar un repunte hasta 0,5%, que obedeció nuevamente a factores climáticos como las heladas y el adelantamiento del periodo de sequía.

En términos interanuales, pudo advertirse que las mayores tasas de inflación en 2013 correspondieron a los alimentos de origen agropecuario, con un máximo de 11,9% en febrero tras incrementos continuos desde octubre de 2012. Posteriormente, entre marzo y mayo tuvo lugar un marcado descenso

de la variación de precios, que se vio interrumpida por un leve repunte en junio, cerrando el semestre en 7,4% (Gráfico IV.16). Por su parte, la inflación de los artículos de tipo procesado tuvo una evolución más estable, oscilando alrededor de 3,2% la mayor parte del semestre, incrementándose en junio hasta 4,1%.

Al examinar cuáles fueron los productos con mayor incidencia sobre la inflación acumulada en el primer semestre del año, se advierte que éstos fueron el arroz, queso criollo, tomate, fideos y harina de trigo, entre otros (Cuadro IV.5).

En el caso del arroz, su variación de precios alcanzó valores atípicos en el semestre, destacando el incremento mensual de 16% en mayo. El repunte inflacionario en el año fue consecuencia de una caída en la oferta doméstica por factores climatológicos que afectaron las labores agrícolas inherentes a este cultivo: las intensas lluvias de finales de 2012 retrasaron el período de siembra, a lo que se sumaron los efectos de la sequía en enero y febrero. En su conjunto, estos aspectos habrían originado una caída en la producción de este grano en torno a 20%.

En este marco, se dio también un proceso especulativo y de ocultamiento del producto, que aceleró el ritmo de variación de sus precios. Esto demandó la respuesta de las autoridades gubernamentales que, en virtud a tareas de control e inspección a mercados, lograron contrarrestar oportunamente esta coyuntura adversa.

En lo que concierne al tomate, los incrementos de precios respondieron también a los efectos de factores climáticos; mientras que en el caso del queso criollo se produjo una reducción de la oferta, como consecuencia de la incursión de los productores en otras actividades agrícolas con mayor rentabilidad (especialmente en el occidente del país).

Por su parte, en lo que concierne a la harina de trigo y fideo, las tasas de inflación interanual se incrementaron sistemáticamente en el año, alcanzando en junio a 31,9% y 11,3% respectivamente. Dicha evolución tuvo como común denominador el encarecimiento de las importaciones de trigo y harina de trigo provenientes de Argentina, el principal proveedor externo de la economía boliviana, por efecto de una reducción significativa de la cosecha de trigo de este país.

**GUADRO IV.5: ALIMENTOS CON MAYOR INCIDENCIA  
INFLACIONARIA A JUNIO DE 2013  
(Incidencia sobre la inflación acumulada)**

	Variación (%)	Incidencia (pp)
Arroz	22,35	0,25
Queso criollo	38,78	0,18
Tomate	11,27	0,10
Fideos	9,90	0,08
Harina de trigo	25,38	0,07
Arveja	20,31	0,06
Huevo de gallina	10,69	0,05
Locoto	32,22	0,03
Pimentón/morrón	47,00	0,03
Came con hueso de res	0,64	0,02
<b>Incidencia 10 alimentos más inflacionarios</b>		<b>0,88</b>
<b>Inflación acumulada</b>		<b>2,23</b>
<b>Participación 10 alimentos más inflacionarios</b>		<b>39%</b>

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

Un producto adicional que debe ser considerado es la papa, en razón de los incrementos de precios registrados al cierre del primer semestre (con una tasa interanual alrededor de 19% en mayo y junio). En este caso, fenómenos climatológicos fueron también de importancia, situándose las zonas productoras de Cochabamba entre las más afectadas por las heladas y sequías registradas (reportándose daños en cerca de 28.000 hectáreas de cultivos de papa). Otro factor que afectó a los agricultores, fue la escasez de semilla (efecto remanente de eventos climatológicos de años agrícolas anteriores).

Es oportuno señalar que las acciones del Órgano Ejecutivo fueron importantes para mitigar los incrementos de precios focalizados en los productos mencionados, medidas que en muchos casos se ejecutaron a través de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA). Ésta, por una parte, continuó con la política de incentivos a los agricultores (garantizando precios adecuados de compra), realizándose también la venta directa de alimentos a la población a precios justos, destacando la venta de arroz que superó los 4 millones de kilogramos en todo el país durante el primer trimestre del año.

Asimismo, con el fin de mitigar los efectos del alza del precio externo del trigo, el Gobierno Nacional promulgó en junio el Decreto Supremo N°1608, que autoriza la importación de harina y trigo con arancel cero por un lapso de 180 días. Esta medida posibilitó la diversificación de proveedores internacionales y contribuyó a normalizar el abastecimiento interno del trigo y derivados. La disposición permitió también, como efecto adicional no menos importante, evitar que se produzcan incrementos en los precios del pan, asegurando la provisión adecuada de insumos al sector panificador.

#### IV.1.6.3 Expectativas de inflación

Las expectativas del público sobre la evolución de la inflación en el futuro son recopiladas a partir de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE)<sup>32</sup> elaborada de forma mensual por el BCB.

---

<sup>32</sup> Ésta considera a una muestra de ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

Al examinar la evolución de las expectativas de inflación en 2013 se advierte cierto des-anclaje de éstas a partir de febrero, incrementándose hasta 5,5% en abril. Posteriormente se dio un descenso en mayo, seguido por un repunte a finales del semestre. No obstante, a pesar de este comportamiento, no se alcanzaron cifras extremadamente distantes de la meta de inflación para el cierre del año (4,8%). Las perspectivas sobre la variación de precios para 2014 siguieron una trayectoria similar (Gráfico IV.17).

La evolución de las expectativas de inflación fue consistente con la trayectoria observada de la variación de precios, con ascensos graduales a inicios de año y una reducción posterior (al respecto, estudios internos del BCB denotan la naturaleza eminentemente adaptativa de las expectativas de inflación). Fueron también de importancia los anuncios de ajustes en las tarifas de transporte urbano realizados inicialmente en La Paz el mes de abril (cuando las expectativas para finales de 2013 alcanzaron su valor máximo en el semestre).

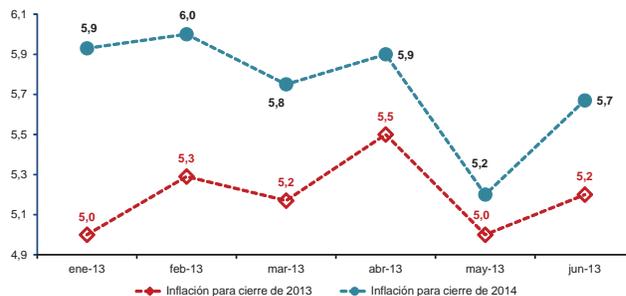
Es de destacar que, a pesar de haberse registrado alzas significativas en las cotizaciones de alimentos y ajustes de precios en ítems con alta incidencia inflacionaria, no se produjo una acentuada exacerbación de las expectativas del público. Este comportamiento respondería, en gran medida, a un proceso de internalización de los agentes sobre las políticas implementadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB para el control de la inflación y los resultados alcanzados en esta materia en el corto plazo.

#### IV.1.6.4 Reducidas presiones inflacionarias de origen externo

En la primera mitad de 2013 no se evidenciaron presiones inflacionarias externas significativas sobre la economía boliviana, a diferencia de lo ocurrido en gestiones pasadas, siendo este uno de los factores que determinó los lineamientos para la evolución de la política cambiaria en la presente gestión.

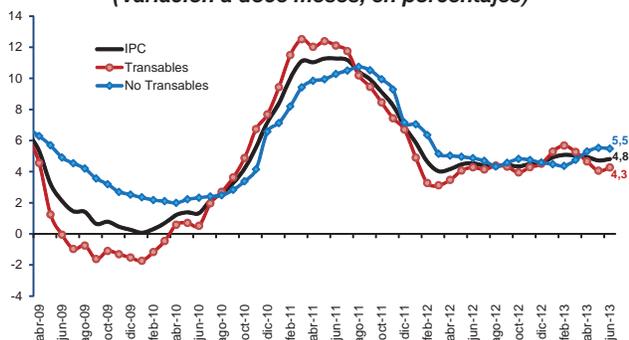
Como se señaló en el Capítulo I, el desempeño reciente de las principales economías desarrolladas y emergentes fue discreto, al igual que las perspectivas de crecimiento para el futuro. Este entorno global

**GRÁFICO IV.17: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A FIN DE AÑO**  
(Inflación a doce meses, en porcentajes)



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

**GRÁFICO IV.18: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



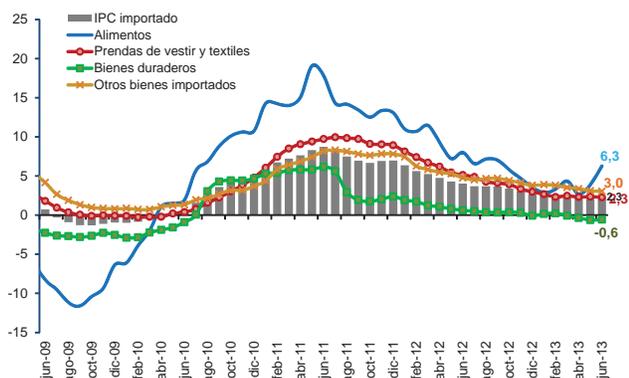
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

habría contribuido a mantener estables los precios internacionales de las materias primas y las tasas de inflación en lo que va de 2013. También debe tenerse en cuenta que en el contexto regional más cercano la inflación se mantuvo moderada, siendo otro factor relevante las depreciaciones experimentadas en las monedas de socios comerciales importantes.

La naturaleza acotada de las presiones externas puede advertirse al analizar el IPC según criterio de transabilidad.<sup>33</sup> En 2013, la variación interanual del indicador de inflación transable se mantuvo baja (en promedio 4,9%) y se posicionó por debajo de la inflación total a partir del mes de abril. Cabe recordar que en casi todo 2012 la inflación transable fue menor a la inflación total, observándose una configuración diferente de forma transitoria en el primer trimestre de 2013 (Gráfico IV.18).

Por otra parte, el IPC-Importado (indicador que refleja las variaciones de precios de los artículos importados incluidos en la canasta del IPC), tuvo un descenso sistemático entre los meses de enero y mayo, registrándose un leve repunte en junio. Cabe señalar que el descenso mencionado se originó a mediados de 2012 y tuvo una duración próxima a un año (Gráfico IV.19).

**GRÁFICO IV.19: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS**  
(Variación interanual, en porcentajes)



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

Al examinar el comportamiento del IPC-Importado según componentes, se observa que el repunte registrado al cierre del semestre respondió al incremento en la variación de los precios de alimentos importados, tendencia ascendente anotada desde abril. Este repunte obedeció a incrementos en el precio de la harina de trigo importada desde Argentina, tema abordado en un acápite anterior. Mientras el resto de subgrupos: prendas de vestir, bienes duraderos y otros bienes importados, mantuvieron una senda ligeramente descendente en el ritmo de variación de precios durante el semestre.

Un indicador adicional utilizado para la medición de presiones inflacionarias de origen externo, es el Índice de Precios Externos (IPE) relevante para la economía nacional. El mismo es calculado a partir de un promedio ponderado de la inflación de los principales socios comerciales de Bolivia. El indicador considera, además de las variaciones de precios de

<sup>33</sup> Un bien transable es aquel que puede ser comercializado internacionalmente, lo que no implica que dicha transacción sea efectivamente concretada. Mientras tanto, los bienes no transables son aquellos que no pueden comercializarse fuera de la economía donde son producidos.

estos países, el efecto de las modificaciones de los tipos de cambio de sus respectivas monedas; al ser ambos factores los que afectan la evolución de los costos de importaciones de la economía nacional.

El comportamiento del IPE en la primera mitad de 2013 aporta evidencia adicional en sentido de que las presiones inflacionarias externas habrían sido reducidas. Las tasas de variación interanual de este indicador tendieron a ser negativas, con excepción del mes de enero (Gráfico IV.20). Por otra parte, el Índice que aísla los efectos de las variaciones cambiarias (IPE-STC), mantuvo una evolución estable, ubicándose en promedio cerca de 4,6% y con un ligero incremento hasta 4,8% en junio. La diferencia entre ambos indicadores denota el efecto de las depreciaciones registradas en el primer semestre de 2013 en las monedas de la región, en especial las efectuadas en Argentina (9,4%) y Brasil (7,0%), dos de los principales socios comerciales de Bolivia.

## IV.2 DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL

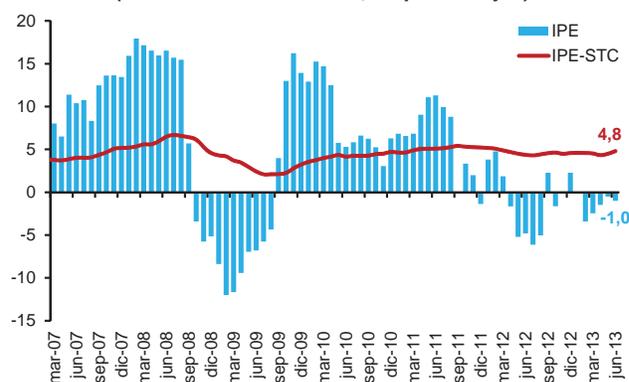
En la sección III.4 del capítulo anterior se presentaron diversas políticas y acciones que realiza el BCB orientadas a contribuir al desarrollo económico y social. A continuación se complementa el análisis con los resultados de estas medidas.

### IV.2.1 Créditos del BCB a las EPNE

Con referencia a los créditos otorgados por el BCB a las EPNE, se prevén los siguientes impactos económicos y sociales:

- Industrialización del sector hidrocarburífero. Las plantas de separación de líquidos facultarán el abastecimiento oportuno de combustibles en el mercado interno y generarán excedentes al país. En efecto, la sustitución de Gas Licuado de Petróleo (GLP) importado y la exportación de los excedentes de este hidrocarburo permitirán al Estado ahorrar y percibir ingresos adicionales. Otros beneficios reportados por estos proyectos son el ingreso de divisas y la generación de empleo. En términos de producción, la planta Río Grande-Santa Cruz<sup>34</sup> inaugurada en mayo de 2013 genera diariamente 361 Tn de GLP, 360 Barriles de gasolina y 195 Barriles de isopentano. Con relación al empleo, este

**GRÁFICO IV.20: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística – Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: IPE es el Índice de Precios Externos relevante para Bolivia  
IPE-STC es el Índice de Precios Externos relevante para Bolivia que excluye los movimientos cambiarios

<sup>34</sup> Reporte "Datos generales del proyecto: Construcción planta de extracción de licuables Río Grande I" remitido por YPF el 5 de agosto de 2013.

proyecto creó 1.838 empleos; 1.174 en la etapa crítica de construcción, 64 para la operación, mantenimiento y supervisión y 600 indirectos vinculados al transporte, carguío, engarrafado y distribución. Por su parte, la planta de Gran Chaco-Tarija,<sup>35</sup> que tiene prevista su inauguración para el segundo semestre de 2014, alcanzaría un total de 4.653 fuentes de trabajo, desde la construcción hasta la operación y una producción de 1.996 TMD de GLP, 2.792 TMD de etano, 1.473 Bbl/d de gasolina y 927 Bbl/d de isopentano.

- Petroquímica.<sup>36</sup> La planta de urea-amoníaco abastecerá al mercado nacional y regional de fertilizantes mediante la producción diaria de 1.200 Tn de amoníaco y 2.100 Tn de urea granulada. La utilización de estos químicos en la actividad agroindustrial y agropecuaria conllevará la mejora de su productividad y ampliación de su frontera de producción; es decir, que contribuirá al fortalecimiento de la seguridad alimentaria en Bolivia. Específicamente, en los cultivos de cereales se estima un incremento de la productividad por hectárea de 42%. También se preveé la reducción de costos en las actividades anteriormente citadas, debido a la sustitución de fertilizantes importados. Respecto al impacto social, se tiene la contratación de mano de obra local para la edificación y funcionamiento de la planta. Finalmente, de acuerdo con el perfil del proyecto, esta planta entrará en funcionamiento en octubre de 2015.
- Seguridad energética.<sup>37</sup> Desde enero de 2010, ENDE ha emprendido once proyectos, dos de transmisión<sup>38</sup> y nueve de generación,<sup>39</sup> de los cuales siete habrían sido concluidos. La inversión total entre aportes propios y financiamiento del

35 Reporte "Datos generales del proyecto: Construcción planta de extracción y fraccionamiento de licuables - Tarija" remitido por YPFB el 5 de agosto de 2013.

36 Reporte "Datos generales del proyecto: Amoníaco y urea" remitido por YPFB el 5 de agosto de 2013.

37 De acuerdo a la presentación "Cartera de proyectos financiados por el Banco Central de Bolivia", enviada por ENDE – Cochabamba el 2 de agosto de 2013.

38 Los proyectos de transmisión de ENDE son: Línea de transmisión Chaco – Tarija y Suministro de energía a Huanuni.

39 Los proyectos de generación de ENDE son: 1) Plan de emergencia de abastecimiento al SIN, 2) Proyecto San José, 3) Proyecto Termoeléctrica del Sur (Unidades 1, 2 y 3), 4) Proyecto Termoeléctrica del Sur (Cuarta unidad), 5) Proyecto Warnes, 6 a 9) Plan Inmediato de Adición de Potencia al SIN (Cuatro Proyectos).

BCB asciende a Bs10.865 millones. La adición y suministro de energía eléctrica y la instalación de plantas termo e hidroeléctricas permitirán cubrir el crecimiento anual de la demanda interna de este servicio garantizando su suministro, además de proveer los requerimientos de algunos proyectos estratégicos; especialmente referidos a la actividad minera, incrementar la cobertura y contribuir al cambio de la matriz energética. Destacan el Proyecto Planta Termoeléctrica del Sur con una inversión de Bs1.716 millones y que a partir de marzo de 2014 conllevará la expansión de la oferta de energía eléctrica en 160MW, la Termoeléctrica Warnes con una inversión comprometida de Bs1.044 millones y la generación de 160 MW de energía prevista para marzo de 2015 y la hidroeléctrica San José en la provincia Chapare - Cochabamba con una inversión de Bs2.877 millones y la generación de 123MW para junio de 2017.

- Industrialización del litio del salar de Uyuni.<sup>40</sup> Los contratos firmados con COMIBOL tienen como finalidad la instalación de una planta piloto de baterías de litio en tres fases (I inicial, II industrial y III baterías de ión de litio). Dicho proyecto comprende la construcción y equipamiento de siete laboratorios de electroquímica, síntesis y caracterización de materiales, además de la edificación de piscinas de evaporación, terraplenes, redes de distribución de energía media y depósitos. La fase II generó 300 empleos directos y 1.700 indirectos y se tiene previsto que la fase III demande 18 empleos directos y 50 indirectos. Junto a la generación de empleo, la población de comunidades circundantes ha sido beneficiada con un proyecto de red de agua, redes de electricidad de baja tensión, señal de telefonía celular, además de vías de acceso y circulación. También es importante destacar la formación de técnicos y profesionales bolivianos en tratamiento, producción y comercialización de derivados de litio, potasio, boro y magnesio de calidad y alto valor agregado.
- Seguridad alimentaria. la Empresa Azucarera San Buenaventura (EASBA),<sup>41</sup> al término de la ejecución de los proyectos tendrán 13 impactos económicos, sociales y ambientales:

40 Carta DSPG-348/2013 de 5 de agosto de 2013, "Fase II y III Industrialización recursos evaporíticos Salar de Uyuni", COMIBOL.

41 Informe Técnico EASBA-GG-N° 031/2013 de 19 de julio de 2013.

i) producción de azúcar 1.250 QQ/año, ii) producción de alcohol 9.900.000 litros/año, iii) elaboración de compost y fertilizantes, iv) elaboración de bagazo hidrolizado para alimento de rumiantes, v) tratamiento eficiente de los residuos sólidos y líquidos, vi) respeto a la naturaleza durante la implementación y operación del proyecto, vii) generación de energía eléctrica limpia para la población de la región, viii) generación de 450 empleos directos en la producción de azúcar, ix) generación de 5.000 empleos sostenibles en la producción de caña, x) generación de 10.000 empleos indirectos en la región de influencia del proyecto, xi) dinamización de la economía local y regional por la diversificación de servicios complementarios a la planta industrial, xii) contribución al cambio de la matriz productiva y transformación con valor agregado y xiii) contribución a la política de soberanía y seguridad alimentaria.<sup>42</sup>

**CUADRO IV.6: BENEFICIARIOS Y MONTO EROGADO PARA EL BJA (En personas y Bs)**

Grupo beneficiario	Número	Monto (Bs)
Mujeres en gestación	383.242	49.069.145
Niños(as) menores de 2 años	544.147	331.269.635
Total	927.389	380.338.780

FUENTE: Unidad Ejecutora del BJA - Ministerio de Salud y Deportes  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

*IV.2.2 Bono Juana Azurduy*

Como se mencionó anteriormente, el BCB financia la mayor parte del BJA. Entre mayo de 2009 y mayo de 2013, este Bono permitió beneficiar a cerca de un millón de personas. El Bono consiste en el pago de hasta Bs1.820 a mujeres embarazadas y niños menores de 2 años (Cuadro IV.6).

Además, entre 2009 y diciembre de 2012, el BJA promovió 526.892 controles médicos a madres embarazadas, la atención de 129.802 partos en instituciones médicas (incremento superior al 20% respecto a 2005) y 2.041.710 controles a niños menores de dos años. La cobertura geográfica de este Bono alcanzó a todos los departamentos de Bolivia, específicamente a 339 municipios.

Se estima que con la ayuda del BJA y otras políticas sociales, Bolivia alcance la meta de “Disminución de la tasa de desnutrición crónica infantil” establecida

<sup>42</sup> Los cuatro proyectos que permitirán dichos impactos son: i) implementación del cultivo de caña de azúcar en San Buenaventura-La Paz, ii) implementación de la planta industrial en San Buenaventura-La Paz, iii) mejoramiento de la infraestructura administrativa y comercial de EASBA La Paz y iv) estudios industriales para ingenio azucarero. A junio de 2013, entre los resultados principales se encuentran la elaboración de: i) estudios técnicos, ii) desarrollo agrícola como limpieza, plantación de semillas, adquisición de maquinaria pesada y equipo agrícola, construcción de viales, instalación de estación meteorológica, construcción de galpones e instalaciones de antenas de comunicación.

en los Objetivos de Desarrollo del Milenio (19% en 2015), toda vez que su reducción en los últimos años fue significativa (de 37,7% en 1989 a 20,3% en 2008).

Por otra parte, se espera también que este Bono coadyuve a la disminución de la mortalidad infantil (50 por cada mil nacidos vivos en 2008) y la mortalidad materna (229 por cien mil nacidos vivos), que serán cuantificadas en 2014 en ocasión de la Encuesta Nacional de Salud.

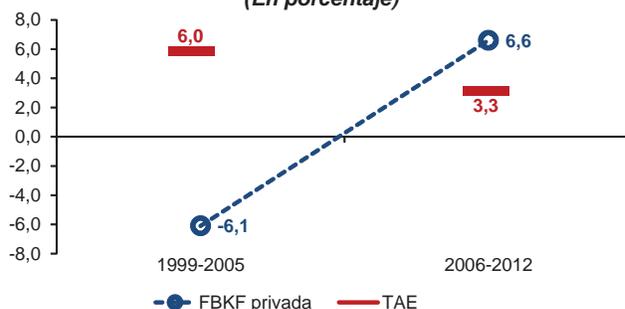
**IV.2.3 Políticas para incentivar el crédito del sistema financiero al sector privado**

Como se mencionó en la sección III.4.3, la disminución de las tasas de interés monetarias que se tradujo en la caída de las tasas de interés activas reales del sistema financiero, permitió una mayor intermediación financiera que se tradujo en un importante aporte a la actividad económica. Por una parte, el sector de servicios financieros presentó una de las mayores incidencias en el crecimiento global de la economía. Por otra, la mayor canalización de recursos financieros conllevó un incremento importante en el acervo de capital de la economía nacional (Gráfico IV.21).

En el marco del objetivo del Estado, de llevar a la economía hacia sus mayores potencialidades, promoviendo un patrón de crecimiento con menor vulnerabilidad en el ámbito laboral e incentivar un cambio en la matriz productiva para un mayor desarrollo tecnológico, el Órgano Ejecutivo y el BCB incentivaron el crédito al sector productivo (crecimiento de 64% entre diciembre 2010 y mayo 2013). De la misma forma y a objeto de apoyar la transformación productiva y la generación de empleo, la nueva Ley de Servicios Financieros pretende priorizar la asignación de recursos con destino al sector productivo y a la vivienda social, estableciendo niveles mínimos de cartera y tasas activas de interés máximas.

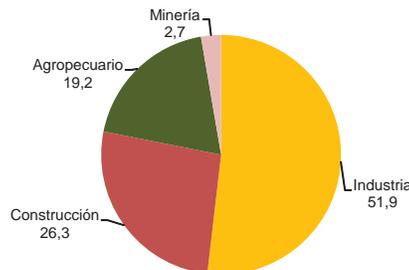
Es importante remarcar que el crédito al sector productivo y vivienda representa el 60% de la cartera total y que los sectores de construcción, agropecuario e industria representan el 97% del Crédito Productivo. Estos tres sectores emplean más de 50% de la población ocupada<sup>43</sup> (Gráfico IV.22). Es decir, que estas políticas incentivan la disminución del desempleo, cuya tasa se redujo de 8,2% el 2005 a 3,8% el 2011 (Gráfico IV.23).

**GRÁFICO IV.21: CRECIMIENTO DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO DEL SECTOR PRIVADO Y TASA DE INTERÉS ACTIVA EFECTIVA REAL DEL SISTEMA FINANCIERO (En porcentaje)**

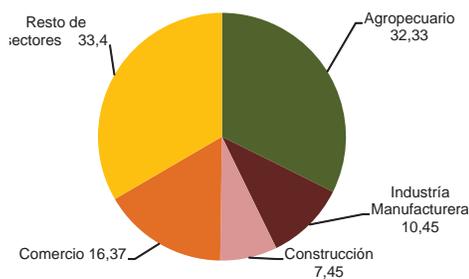


FUENTE: INE – BCB  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La tasa de crecimiento de la Formación Bruta de Capital Fijo corresponde al promedio geométrico de cada período. La tasa de interés también corresponde al promedio de cada período, ponderado por el ratio de bolivianización de cartera

**GRÁFICO IV.22: CRÉDITO PRODUCTIVO Y EMPLEO (Participación en porcentaje)**  
 a) Destino por Actividad

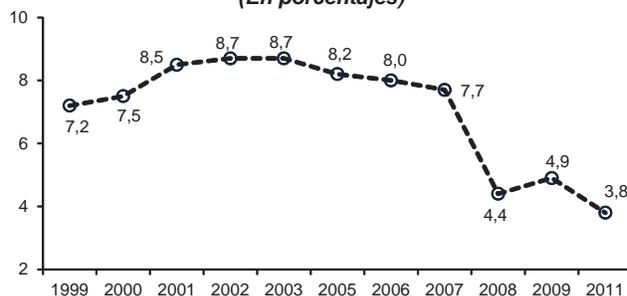


b) Población ocupada por Actividad



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

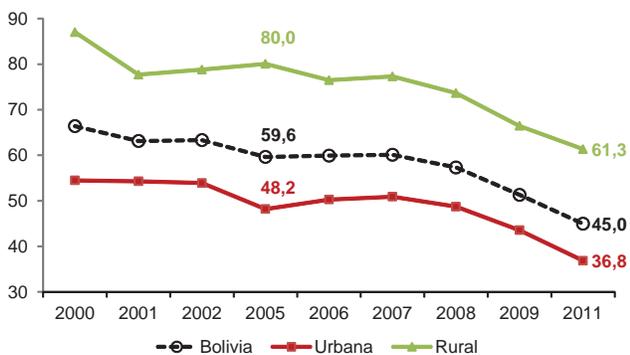
**GRÁFICO IV.23: TASA DE DESEMPEÑO (En porcentajes)**



FUENTE: Unidad de Análisis de Políticas Sociales y Económicas  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

43 Basado en la Encuesta de Hogares del 2011 del INE.

**GRÁFICO IV.24: INCIDENCIA DE POBREZA (En porcentajes)**



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

En esta línea, las políticas del Órgano Ejecutivo, la mayor intermediación financiera en especial la destinada al sector productivo y las transferencias sociales como el BJA, contribuyeron a la disminución de la desigualdad, pobreza y pobreza extrema del país en los últimos años (Gráficos IV.24 y IV.25).

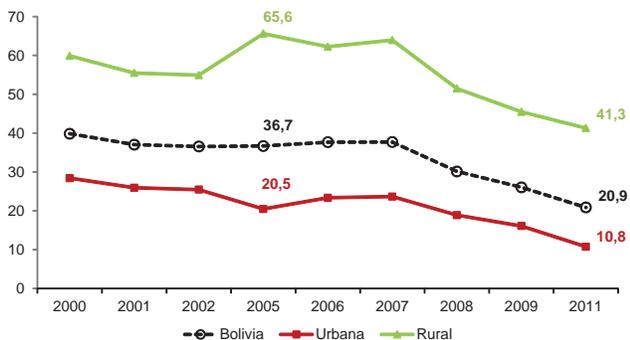
*IV.2.4 Políticas para incentivar el ahorro de las familias*

La venta directa de valores por parte del BCB y el TGN se convirtió en un mecanismo que mejoró las condiciones de ahorro de la población. Adicionalmente, en el caso del BCB, sus títulos se constituyeron en un instrumento alternativo para coadyuvar en la regulación de la liquidez de la economía y señalar las tasas pasivas del sistema financiero.

A junio de 2013, el Ente Emisor conjuntamente con el agente colocador vendió alrededor de Bs420 millones en bonos a 15.739 clientes a nivel nacional, en los nueve departamentos. Al interior de los mismos, el plazo más requerido fue de 364 días (41% del total), registro que da cuenta de la mayor preferencia por las alternativas de ahorro a mayores plazos ofrecidas por el BCB. Durante el primer semestre de 2013, las colocaciones totales de bonos sumaron Bs150,5 millones, con un promedio mensual de Bs25,1 millones (Gráfico IV.26).

Respecto a los Bonos BCB Aniversario, desde su introducción en el mes de mayo estos alcanzaron a Bs27 millones, exponiendo una alta aceptación por el mercado.

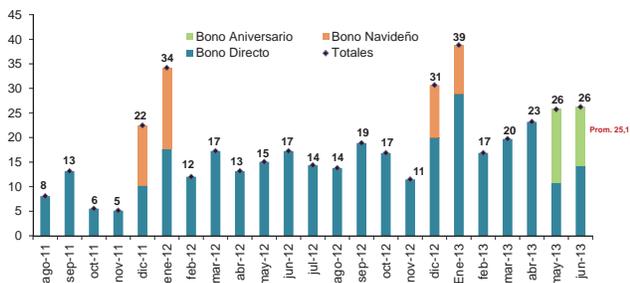
**GRÁFICO IV.25: INCIDENCIA DE POBREZA EXTREMA (En porcentajes)**



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

El saldo neto total (colocaciones menos vencimientos) de bonos de colocación directa en MN ascendió a Bs159,6 millones al finalizar el primer semestre, registrando un incremento de Bs26 millones respecto a diciembre de 2012, aspecto que refleja el creciente impacto de este instrumento, en línea con sus mayores tasas de rendimiento.

**GRÁFICO IV.26: COLOCACIÓN BRUTA MENSUAL DE VALORES DE VENTA DIRECTA DEL BCB (En millones de bolivianos)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias

*IV.2.5 La política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución*

Dada la estructura productiva de las empresas, rígida en el corto plazo, la política cambiaria de depreciación del boliviano aplicada antes de 2006 no tuvo efectos importantes en las exportaciones. Por el contrario, la subvaluación de la moneda tuvo connotaciones negativas sobre la distribución del ingreso y el bienestar de la población en su conjunto por su efecto en la inflación que perjudica principalmente a sectores

con menores ingresos y mayor propensión marginal al consumo. Adicionalmente, la depreciación afectó al sector productivo encareciendo los bienes importados de capital e intermedios.

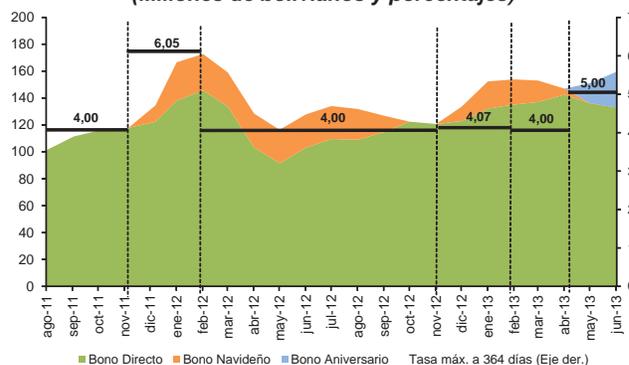
Asimismo, dada la indexación de precios de bienes y servicios, los efectos anteriores se amplificaron ante las persistentes depreciaciones.<sup>44</sup> Adicionalmente, éstas se tradujeron en mayores niveles de dolarización, con efectos negativos sobre el sistema financiero, pérdida por señoreaje, descalce de moneda y menor efectividad de la política económica.

Por el contrario, en los últimos años la política de apreciación y posterior estabilización del boliviano favoreció la distribución del ingreso al beneficiar al conjunto de la población, generando externalidades positivas para las familias, como ser: la promoción de la bolivianización tanto en transacciones corrientes como financieras, el incentivo al consumo y al ahorro a través de un “efecto riqueza” en la sociedad,<sup>45</sup> el incremento del ingreso para el país por señoreaje, la mayor efectividad de las políticas monetaria y cambiaria y, la reducción de la vulnerabilidad del sistema financiero al mejorar la capacidad de pago de los deudores y potenciar la función de prestamista de última instancia del BCB.

Por ejemplo, el PIB per cápita en dólares estadounidenses como indicador de ingreso promedio incrementó de \$us1.037 en 2005 a \$us2.621 en 2012 (153%). Sin embargo, si la política de depreciación hubiese continuado, el PIB per cápita hubiese alcanzado solamente \$us1.527 en 2012 (47% de incremento; Gráfico VI.28).

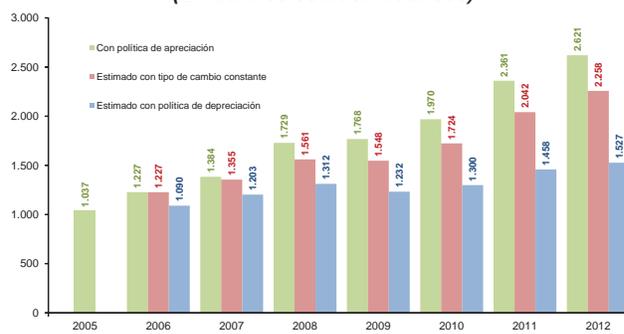
De la misma forma, el salario mínimo nacional expresado en dólares estadounidenses pasó de \$us55 mensuales en 2005 a \$us175 el 2013 (incremento de 220%). Nuevamente, de haberse mantenido la política de depreciación de la moneda, el salario mínimo sólo hubiese llegado a \$us97 (incremento de 78%; Gráfico VI.29).

**GRÁFICO IV.27: SALDO NETO DE LAS COLOCACIONES DIRECTAS DEL BCB Y TASAS DE RENDIMIENTO A UN AÑO (Millones de bolivianos y porcentajes)**



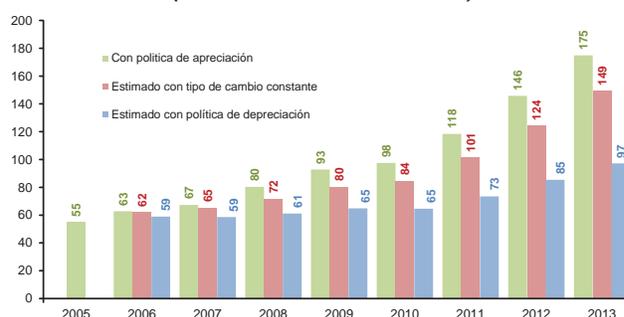
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias  
 NOTA: La tasa máxima a 364 días para los meses de venta de los Bonos Navideños (diciembre 2011, enero 2012, diciembre 2012 y enero 2013) corresponde a la tasa de rendimiento equivalente al plazo de 1 año

**GRAFICO VI.28: PRODUCTO INTERNO BRUTO PER CÁPITA (En dólares estadounidenses)**



FUENTE: BCB e Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: Las columnas en verde corresponden al PIB per cápita observado con política de apreciación de la moneda nacional. Las columnas en rojo y azul, corresponden al PIB per cápita estimado manteniendo el tipo de cambio constante de cierre de 2005 (8,05Bs/\$us) y aplicando una tasa promedio de depreciación correspondiente al periodo 1999 – 2005 (5,59%), respectivamente.

**GRAFICO VI.29: SALARIO MÍNIMO NACIONAL (En dólares estadounidenses)**



FUENTE: BCB e Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: Las columnas en verde corresponden al salario mínimo observado con política de apreciación de la moneda nacional. Las columnas en rojo y azul, corresponden al salario mínimo estimado manteniendo el tipo de cambio constante de cierre de 2005 (8,05Bs/\$us) y aplicando una tasa promedio de depreciación correspondiente al periodo 1998 – 2005 (5,50%), respectivamente.

44 *Development Macroeconomics*: Pierre-Richard Agénor & Peter J. Montiel.

45 El fortalecimiento de la moneda con relación al dólar internaliza en las familias un efecto riqueza positivo.

*IV.2.6 Bolivianización para contribuir al control de la inflación y promover el crecimiento*

Además de los beneficios de la Bolivianización para la economía en su conjunto, es importante mencionar las ventajas de esta política para la población, entre las que se destacan:

- **Menores costos de transacción:** En la actualidad, a diferencia del pasado, la población puede realizar sus transacciones cotidianas en bolivianos, sin verse en la necesidad de incurrir en costos relativos a la compra y venta de moneda extranjera. Por tanto, incrementa el poder de compra de todas las bolivianas y bolivianos.
- **Mayor calce financiero:** Un mayor uso de la MN facilita el pago de deudas, reduciendo los costos y riesgos asociados a variaciones cambiarias para aquellos deudores que perciben sus ingresos en bolivianos (que representan la mayor parte de la población). Anteriormente, las personas tenían que contratar deudas en dólares y, cuando subía la cotización de esta moneda, las amortizaciones e intereses se incrementaban dificultando los pagos y generando riesgos para los deudores y acreedores. Actualmente, como los préstamos e ingresos de las personas son en bolivianos, disminuyeron los impagos y se observó una reducción de la mora del sistema financiero, principalmente en moneda nacional.
- **Menor riesgo crediticio:** Como consecuencia de la bolivianización, la población cuenta con un mayor respaldo de sus depósitos y préstamos. Ante cualquier coyuntura que así lo amerite, los requerimientos de liquidez por parte del sistema financiero pueden ser atendidos oportunamente por parte del BCB, aspecto que era mucho más dificultoso en períodos con elevada dolarización, dadas las restricciones existentes para una disponibilidad inmediata de divisas.
- En general, la bolivianización fomenta la producción nacional al facilitar los pagos y transacciones en la moneda de curso legal emitida por el BCB.

## V. Perspectivas y riesgos De la inflación

*Tras alcanzar una variación acumulada del IPC de 4,5% a finales de 2012 y seguir una evolución estable durante el primer semestre de la gestión actual, se estima que la inflación se sitúe en torno a 4,8% al cierre de 2013, convergiendo posteriormente a una tasa alrededor de 5,2% a finales de 2014. Estas proyecciones son consistentes con un mayor crecimiento económico interno y presiones inflacionarias externas.*

*En cuanto al contexto nacional, las previsiones sobre el crecimiento de la actividad económica para el cierre de 2013 se ratifican en torno al 5,5%. Los elementos que sustentan esta previsión refuerzan lo enfatizado en el IPM de enero de 2013, respecto a una corrección de los factores adversos que en 2012 habrían determinado una contracción de la minería y una desaceleración del sector transportes; previsiones que se van concretando en lo que va de 2013. Por el lado del gasto, se espera que tanto la demanda interna como la externa neta, continúen dinamizando el crecimiento global.*

*Respecto al crecimiento previsto para el cierre de 2014, este se situaría alrededor de 5,6% en un rango de 5,2% y 6,4%, explicado principalmente por el impulso que se generaría en las actividades de Servicios financieros, Hidrocarburos, Transporte, Construcción y Minería.*

*En lo que concierne a la inflación, su evolución futura no está exenta de riesgos que, de materializarse, podrían llevar a que la variación de precios siga una trayectoria diferente respecto a la esperada para el bienio 2013-2014.*

*Al cierre del presente IPM, el análisis cualitativo efectuado para el período 2013-2014 sugiere que los riesgos anteriores se encontrarían parcialmente*

sesgados hacia el alza. En tal sentido, de concretarse alguno de los factores mencionados, el Gobierno Nacional y la Autoridad Monetaria (en el marco de sus competencias y de forma coordinada) emplearán los instrumentos de política a su disposición con el fin de mantener una inflación baja y estable que contribuya al desarrollo económico y social.

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

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

FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril y julio de 2013). *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2013) y *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2013)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2013

<sup>1/</sup> En el caso del E.P. de Bolivia se toman en cuenta las cifras y proyecciones oficiales

<sup>2/</sup> Crecimiento promedio anual ponderado de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)

(p) proyectado

(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecasts*

## V.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

La actividad económica mundial continúa con su lenta recuperación; sin embargo, será menor a la esperada en la anterior edición del IPM. En efecto, para 2013 se estima un crecimiento mundial de 3,1% y para 2014 de 3,8% (Cuadro V.1); tasas menores a las proyectadas en enero de 2013 de 3,5% y 4,1%, respectivamente.

Cabe señalar que si bien la incertidumbre en los mercados financieros internacionales disminuyó, se vislumbra un nuevo grupo de riesgos para el segundo semestre del año, destacándose los efectos económicos y financieros de la incertidumbre sobre los retiros de los impulsos cuantitativos en EE.UU., la disminución de los precios de los *commodities*, las posibles amenazas para los procesos de ajuste fiscal y de deuda impuestos por la Unión Europea (UE), el BCE y el FMI en los países periféricos de la Zona Euro y la desaceleración del crecimiento de algunas economías emergentes con una alta importancia en la economía mundial.

Con relación a las economías avanzadas, las proyecciones para 2013 apuntan a un crecimiento de 1,2% (sin mayores cambios respecto a 2012), en virtud de la debilidad persistente en la actividad económica de los países europeos y el moderado crecimiento de EE.UU. En este último caso, los recortes paulatinos en su gasto público tendrán una incidencia importante en el desempeño de 2013. No obstante, este comportamiento sería amortiguado por los efectos de la expansión monetaria y fiscal previstos en Japón, del cual se espera un mayor repunte en su crecimiento económico hacia fines de año.

Respecto a las economías emergentes y en desarrollo, se prevé una ligera recuperación en su dinamismo económico con un crecimiento de 5,0% al cierre de 2013, tasa superior a la registrada en 2012 (4,9%). No obstante, dicha dinámica puede verse afectada

por el retiro anticipado del estímulo monetario por parte de la *Fed*.

En el caso de China, se observó un menor dinamismo de su crecimiento económico en la primera mitad del año debido al reajuste de su modelo económico, dependiente de las exportaciones y la demanda externa, para orientarlo hacia uno donde el consumo interno sea el componente más importante.; además, se debe mencionar el incremento en la fragilidad de su sistema financiero, los elevados niveles de endeudamiento de los gobiernos locales y el incremento en los precios de las viviendas.

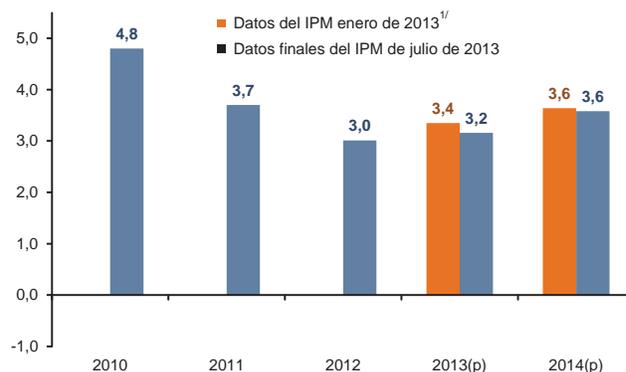
De hecho, dado el escenario menos alentador en la segunda mitad del año, ha crecido la probabilidad de un incumplimiento de su meta de crecimiento de 7,5% para la presente gestión, comportamiento no observado en los últimos 15 años.

De igual forma, las expectativas en relación al comportamiento de las economías de América Latina apuntan a una reactivación respaldada por el fortalecimiento de la demanda interna. Por un lado, se espera que economías de gran tamaño en la región, como Brasil y Argentina, expongan una recuperación de su crecimiento económico respecto a 2012. Por otro lado, países como Bolivia, Perú y Chile mantendrían sus tasas de crecimiento en niveles elevados (alrededor de 5%). Con todo, las últimas proyecciones del crecimiento regional para 2013 (3,0%), indican una dinámica similar a la observada en 2012, para luego repuntar en 2014 (3,4%).

En este contexto, el crecimiento externo relevante para Bolivia en 2013 (3,2%) sería ligeramente superior al de 2012 (3,0%), reflejando un mayor dinamismo de nuestros principales socios comerciales (Gráfico V.1). No obstante, dicho dinamismo sería menor al esperado en la anterior edición del IPM.

Respecto a los precios de las materias primas, para el segundo semestre del año se esperan mayores correcciones a la baja con relación a los niveles observados a fines de 2012, especialmente en los minerales y algunos alimentos. De igual manera, según el FMI, la trayectoria de los precios internacionales del petróleo registraría un descenso promedio de 4,7% hasta fines de 2013, comportamiento explicado principalmente por los elevados niveles de producción previstos hasta fin de año.

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



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países. FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril y julio de 2013). *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2013) y JPMorgan, *Global Data Watch* (junio de 2013)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por el comercio exterior boliviano del crecimiento de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia

<sup>1/</sup> Incluyen además a China y Corea del Sur  
(p) proyectado

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

	2011		2012		2013(p)		2014 (p)		
	CF	FMI	CF	FMI	CF	FMI	CF	FMI	
<b>Economía Mundial</b>	4,4	2,8	3,9	2,7	3,8	3,8	(2,9)	(3,7)	(3,5)
<b>Economías Avanzadas</b>	2,3	n.d.	2,0	n.d.	1,7	2,1	n.d.	(1,7)	(1,9)
Estados Unidos	3,1	2,1	1,8	1,7	1,7	1,8	(2,0)	(1,8)	(1,7)
Zona del Euro	2,7	2,5	2,2	1,6	1,6	1,4	(1,9)	(1,7)	(1,4)
Japón	-0,3	0,0	-0,2	0,0	0,7	3,6	(-0,2)	(0,3)	(2,6)
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	6,6	n.d.	5,9	n.d.	5,8	5,5	n.d.	(5,7)	(5,0)
China	4,1	2,6	2,5	3,1	3,1	3,0	(3,3)	(3,1)	(3,0)
India	6,5	5,9	11,2	5,2	10,6	10,2	(7,6)	(9,3)	(6,6)
<b>América Latina y El Caribe</b>	6,8	6,1	5,9	6,8	6,1	5,5	(6,6)	(5,9)	(5,6)
Argentina	9,5	10,8	10,8	10,3	10,1	10,1	(10,6)	(9,9)	(9,9)
Brasil	6,5	5,8	5,8	5,8	5,5	4,5	(5,6)	(5,1)	(4,5)
Chile	4,4	1,6	1,5	2,4	3,0	3,0	(3,1)	(3,0)	(3,0)
Colombia	3,7	2,4	2,4	2,7	2,4	3,0	(3,0)	(3,0)	(3,0)
México	3,8	3,6	4,0	3,7	3,6	3,3	(3,7)	(3,3)	(3,0)
Perú	4,7	2,6	2,6	2,5	2,2	2,0	(2,7)	(2,0)	(2,0)
R.B. de Venezuela	27,6	19,5	20,1	34,6	28,0	27,3	(28,8)	(29,2)	(28,3)
E.P. de Bolivia <sup>1/</sup>	6,9	4,5	4,5	5,1	4,8	5,2			
<b>Inflación relevante para el E.P. de Bolivia<sup>2/</sup></b>		0,4		-1,2		0,9			

FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2013). *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2013) y *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2013)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2013

<sup>1/</sup> En el caso del E.P. de Bolivia se toman en cuenta las cifras y proyecciones oficiales

<sup>2/</sup> Corresponde al promedio ponderado por el comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)

(p) proyectado

(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecasts*

De acuerdo a las expectativas sobre la evolución de los precios internacionales de *commodities* y al escenario global de crecimiento todavía moderado, las tasas de inflación al cierre de 2013 serían de 1,7% para las economías avanzadas y de 5,8% para las economías emergentes y en desarrollo. De esta manera, el incremento del nivel de precios global oscilaría en torno a 3,8% a fines de 2013 (0,1pp menor al de 2012), proyectándose a la vez un escenario de inflación mundial similar para el siguiente año (Cuadro V.2).

Bajo este panorama, se estima que la inflación externa relevante para Bolivia mantendrá su tendencia decreciente al cierre de 2013 (-1,2%);<sup>46</sup> aunque las correcciones cambiarias hacia la apreciación de las monedas de algunos socios comerciales de la región (que experimentaron depreciaciones persistentes en los últimos meses) podrían reavivar algunas presiones inflacionarias externas (Gráfico V.2).

Finalmente, se prevé que la política monetaria a nivel global se mantendrá expansiva en lo que resta de 2013. De esta manera, los bancos centrales de las economías avanzadas mantendrían sus tasas de política monetaria en niveles mínimos y continuarían con sus medidas monetarias no convencionales para estimular la demanda agregada, en la mayoría de los casos.

Sin embargo, la *Fed* señaló que reduciría progresivamente su programa de flexibilización monetaria cuantitativa si la economía estadounidense mostrase señales reales de recuperación. En ese caso, podría observarse un repunte de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, lo que por consiguiente, afectaría a los mercados cambiarios de los principales socios comerciales de Bolivia.

En el caso de las economías emergentes, se esperarían mayores medidas de estímulo crediticio y fiscal, así como tasas de interés de referencia en niveles bajos que coadyuven a la recuperación del dinamismo del crecimiento económico. En la región, un caso particular es Brasil, quien ve limitadas sus posibilidades para reducir su tasa de política monetaria (Selic). De hecho, en lo que va de 2013, el Banco Central de este país incrementó su tasa de

46 La inflación externa relevante para Bolivia se mide como la variación porcentual interanual promedio del Índice de Precios Externos (IPE) estimado por el BCB.

referencia en tres oportunidades, hasta alcanzar un nivel de 8,5%, debido a la aceleración en la variación de sus precios de consumo en los últimos meses.

## V.2 CONTEXTO NACIONAL

La previsión para el crecimiento de la actividad económica en 2013, ratifica lo expuesto en el IPM de enero, que señala una corrección de los factores que en 2012 habrían determinado la contracción de la Minería y la desaceleración de Transporte.

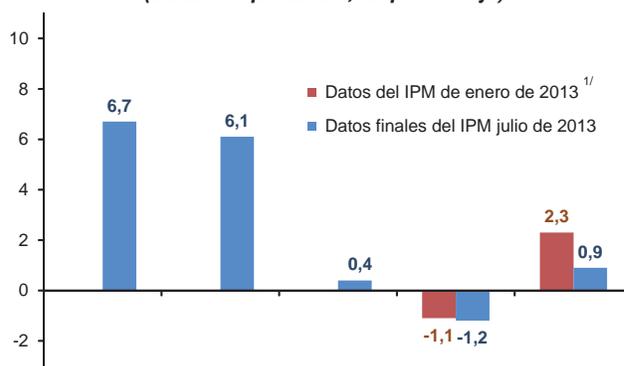
La Minería crecería principalmente por la mayor producción de plomo, plata y zinc; junto a la implementación de varios proyectos impulsados por COMIBOL. La actividad de Transporte continuaría mostrando correcciones al alza, consistente con los flujos de inversiones y la apertura de nuevas rutas aéreas. A su vez, el dinamismo de Hidrocarburos, junto a los importantes flujos de recursos públicos destinados a incrementar el acervo de capital de la economía nacional, coadyuvaría al cumplimiento de las previsiones. Sin embargo, de mantenerse los factores climatológicos adversos observados en los primeros meses de 2013, el sector Agropecuario podría nuevamente ser afectado.

En resumen, el crecimiento previsto para 2013, de 5,5% (en un rango entre 5,1% y 6%) sería alcanzado. Asimismo, se esperaría que en 2014 se alcance una tasa de crecimiento en torno a 5,6% (en un rango entre 5,2% y 6,4%),<sup>47</sup> por el mayor dinamismo de:

- Servicios Financieros, al sostener niveles adecuados de liquidez y de tasas de interés, además de las facultades que emergerían de la nueva Ley de Servicios Financieros para dinamizar el crédito productivo y la vivienda social.
- Hidrocarburos, por la intensificación del uso de gas natural en el mercado interno junto al cumplimiento de los contratos de exportación vigentes.
- Transporte, principalmente por la puesta en marcha del Teleférico en el departamento de La Paz.

<sup>47</sup> Este escenario, contempla las proyecciones climatológicas realizadas por centros meteorológicos internacionales, que indican la posible presencia del fenómeno de La Niña con intensidad débil. Lo que afectaría al normal desempeño de la actividad agropecuaria, situando el crecimiento económico hacia el límite inferior de la banda.

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



FUENTE: Bancos centrales e institutos de estadística de los países, FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril y julio de 2013), *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2013) y JPMorgan, *Global Data Watch* (junio 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

<sup>1/</sup> Incluyen además a China y Corea del Sur

(p) proyectado

- Construcción, por la ejecución de proyectos de infraestructura caminera y otros de carácter estratégico.
- Minería, principalmente por los proyectos de COMIBOL.

**V.3 PERSPECTIVA DE LA INFLACIÓN**

El presente apartado tiene como objetivo describir la trayectoria más probable que podría adoptar la inflación durante el bienio 2013-2014, en función a la evolución esperada del contexto económico interno y externo descrita anteriormente.

En términos del escenario más plausible para el segundo semestre de 2013, se espera que la inflación tienda a incrementarse paulatinamente durante los próximos meses, convergiendo posteriormente a finales del año a una tasa en torno a 4,8%.

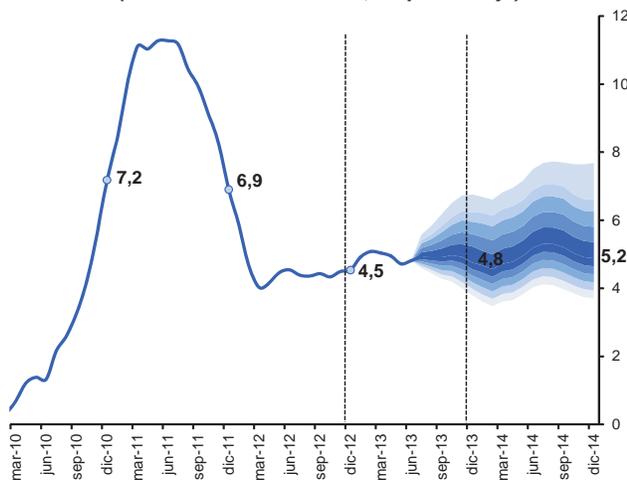
A su vez, para 2014 se prevé que a inicios de gestión la variación de precios siga una senda moderadamente decreciente, experimentándose luego en el segundo y tercer trimestres incrementos graduales; esta orientación se revertiría en los últimos tres meses del año, alcanzándose una tasa de inflación alrededor del 5,2% al cierre de la gestión.

Respecto a los determinantes que sustentan la trayectoria esperada de la inflación, la proyección es consistente con un mayor crecimiento económico interno y presiones inflacionarias externas. En este sentido, las evaluaciones cuantitativas y cualitativas realizadas denotan que, como escenario más probable, a finales de 2013 la inflación se posicionaría alrededor del 4,8% ratificándose la proyección anunciada en el IPM de enero de 2013, aunque en un rango ligeramente sesgado al alza (entre 3,8% y 6,8%). Mientras que en 2014 la variación de precios se situaría en torno a 5,2% (Gráfico V.3).

**V.4 BALANCE DE RIESGOS DE LA INFLACIÓN**

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

**GRÁFICO V.3: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA**  
(Variación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - 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%

y baja) que podrían llevar a que la inflación siga una trayectoria diferente a la señalada anteriormente.

Por una parte, respecto a los riesgos internos al alza, los más importantes estarían vinculados a: (i) el alza de precios de algunos alimentos a consecuencia de factores climáticos (heladas y sequías); (ii) los posibles repuntes en las expectativas de inflación ante nuevos reajustes en precios relativos de ítems con alta incidencia inflacionaria; y (iii) la brecha del producto ligeramente positiva.<sup>48</sup>

Asimismo, en lo que concierne a los riesgos externos al alza, los más importantes corresponderían a: (i) las posibles correcciones en las paridades cambiarias hacia la apreciación de las monedas de los principales socios comerciales (repercutiendo en mayor inflación importada para la economía nacional); y (ii) el mayor dinamismo, con relación a lo previsto, del PIB externo relevante para Bolivia.

A su turno, con relación a los riesgos a la baja, aquellos propios del contexto externo se vincularían con la menor inflación externa relevante para Bolivia, junto a una reducción de la liquidez de origen externo debido a resultados en la cuenta corriente y financiera menos favorables. Entretanto, los riesgos internos que podrían incidir en una inflación más baja se originarían principalmente en las políticas de abastecimiento interno impulsadas por el Órgano Ejecutivo, que abarcan tanto las políticas de apoyo a productores, como la comercialización directa de artículos alimenticios, además del control a mercados y la lucha contra la especulación, entre otras.

Al cierre del presente IPM, el análisis cualitativo efectuado para el período 2013-2014 sugiere que los riesgos anteriores se encontrarían sesgados hacia el alza. Sin embargo, corresponde puntualizar que de materializarse alguno de los factores señalados, el Gobierno Nacional y la Autoridad Monetaria, en el marco de sus competencias y de forma coordinada, emplearán los instrumentos de política a su disposición para cumplir con el objetivo de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda; contribuyendo de esta manera al desarrollo económico y social de la economía boliviana.

---

<sup>48</sup> La brecha del producto se define como la diferencia entre el PIB ajustado por estacionalidad y el PIB de tendencia.



# Abreviaturas y siglas de uso frecuente en esta publicación

€	Euro
£	Libras esterlinas
\$us	Dólares estadounidenses
AFP	Administradoras de Fondos de Pensiones
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
APS	Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros
BBI	Barriles
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BEA	Base del Encaje Adicional
BJA	Bono Juana Azurduy de Padilla
BRENT	Tipo de petróleo que se extrae principalmente del Mar del Norte y marca la referencia en los mercados europeos
Bs	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
BUN	Banco de la Unión
CAF	Corporación Andina de Fomento
CAP	Coefficiente de Adecuación Patrimonial
CD	Certificados de Depósitos
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CF	Consensus Forecasts
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
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
COMIBOL	Corporación Minera de Bolivia
CPE	Constitución Política del Estado
d/c	Del cual
DEG	Derechos Especiales de Giro
DPF	Depósito a Plazo Fijo
D.S.	Decreto Supremo
e	Estimado
E.P. DE BOLIVIA	Estado Plurinacional de Bolivia
Easba	Empresa Azucarera San Buenaventura
EE.UU.	Estados Unidos

EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EIF	Entidades de Intermediación Financiera
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
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> )
FRUV	Fondo de Renta Universal de Vejez
G7	Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón y Reino Unido
GLP	Gas licuado del petróleo
GSA	Hace referencia al contrato firmado con PRETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
GWh	Gigavatio hora
Has.	Hectáreas
ICC	Índice del Costo de la Construcción
IED	Inversión Extranjera Directa
IGAE	Índice Global de Actividad Económica
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de Precios al Consumidor
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
IVME	Impuesto a la Venta de Moneda Extranjera
LT	Letras del Tesoro
M1	Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV
M'1	Agregado monetario conformado por: M1 + Depósitos a la vista en ME y MVDOL
M2	Agregado monetario conformado por: M1 + Caja de Ahorros en MN y UFV
M'2	Agregado monetario conformado por: M2 + Caja de Ahorros en ME y MVDOL
M3	Agregado monetario conformado por: M2 + Depósitos a Plazo y Otros depósitos, en MN y UFV

M'3	Agregado monetario conformado por: M3 + Depósitos a Plazo y Otros, en ME y MVDOL
MDPEP	Ministerio Desarrollo Productivo y Economía Plural
MDRyT	Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
MMBTU	Millones de BTU ( <i>Millions of British Thermal Units</i> )
MMm3/d (MMmcd)	Millones de metros cúbicos por día
MMM	Ministerio de Minería y Metalurgia
MN	Moneda Nacional
MPD	Ministerio de Planificación del Desarrollo
MVDOL	Moneda nacional con mantenimiento de valor respecto al dólar estadounidense
n.d.	No disponible
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OMNA	Oriente Medio y el Norte de África
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo ( <i>Organization of the Petroleum Exporting Countries</i> )
OSEA	Obligaciones Sujetas a Encaje Adicional
p	Proyectado
p/	Cifras preliminares
p.e.	Por ejemplo
pb	Puntos básicos o puntos base
PEG	Presupuesto General del Estado
PIB	Producto Interno Bruto
PMI	Índice de Gerentes de Compra ( <i>Purchasing Managers Index</i> )
pp	Puntos porcentuales
PYME	Pequeña y Mediana Empresa
R.B. DE VENEZUELA	República Bolivariana de Venezuela
R.D.	Resolución de Directorio
RAL	Requerimiento de Activos Líquidos
RIB	Reservas Internacionales Brutas
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROE	Rentabilidad sobre patrimonio ( <i>Return On Equity</i> )
S&P	<i>Standard &amp; Poor's</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidación y Custodia del Banco Central de Brasil
SIOC	Sistema de Operaciones Cambiarias
SIN	Sistema Interconectado Nacional
SPNF	Sector Público No Financiero
TCRE	Tipo de Cambio Real de Equilibrio
TGE(TGN)	Tesoro General del Estado
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
VAREX	Variación de existencias
VIPFE	Viceministerio De Inversión Pública y Financiamiento Externo
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](http://www.bcb.gob.bo)  
La Paz - Bolivia