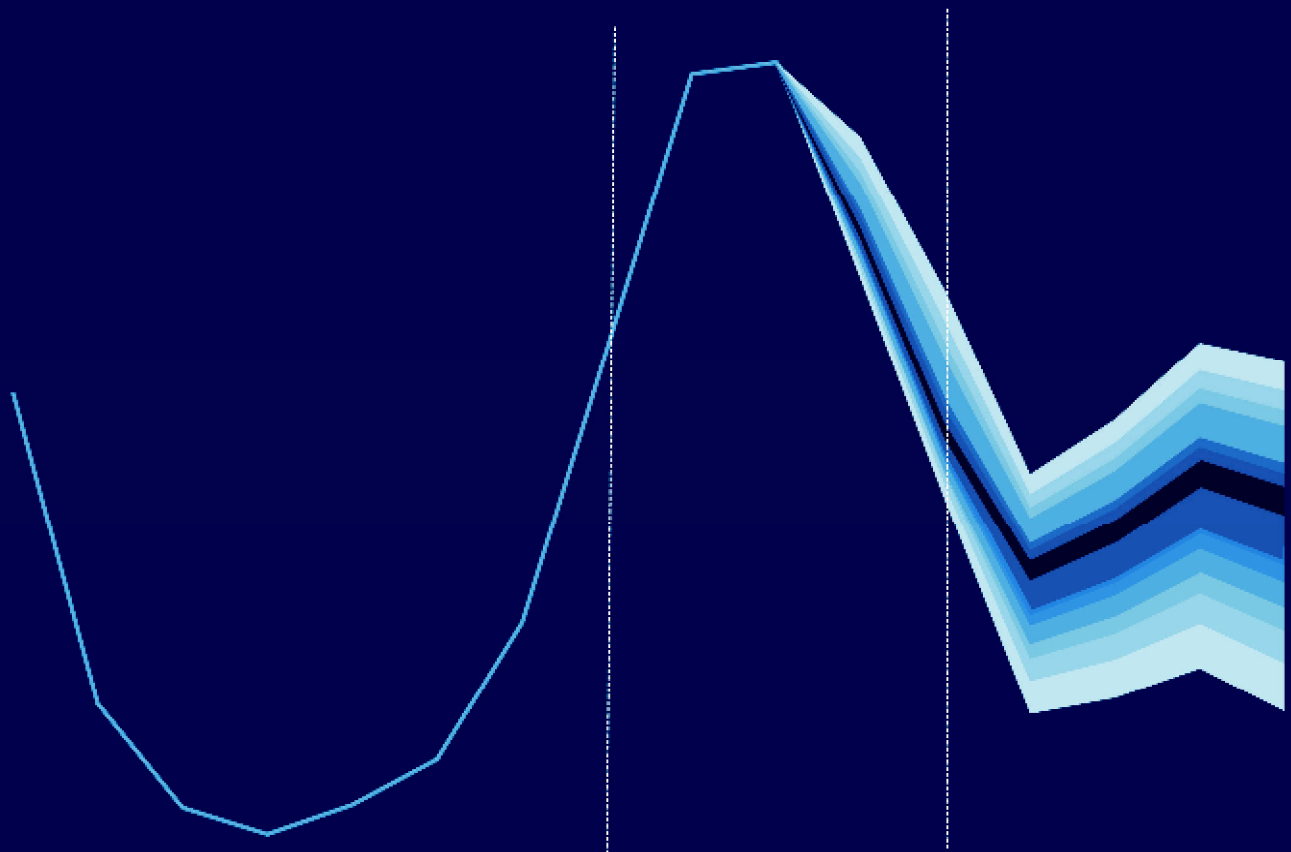


# INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

JULIO 2011



BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

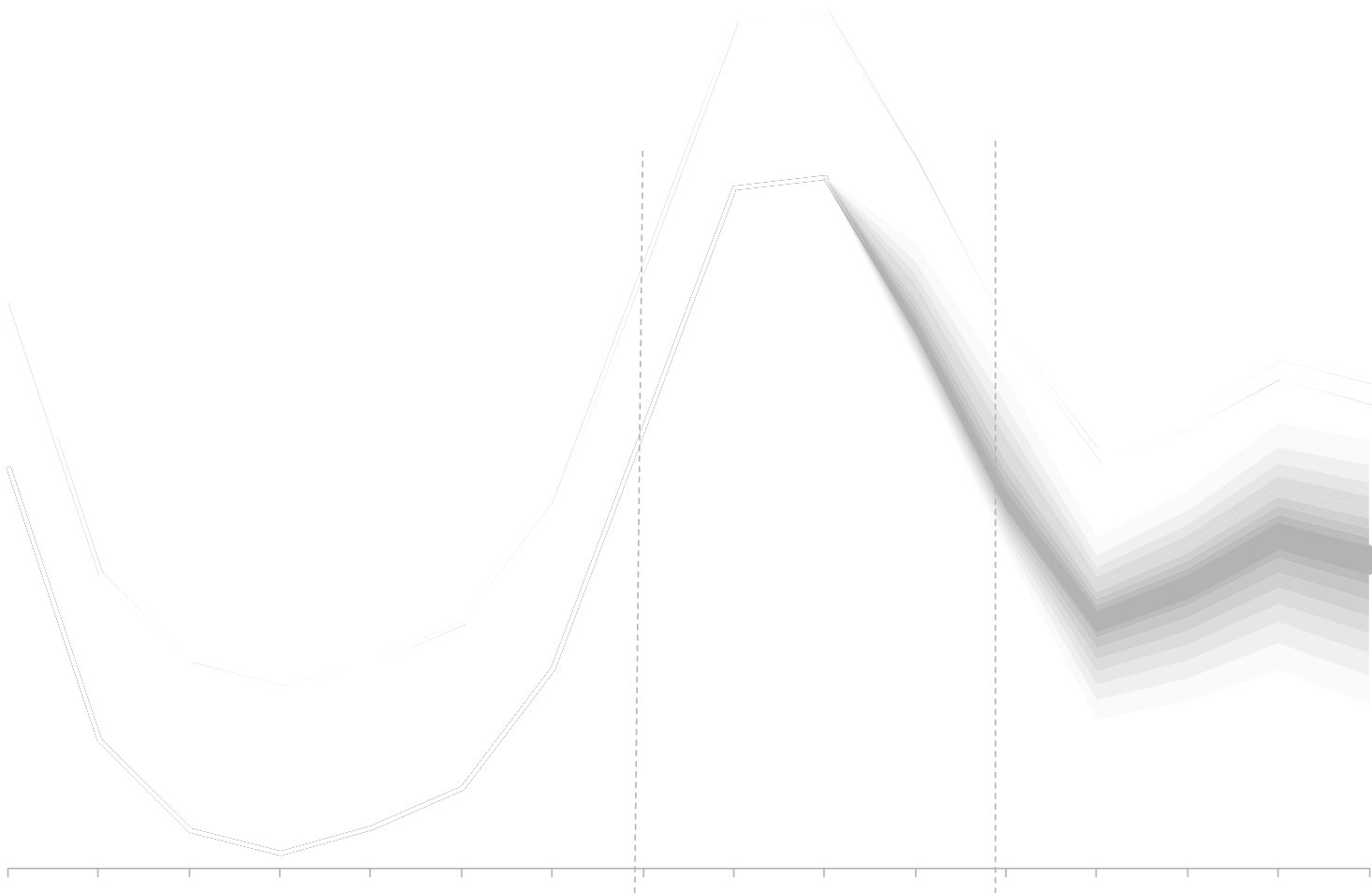
**INFORME *de***  
**POLÍTICA**  
**MONETARIA**

---

JULIO 2011

**Banco Central de Bolivia**







# Índice

PRESENTACIÓN .....	V
RESUMEN EJECUTIVO .....	IX
I. CONTEXTO INTERNACIONAL.....	1
I.1 Actividad económica mundial .....	2
I.2 Precios de los productos básicos.....	6
I.3 Inflación internacional y política monetaria .....	9
I.4 Mercados financieros y movimientos de capitales.....	10
Recuadro I.1: Crisis griega y estabilidad de la Unión Europea.....	14
Recuadro I.2: Efectos del terremoto de Japón e impacto sobre el precio de <i>commodities</i> .....	17
II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN .....	21
II.1 Evolución reciente de la inflación.....	21
II.2 Inflación por divisiones del IPC.....	24
II.3 Inflación por ciudades.....	25
II.4 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias .....	26
II.4.1 Precios al productor industrial manufacturero .....	27
II.4.2 Índice de costos de la construcción.....	27
II.4.3 Actividades remuneradas .....	28
II.5 Factores que explican la evolución reciente de la inflación.....	29
II.5.1 Inflación de origen externo .....	29
II.5.2 Inflación de alimentos.....	31
II.5.3 Expectativas de inflación .....	35
II.5.4 Incremento de precios del transporte público .....	35
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO.....	37
III.1 Actividad económica y gasto .....	37
III.1.1 Actividad económica .....	38
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto.....	40
III.2 Balanza de pagos.....	41
III.3 Intermediación financiera .....	42
III.4 Agregados monetarios .....	45

IV. POLÍTICAS DEL BCB .....	47
IV.1 Política Monetaria .....	48
IV.1.1 El programa monetario .....	48
IV.1.2 Operaciones de mercado abierto .....	51
IV.1.3 Encaje legal .....	54
IV.2 Política Cambiaria .....	55
IV.2.1 Orientación de la política cambiaria .....	56
IV.2.2 Comportamiento de la oferta y demanda de dólares en el Bolsín .....	57
IV.3 Otras medidas .....	57
IV.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo para promover el abastecimiento .....	58
IV.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB .....	58
IV.3.3 Medidas complementarias .....	59
Recuadro IV.1: Créditos del BCB a las EPNE.....	
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN .....	61
V.1 Contexto internacional.....	62
V.2 Contexto nacional.....	64
V.3 Perspectivas de la inflación .....	67
V.4 Balance de riesgos .....	67
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE USO FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN .....	71

# Presentación

En el marco del mandato de la Constitución Política del Estado (CPE), la Ley 1670 y en coordinación con el Órgano Ejecutivo, las políticas aplicadas por el Banco Central de Bolivia (BCB) continuaron caracterizándose por su orientación contracíclica.

En esta primera mitad del año, la política monetaria estuvo dirigida a retirar de manera gradual y adecuada la liquidez de la economía, bajo la premisa de moderar presiones inflacionarias y promover su convergencia a su meta de mediano plazo (4%), sin que ello afecte negativamente al crecimiento del crédito y de la actividad económica. Al mismo tiempo, la política cambiaria continuó con la apreciación del boliviano para disminuir las presiones inflacionarias externas y coadyuvar complementariamente al proceso de remonetización de la economía.

Las políticas descritas contribuyeron a consolidar las acciones llevadas a cabo por el Órgano Ejecutivo, cuadyubando con la preservación de uno de los bienes públicos más importantes, la estabilidad macroeconómica.

La estabilidad por sí sola no es el objetivo de la política económica, sino que contribuye al desarrollo económico y social del país. En el actual proceso de Cambio, el BCB apoya también al financiamiento y consolidación de las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE) en el marco del desarrollo de la economía plural, habiendo comprometido hasta el primer semestre de la gestión un monto importante de recursos que están siendo desembolsados gradualmente.

La instrumentación de las políticas se ha caracterizado no sólo por su orientación contracíclica, sino también por el empleo de medidas heterodoxas que mostraron

ser efectivas en el pasado reciente y que, en la coyuntura actual, están permitiendo moderar las alzas de precios de acuerdo a lo esperado, moderación igualmente influenciada por las medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo. Esta combinación de políticas monetaria, cambiaria y fiscal, constituye un punto de referencia destacado tanto a nivel nacional como internacional. En este sentido, el desenvolvimiento de la inflación se encuentra dentro de previsión del Informe de Política Monetaria (IPM) de enero de 2011.

En efecto, las proyecciones de la inflación señaladas en el presente Informe no variaron significativamente con relación a las del IPM de enero, esperándose que terminen en torno al 6% a fin de año y al 5% en 2012, dentro de rangos similares a los previstos en la edición anterior de esta publicación.

Cabe destacar que junto con el descenso de la inflación se prevé una aceleración en el crecimiento de la actividad económica. En efecto, las proyecciones indican una tasa en el rango de 5% - 6% en el presente año, y entre 5,5% - 6,5% para el 2012.

Para el segundo semestre de 2011, la política monetaria mantendrá el objetivo de que la liquidez de la economía sea la adecuada para contribuir al impulso de la demanda agregada, sin que ello genere presiones inflacionarias. Esta orientación será complementada con una política cambiaria prudencial y oportuna, en la medida que las presiones inflacionarias externas permanezcan.

Un punto destacable para afianzar las políticas aplicadas, es la continuidad del acercamiento del Ente Emisor con la población por medio del desarrollo de varios eventos sobre temas económicos, como la V Jornada Monetaria, el 4° Encuentro de Economistas de Bolivia, el IV Concurso de Ensayo Escolar y el

Concurso de Teatro "¿Qué es la inflación y cómo controlarla?", entre los principales.

La cercanía del BCB con la sociedad también se refleja en el hecho de que el presente IPM forma parte del proceso de rendición de cuentas al Control Social. En efecto, la importancia del control de la inflación y la relevancia de la presente publicación en su comunicación con el público, han sido determinantes para que las organizaciones sociales prioricen al IPM durante dos años consecutivos dentro de las actividades sujetas al control.

Los resultados mostrados en el presente número del

IPM renuevan el compromiso y esfuerzo del BCB en transparentar la información, dar línea sobre el curso probable de las variables más importantes de la economía nacional y consolidar el proceso de recuperación de la soberanía monetaria, con el objetivo de preservar la estabilidad macroeconómica como bien público que mejora el bienestar de todas las bolivianas y bolivianos.

Para el logro de los objetivos señalados, y bajo el mandato de la CPE, el BCB coordina con el Órgano Ejecutivo las políticas y medidas a tomar, analizando continuamente la tendencia inflacionaria y los riesgos que se ciernen sobre ésta.

La Paz, julio de 2011



## Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 22 de julio de 2011. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

# Resumen ejecutivo

En el primer semestre de 2011, la actividad económica boliviana estuvo expuesta a diferentes eventos de origen interno y externo que tuvieron incidencia directa sobre la inflación. Hasta el primer bimestre de la presente gestión, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) continuó acelerándose; sin embargo, a partir del mes de marzo se observaron signos de moderación, consistentes con lo previsto en el IPM de enero.

En el contexto internacional, el crecimiento todavía continúa favorecido por el comportamiento positivo de las principales economías emergentes y en desarrollo. Esto se ha reflejado en altos precios de los productos básicos, dinamizando por este canal la actividad de economías pequeñas y abiertas, donde también el impulso fue explicado por la demanda interna. Este patrón difiere de episodios anteriores en los cuales los países avanzados lideraban el crecimiento económico global. Por el contrario, éstas últimas tienen actualmente problemas agudos de solvencia fiscal y altas tasas de desempleo, salvo algunas excepciones.

Los altos precios de las materias primas estuvieron relacionados también con el incremento en la incertidumbre de los mercados internacionales como resultado de los problemas (geo) políticos en los países del Norte de África y Medio Oriente; y de fenómenos naturales de diversa índole (terremotos, tsunamis, sequías, tornados) con efectos adversos en algunas regiones productoras de alimentos y de productos industriales.

Los elevados precios de *commodities* implicaron a su vez mayor inflación tanto en economías avanzadas como en emergentes y en desarrollo. En este escenario,

las respuestas de la política monetaria fueron diferenciadas en términos de dirección y magnitud. En países avanzados el proceso fue lento o inclusive nulo, por las tensiones señaladas; en cambio, en economías emergentes, incluyendo las latinoamericanas, el alza de las tasas de referencia se tradujo en mayores inlfujos de capital a la región y consiguientes apreciaciones de sus monedas.

Durante el primer semestre, el comportamiento de la inflación boliviana estuvo explicado por la inflación importada, el efecto rezagado de la caída en la producción del sector agropecuario en la gestión 2010 como consecuencia de factores climáticos adversos, expectativas de inflación originadas en la especulación y el ocultamiento y el alza de las tarifas del transporte público. A junio de 2011, la variación a 12 meses del IPC alcanzó 11,3%, con una tasa acumulada de 4,3%, de los cuales 3,9pp se observaron en el primer trimestre. Estos resultados se reflejaron en las mayores alzas de las divisiones de Alimentos y bebidas no alcohólicas y Restaurantes y hoteles; y los departamentos con mayor incidencia en el primer semestre fueron Santa Cruz (1,5%), La Paz (1,4%) y Cochabamba (0,6%).

Con relación a los indicadores de tendencia inflacionaria, relevantes en las decisiones de política monetaria, cabe señalar que la inflación núcleo registró una disminución en su ritmo de crecimiento desde el mes de marzo, terminando en junio con una variación interanual de 10,2% y 5,6% acumulado (4,8pp en el primer trimestre), anticipando una caída en la inflación. En la misma línea, los indicadores de expectativas de inflación se atenuaron, y la proporción de productos cuyos precios aumentaron se redujo de un máximo de 77% a 61%.

Al primer trimestre de 2011 se observó un importante repunte en el crecimiento del PIB (5,7%), apuntalado tanto por la dinámica de actividades no extractivas como el transporte, almacenamiento y comunicaciones y servicios financieros, como por la destacable recuperación de las actividades extractivas no renovables, en particular del sector de hidrocarburos. Por tipo de gasto, se observó un significativo impulso de la demanda interna, alentada por la inversión y el consumo privado. Por su parte, las cuentas externas continuaron mostrando saldos positivos, tanto en cuenta corriente como en cuenta capital y financiera de la balanza de pagos, resultando en la acumulación de reservas internacionales que alcanzaron un nuevo récord histórico al finalizar el semestre (\$us10.751 millones).

Las políticas aplicadas por el BCB continuaron dirigidas a moderar las presiones inflacionarias, por medio del incremento oportuno de los títulos de regulación monetaria, apreciación moderada del tipo de cambio y modificaciones del encaje legal requerido. Esta combinación de políticas redujo la liquidez en el sistema financiero y mitigó la inflación importada, permitiendo, en el primer caso, incrementos moderados de las tasas de interés monetarias y de intermediación financiera.

La orientación de la política monetaria incidió en repuntes de las tasas de interés pasivas, que entre otros factores, aceleraron el crecimiento de los depósitos hacia el final de semestre. El alza gradual de las tasas monetarias no afectó negativamente al crecimiento del crédito, que alcanzó una variación interanual de 24,0%. Igualmente, cabe enfatizar que las medidas adoptadas para alentar el mayor uso de la moneda nacional fueron efectivas, incluso en operaciones de largo plazo. En este contexto, los agregados monetarios en moneda nacional registraron crecimientos mayores, mientras que los agregados

más amplios que incluyen operaciones en moneda extranjera tuvieron un comportamiento acorde con sus fundamentos.

Adicionalmente a las medidas mencionadas, en el marco de la CPE, el BCB apoyó el desarrollo y diversificación de la matriz productiva del país, habiendo otorgado financiamiento al sector público, especialmente empresas estatales, en función a los requerimientos realizados en el marco de la normativa vigente.

Con relación a las proyecciones de la actividad económica, se espera un crecimiento del PIB mayor al estimado en el IPM de enero, alcanzando una tasa entre 5% y 6% en 2011. Este dinamismo se sustentaría en el comportamiento favorable de los sectores de hidrocarburos, transporte y almacenamiento y servicios financieros, coadyuvado por la recuperación agrícola. En 2012, el crecimiento del PIB se situaría en el rango 5,5% - 6,5%. Estas tasas se encuentran por encima del promedio proyectado para Latinoamérica.

Al mismo tiempo, a partir de la moderación de la inflación interanual en la primera mitad de 2011, se espera que su descenso sea más acelerado en el segundo semestre, situándose a fin de año en torno al 6% y ratificando la previsión de enero. Para 2012 se estima que la inflación termine alrededor de 5%. En ambos casos, se mantiene el rango de la inflación anunciado en el IPM de enero.

El análisis de riesgos muestra que todavía persiste la incertidumbre sobre la evolución de la inflación importada y el comportamiento de las expectativas, que empezaron a moderarse hacia finales de junio de 2011. Las proyecciones estarían sesgadas hacia la baja por el favorable desempeño previsto para el sector agropecuario y la desaceleración en la economía mundial.

# Executive Summary

In the first half of 2011, Bolivian economy was exposed to internal and external factors which affected inflation. Until the first two months of the year, the increase in the Consumer Price Index (CPI) continued accelerating; nonetheless, since March there were signs of inflation moderation, consistent with projections included in the Monetary Policy Report (MPR) of January, 2011.

International growth continued to be propelled by the positive performance of major emerging economies and developing countries. This has been reflected in high commodity prices, boosting through this channel the activity of small open economies, also explained by the raise in their domestic demand. This event differs from previous episodes in which advanced countries led global economic growth. In contrast, these economies currently have severe fiscal problems and high unemployment rates, with some exceptions.

Unusual prices of raw materials were also related to an increased uncertainty in international markets because of (geo) politic unrests in countries of North Africa and the Middle East, and various kinds of natural phenomena (earthquakes, tsunami, drought, tornadoes) with adverse effects on some regions that produce food and even industrial goods.

High prices of commodities involved as well sharper inflation in both advanced countries, and emerging and developing economies. In this scenario, monetary policy responses were differentiated in terms of their direction and magnitude. In advanced countries the process was slow or even negligible, due to tensions already stated; whereas in emerging economies, including Latin American ones, the rise in policy rates resulted in higher capital inflows to the region and, consequently, the appreciation of their currencies.

During the first six months of 2011, the behavior of Bolivian inflation was explained by imported inflation, the lagged effects of falling production in the agricultural sector in 2010, inflation expectations and speculation that caused the concealment of goods and, finally, the increase in public transport fares. In June of 2011, the twelve-month change of CPI reached 11.3%, with a cumulative rate of 4.3%, 3.9 percentage points of which were observed in the first quarter. These results have been reflected in major price increases in the Division of Food and Non-alcoholic Drinks, and Restaurants and Hotels. During the first half of the year, the regions with the highest incidence on total inflation were Santa Cruz (1.5%), La Paz (1.4%) and Cochabamba (0.6%).

Regarding indicators of inflationary trends, relevant in monetary policy decisions, it should be noted that core inflation recorded a decrease in its annual rate of growth since March, ending in June with an annual variation of 10.2% and an accumulated one of 5.6% (4.8pp in the first quarter), behavior that anticipates a fall in inflation. In the same vein, indicators of inflation expectations eased, and the proportion of products whose prices rose fell from a peak of 77% to 61% throughout the semester.

As of the first quarter of 2011, a significant rebound in Bolivian Gross Domestic Product (GDP) growth (5.7%) was observed, underpinned by both the dynamics of non-extractive sectors such as transport, storage and communications, and financial services, as well as by the remarkable recovery of non-renewable extractive activities, particularly in the hydrocarbons sector. From the expenditure side, there was a significant boost from domestic demand, encouraged by investment and private consumption. Meanwhile, external accounts

continued to show positive balances in current, as well as in capital and financial accounts of the Balance of Payments. The positive external balances led to the accumulation of international reserves, that reached a new record by the end of the semester (\$us10,7 billion).

Policies implemented by the Central Bank of Bolivia (CBB) continued to be aimed at lessening both inflation and economic activity fluctuations, by the opportune increase of public bonds supply, a gradual appreciation of the national currency, and modifications to the reserve requirements. This combination of policies reduced liquidity in the financial system, and mitigated imported inflation, allowing, in the first case, moderate increases in monetary and financial interest rates.

The stance of monetary policy contributed to raise deposit interest rates, accelerating the growth of deposits toward the end of the semester. The gradual increase in money rates did not negatively affect credit growth, which reached an inter-annual variation of 24%. It should also be emphasized that policies taken to encourage greater use of the national currency were effective, even in long-term financial operations. In this context, national currency denominated monetary aggregates registered higher growth, while the broader aggregates that include foreign currency behaved according to their fundamentals.

In addition to the measures mentioned, within the context of the Political Constitution of the Plurinational

State of Bolivia, the CBB has supported the development and diversification of national production, having provided funding to the public sector, especially national enterprises, according to requests made under the conditions specified by current laws.

With respect to the projections of economic activity, it is expected that GDP will grow at a pace higher than the one estimated in the MPR of January, reaching a growth rate between 5% and 6% by the end of 2011. This dynamics would be based on the favorable performance of hydrocarbons, transport and storage, and financial sectors, also helped by the agricultural sector recovery. In 2012, GDP growth would stand at the range between 5.5% - 6.5%. These rates are above the projected average growth rate for Latin America.

At the same time, as a result of the moderation of inflation in the first half of 2011, it is expected that prices would decline more rapidly in the second half, standing at the end of the year around 6%, corroborating this way the forecast of January MPR. By the end of 2012, it is expected that inflation would reach a lower rate around 5%. In both cases, the range of expected inflation announced in January was not modified.

The risk balance still shows uncertainty about the evolution of imported inflation and expectations behavior. The projections would be biased downward by the expected positive performance of the agricultural sector and the slowdown in the global economic activity.

# Juk'a Qhanancha

Jichha 2011 mara nayraqata nayraqata suxta phaxsinxa, Bolivia markana qullqituqita irptañaxa marka taypinsa yaqha markanakansa inflación ukampi chikawa sarantäna. Jichha mara nayraqata pä phaxsinxa, Índice de Precio al Consumidor (IPC) ukaxa janiwa mä khuskhakikanti jani ukaxa sarantaskakinwa; ukhampachasa, achuqa phaxsita t'akuwayxarakinwa, ukhama sartañapaxa chinu phaxsitpacha IPM ukaxa amuy'ataxanwa.

Internacional uksatuqinx, jichhaki nayraqataru sartiri economía emergente ukanakampi ch'amanchata uñjasisaxa nayraqataru sartañapaxa walt'askakiwa. Akhama amuyuxa producto básico yänakana chani irxattañapawa qhananchistu, taqi ukaxa economía pequeña abierta ukanakaruwa qhanpacha ch'amancharakiki, ukatakixa demanda interna ukawa qhanancharakixa. Akhama chimpuxa janiwa nayrapachasa kikpakiti, nayrjanakaxa jach'a markanakakiwa qullqituqita jiltaña irptapxirina. Maysatuqitxa, jach'a markanakanxa solvencia fiscal ukhamaraki alta tasa de desempleo ukanakawa jani walt'ayawaykiti, mä qawqhanikiwa jani ukhamaru puripxkiti.

Materia prima uka yänakataki chani irxattañatakixa mercado internacional uka taypinakana jani chiqt'aña utjipana, Norte de África ukhamaraki Medio Oriente uksa markanakana jani waltyasiña uñstitirinaka; pacha mama patxana jani walt'añanaka uñstipana (uraqi thijrakiptawi, tsunami, wañsuñanaka, jach'a tutukanaka) juk'ampixa juyra achuyirinakataki ukhamaraki producto industrial utjayirinakatakixa sinti jani walt'añanakawa juk'ata juk'ata utjawayxäna.

Ukxaruxa commodities ukanakana chani irxattañapawa economía avanzada, emergente ukhamaraki en

desarrollo uka taypinakana juk'ampi inflación utjañapatakixa nukhuntawayxäna. Aka taypinxa, política monetaria aski amuyunaka ch'amanchañaxa janiwa mä khuskhakixanti, jani ukaxa dirección ukhamaraki magnitud ukasatuqinakata ch'amanchañaxa janirakiwa maya sapakixanti. Jach'a markanakanxa jani walt'añanaka utjipana janiwa jank'aki sartasxapxanti, ukatxa economía emergente, latinoamericana ukankirinakaxa, tasa de referencia jiltayañampixa qullqinakapatakixa mayor influjo de capital ukampiwa ch'amanchasiwayapxi.

Jichha mara nayraqata suxta phaxsinxa, inflación boliviana ukaxa inflación importada ukampi jikisiyatanwa, ukawa 2010 maranxa sector agropecuario uksankirinakana aynacht'añapatakixa, transporte público uksana chani irxattawimpi, aljaña manq'añanaka imantañampiwa inflación ukxa uñstayawayapxana. Jichha 2011 mara, mara t'aqa phaxsitxa, IPC ukaxa 12 phaxsitakixa 11,3% ukjakamawa puriwayi, ukxaruxa tasa acumulada ukaxa 4,3% ukjaxa, 3,9pp ukanakawa nayraqata suxta phaxsina uñjawayatäna. Akhama qhanancharakixa manq'añanaka muxsa umanakanakataki Restaurant ukhamaraki hotel ukanakana chani irxattawayayana; juk'ampixa Santa Cruz (1,5%), La Paz (1,4%) ukhamaraki Cochabamba (0,6%) departamento uraqinakanwa nayraqata suxta phaxsinxa qhana uñstayawäna.

Chani irxattañanaka utjipana, política monetaria uksatuqita aski amuyunaka wakicht'awinaka utjipana, achuqa phaxsita inflación sinti irxattañaxa acht'awayxiwa, ukatxa variación interanual ukanakaxa 10.2% ukhamaraki 5,6% acumulado (4,8pp nayraqata suxta phaxsina) ukhamaruwa mara t'aqa phaxsikamaxa tukuwayxi, ukhamäpanxa inflación ukaxa chhaqtawayxarakiwa. Uka pachpanxa, inflación irxattaña

chimpanakaxa sayt'awayxiwa, ukhama aski utjipanxa producto ukanakana irxattañasa chanipasa 77% ukjata 61% ukjaruwa iraqtawayxi.

Jichha 2011 mara nayraqata suxta phaxsinxa PIB ukaxa (5,7%) jiltawayxiwa, ukhama nayraqataru sartañaxa transporte, actividad no extractiva, almacenamiento ukhamaraki comunicación, servicio financiero, actividad extractiva no renovable, hidrocarburo, taqi ukhama irnaqañanakampiwa juk'ampi ch'amanchawayxi. Ukatxa tipo de gasto uksanxa, demanda interna utjipana mä qhana ch'amanchawiwa uñstawayaraki, ukatakixa inversión pública y privada ukatxa consumo privado ukanakawa ch'amanchawayxi. Ukhamarusa, cuenta externa ukanxa saldo positivo ukampiwa ch'amancharaki, ukanakaxa cuenta corriente ukhamaraki cuenta capital y financiera de la balanza de pagos ukanakana qhanpaqchaxa uñsti, chika mara tukuykamaxa reserva internacional ukanakaxa (\$us10.751 millones) acumulación qullqi imata uñstayawayaraki, ukhama askinakaxa janiwa kunapachasa utjirikiti.

Jichhakamaxa BCB ukaxa política aski amtanaka ch'amanchañanxa inflación jani utjañapataki qullqtuqita mayjt'añanaka jani utjañapatakiwa qhanpachaxa irnaqaski, ukatakixa jani suyt'asawa título de regulación ukanaka wakiskiri ch'amamchi ukhamarakiwa qullqi jilpacha utjayañampi ch'amanchixa, ukhamararusa tipo de cambio ukhamaraki encaje legal uka chiqacht'asawa wali sumpacha amuyt'asawa irptaskaraki. Akhama sumpacha amuykipasa política irptañanakampiwa liquidez en el sistema financiero ukhamaraki inflación importada ukanaka suyt'ayawayi, nayraqataxa, tasa de interés monetaria ukanakaxa juk'akiwa irxattawayi, intermediación financiera ukasa utjawayaskarakiwa.

Política monetaria irptañanxa tasa de interés pasiva ukanakatakiwa walt'awayi, ukhamäpanxa depósito qullqi imañanaka jank'akiwa chika mara tukuykamaxa jiltawayxaraki. Juk'ata juk'ata jiltiri tasa monetaria ukanakaxa crédito ukanakatakixa janiwa yanqhachawayxiti, ukhamäpanxa variación interanual ukaxa 23,9% ukjakamawa jiltawayaraki. Ukhamarusa, taqi aski lurañanakana moneda nacional taqi

markachirina apnaqañapataki ch'manchawixa kust'awayarakiwa, ukaxa operación de largo plazo ukatakisa walikiskarakiwa. Akhamäpanxa, jiwasa qullqiru waqaychaña utjipanxa uksatuqita jiltañanakasa utjawayaskarakiwa, maysatuqitxa moneda extranjera ukampi chikachasisa irnaqañaxa walikipuniwa phuqhasiwayaskaraki.

Ukhama aski luraña phuqhañanakampi chikaxa, CPE qillqa phuqhasaxa, BCB tantachawixa markasanxa matriz productiva ukaxa juk'ampi nayraqataru sartañapatakiwa yanapt'aski, ukatakixa sector público uksaru financiamiento qullqi churaski, qhanpachaxa empresa estatal ukanakatakiwa, ukhama yanapaxa jichha urunaka normativa thakhinchanaka phuqhasawa yanapt'ataski.

Akata qhiparu actividad económica ukanakampi nayraqataru sarantañatakixa, chinu phaxsitaki wakichayata IPM ukaxa PIB ukasa juk'ampi jiltañapawa, ukhamäpanxa 5% ukhamaraki 6% ukja jiltañawa 2011 marana utjañapa. Akhama taqina askipataki nayraqataru sartañaxa hidrocarburo, transporte y almacenamiento ukhamaraki servicio financiero taqi ukanakampiwa recuperación agrícola ukatakixa ch'amanchañapa. Jutiri 2012 maranxa, PIB ukasatuqita jiltañaxa 5,5% - 6,5% ukjanakäñapawa. Akhama tasa ukanakaxa Latinoamérica markanakataki wakichatayatata jilpachawa.

Ukhamäpanxa, inflación interanual ukaxa 2011 mara nayraqata chikata marana juk'aki utjawayipanxa, qhipa chika marataki iraqtañaxa juk'ampiwa suyataski, jichha mara tukuykamaxa 6% ukja nayraqataru sartañawa chinu phaxsikama utjaspaxa. Jutiri 2012 maratakixa inflación ukaxa 5% ukjakirakispawa. Ukanakatakixa, IPM ukaxa chinu phaxsitaki qhananchatäkana ukaxa phuqhasirakispawa.

Jani walt'añanaka utjirita amuyt'ipanxa inflación importada uksatuqita janiwa yatiskiti, ukaxa kunjamarakichiniya. Ukhämäpana akata qhipatakixa chani iraqtañaxa sector agropecuario ukanxa juk'ampi nayraqataru sartañaxa ukhamaraki economía mundial ukana desaceleración ukasa utjaspaxa ukjaxa walikipunispawa.

# Juch'Uy Qutu Rimana

Jukñiqi semestre 2011 watamanta, ruwachisqa económica boliviana sutiyuq wak jina eventos de origen nisqa ukhuman jawaman kachkarqa, imata incidencia chiqan pataman inflación nisqa. Jukñiqi pachamama kunan wata, la variación del índice de precios al consumidor (IPC) nisqa usqhayta kachkanqa; chayrayku, jatun puqy killamanta signos de moderación consistentes nisqawan previsto en el IPM qamiy killamanta qhawarqanku.

Allwipi internacional sutiyuq, wiñasqa manaraq continúa favorecido comportamiento nisqarayku yapachiq qallarinakuna economías emergentes nisqata waiñasqapi.

Kay patakuna chanikunata puguykunata básicos nisqa. Kayrayku willkhu ruwachisqamanta economías sutiyuq juch'uya kichasqata. Maypispis el impulso nisqa sut'ichasqarayku ukhuman, kay patrón defiere de episodios ñawpaqkuna mayqinkunapi jatun suyukuna ñawpaqchasqa wiñasqa económico global nisqa. Chayrayku, kaykuna qhipañiqi kunan sasaruwanaman sinch'i de solvencia fiscal patakuna tasa mana llamk'anata tiyan.

Patakuna chanikuna de las materia primas masichsaqkuna kachkarqa, yapa wiñasqawanpis en la incertidumbre nisqa qhatukunamanta internacionales imayna sasaruwakuna resultado(geo) políticos sutiyuq jatun suyukunapi África chinchamanta chawpi anti; chaymanta fenómenos nisqa kawsay pachakuna ñawpaqmanta (terremotos, tsunamis, sequías, tornados) con efectos adversos wakinkunapi kitina puquqkunamanta mikhuchinakunata industriales puquykunamanta.

Sumaq pata chanikuna commodities nisqamanta implicaron a su vez kuraq inflación tanto en economías avanzadas nisqa imayna mayt'uranapi, Kaypi escenario, kutichinakunamanta políticas monetarias wak jina karqanku, en términos y magnitud nisqa.

Jatun suyukunapi avanzados el proceso jayrata mana allinta karqa, por las tensiones señaladas nisqa; kaypacha; en economías emergentes, incluyendo las latinoamericanas nisqa, el alza de las tasas de referencia se tradujo kuraqpi influjos de capital kitiman consiguiendo pisukunaman qhawarqa.

Unay jukñiqi semestre nisqa, el comportamiento de la inflación boliviana sut'ichasqarayku la inflación importada nisqa kachkarqa, el efecto rezagado urmasqamanta puqusqa del sector agropecuario 2011 watapi, expectativas de inflación originadas en la especulación nisqa pakasqata y el alza de las tarifas del transporte público. Jaykay kuski killaman 2011 watamanta, la variación nisqa chunka iskayniyuq killakunaman IPC 11,3% nisqa tariparqa, jukwan tasa qutukuna nisqamanta 4,3% mayqinkunamanta 3,9 pp jukñiqi kimsa pachapi. kaykuna kuraqkuna mana alcohólicas nisqata mikhuna wasikunata qurpa wasikuna qhawarqanku; kitikunata kuraqwan incidencia nisqa jukniqipi iskay pacha Santa Cruz jatun llaqtata (1,5%) La Paz jatun llaqtata (1,5%) Cochabamba jatun llaqtata (0,6%) nisqa.

Masichanawan los indicadores de tendencia inflacionaria nisqa, relevante nichasqakunamanta política monetaria sutiyuq, inflación núcleo registro pisiyay en su ritmo wiñasqamanta jatun puqy killamanta chimpuy, tukuy jawkay kuski killapi jukwan variación interanual nisqamanta 10.2% 5.6 acumulado

(4,8pp jukñiqi semestre nisqa), juk urmasqapi inflación.kikinpi siqi, los indicadores de expectativas de inflación se atenuaron nisqa, y la proporción puquykunamanta chanikuna yapanqa, sumaq kuraqmanta 77% a 61% nisqaman.

Jukñiqiman pacha 2011 watamanta juk chaniyuq repunte nisqa wiñasqapimanta PID(5,7 %), apuntando tanto por la dinámica ruwachisqakunamanta mana extractivas imayna el transporte nisqa, jallach`anata willanata y servicios financieros nisqa, imaynarayku kutiy ruwachisqakunamanta extractivas mana renovables nisqa, en particular el del sector de hidrocarburos sutiyuq, layarayku de gasto sutiyuq, juk significativo impulso de la demanda ukhuman qhawakurqa, alentada por la inversión publicas y privada nisqataq chaniyuqta incidencia del consumo privado nisqa. Chayrayku yupanakuna jawa yapachiq saldos nisqa qhawachkan; chanta en cuenta corriente imayna en cuenta capital y financiero de la balanza mink`anakunamanta, resultado qutukunamanta jallch`anakunamanta internacionales juk musuq récord histórico tukuyman semestre nisqa (\$us 10,751 junu).

Las políticas aplicadas nisqan BCB qullqi wasirayku continuaron dirigidos a moderar tanto la inflación nisqa imayna las fluctuaciones ruwachisqamanta económicas, chawpirayku asckha wiñasqa oportunos de los títulos de la regulación modificaciones del encaje legal requerido. Kay combinación de políticas juch`uyachikurqa, la liquides en el sistema financiero y mitigó la inflación importada nisqa, saqillachkan, jukñiqi caso, aschka wiñasqa moderado de las tasas de interés monetario y de intermediación financiera nisqa.

La orientación de la política monetaria incidió en repuntes de las tasa de interés pasivas sutiyuq, yapa wiñasqa depósitos nisqakunamanta tukuy semestre nisqaman.el alza gradual de las tasas monetarias manachu juk variación interanual el 23.9% tariparqa. Kikikn, cabe enfatizar que las medias adoptadas sunqunchaynapaq kuraq uso de la moneda nacional sumaq allin karqanku, incluso en operaciones sunimanta plazo nisqa.

Kaypi allwi, los agrados monetarios en moneda nacional registraron kuraqkuna winasqakuna, imaynapis imata los agregados nisqa aswan jatun imata incluyen operaciones en moneda extranjera nisqa karqa, juk comportamiento acorde con sus fundamentos nisqa.

Adicionalmente a las medidas mencionadas nisqa, en el marco de la CPE sutiyuq BCB qullqi wasi qiwikurqa desarrollo y diversificación de la matriz puquykuna jatun suyumanta, financiamiento al sector publico sutiyuq quchkarqa, especialmente empresas estatales nisqa, en función a los requerimientos en marco de la normativa vigente nisqata ruwarqa.

Masichanawan proyecciones nisqaman ruwachisqa económico, juk wiñasqamanta PIB kuraq al estimado en el IPM nisqa qamiy killamanta juk tasa entre 5% 6% 2011 watapi taripachkarqa.

Kay dinamismo se sustentaría en el comportamiento nisqa waliq sector de hidrocarburos, trasporte nisqata jallch`anakunata servicios nisqata, coadyuvado por recuperación agrícola. 2011 watapi wiñasqamanta PIB se situaría en el rango 5,5%. 6, % nisqataq, kaykuna tasas pataraykumanta promedio proyectado para Latinoamérica sutiyuq.

Kikin pachaman, kay pacha moderación de la inflación interanual jukpi khuskan 2011 watamanta, urmasqan aswan usqhayta iskayñiqi semestre suyakun, 6% y ratificando la prevención qamiy killamanta. 2012 watapaq se estima ima la inflación tukuy alrededor de 5%. Kikintaq casos nisqataq, takyachikurqa, el rango de la inflación willasqa nisqapi IPM nisqataq qamiy killamanta.

K`uskinamanta riesgo imata manaraq persiste la incertidumbre sutiyuq qhawarqanchik, pata la evolución de la inflación importada y el comportamiento de las expectativas nisqamanta. Las proyecciones sesgadas uraman allinrayku desempeño previsto tikiapaq agropecuario y la desaceleración en la economía jatun pachakuna.

# Tembikuatia Resumen Ejecutivo Jeivae

Kuae arasa 2011 meteivae ovasiyave, opaete mbaravikireta yekouapoguasuregua ñanerëguas Bolivia omoñemoñavaepe jaema jesegua opaño mbaembaeko oñevae tekoreta têtaguasu japipegui oyeapo aniramo ikatukotigui ouvae jekopegua, jaema jokuaejokuae ojo oipoepiuka korepotire aniramo opaño mbaerepireta jokuae inflación jei chupevae. Kuae arasa oasayave mokoi yasi, jokuae mbaerepireta oyepepi jare iguaaretape oväevae (IPC) jekuaeko oyeupi ojo oiko; erëingatu, yasi yaguiyeyave oñemboipima mbegue oyeupi ojo oikovae, jaema jokuae oechauka keräi yasi yasipipevoima oyecha koräitako kuae teko oë jovae jokuae IPM jei chupevaerupi.

Irü têtaguasuretarupi, jokuae yekouaporeta jekuaeño oyeke yoguiraja oyekoreve keräi ikaviko ojo oiko opaño yekouapo oyekuapiauvae jare têtaguasu omboipima okuakua ojo oikovae. Kuaekuaeko ombojepi jare omboivateka mbaembaereta jepi, jaema jokuae canalrupiko oyeapo jokuae economiäreta michivae jare abierta jei chupevae, jaema kuae oyeapo oñemokirëikatuvae oñemboyekuako demanda internarupi. Kuae patron oyoaviko, tenondayave mbaetise teko ikavivae echako jokuae Têtaguasureta oikokatuvaete tenonde yoguirajase yekouaporeta okuakua ojo oikovae jaeko crecimiento económico global jei chupevae. Erëiko añaverupi, Têtaguasureta ikavi guiroguatase yekouaporetavae, tätague ñemboavairupi oasa ñoguinoi jokuae solvencia fiscal jare tasas de desempleo aniramo mbaraviki oatavae ivateyaetema ojo oiko chupereta, jaema ambuegue têtäñoete oasayape oi kuae tekogui.

Jokuae materia primareta jepi oyeupi ojo oikovae, jekuaeviko oñemoirü jeiterupi mbaetiramo oyekuakavi keräiko ñoguinoi jokuae mbae imee jare

iguaretavaeramo opaete kerupirupi têtaguasuretarupi oyekuaramo mbaesusereguas tuichaguevae jaeko mbaeavai geopolíticoregua oñevae Têtaguasuretape Norte de Africa jare Medio Orienterupiramo; jokoräiñovi oñevae opaño (mbaesusereguas ivikana, iguasuyepiu, aratini jare kusumiruüguas oyeapovae) jaema jokuaeko omboavai irügue regionreta omoñemoña tembiureta jare productos industrialreta ikavi ojovaerä.

Jokuae commodities jeivae jepi ivateyaetevaeko jokuaeko ombojeiete korepoti jepiguevae ombovevi opaete jokuae yekouapo aniramo têtareta oikokatuvaerupi jare jokuae omboipiramo okuakua jare okuakuapota yoguirekovaeretarupi. Koräiramo, jokuae política monetaria oñemboyevivae opañoeko oñemboyoavi direccionrupi jare magnitudrupi. Jokuae Têtaguasu tenondema yoguirajavae jokuae mbaraviki oyeapo ojo oikovae mbeguerupiyae jare ambueguerupi mbaetieteiko oyekua, oimeramo kuae tekoavai oyekua; erëiko jokuae têtareta omboipiramo ipiräta yoguirajavae, jaeramifñovi têtaguasureta latinoamericarupigua, jokuae alza de tasas de referencia jeivae oñemboyekuako guiraja jetague capitalreta regiónrupi jarevi têtareta ikorepoti jepi ipiräta ojo oikovae.

Meteivae ovasirupi, keräiko ovevii korepoti jepivae kuae Boliviape oyeapoko irü têtaretagui oñevae jokuae tekoram, jokuae jekopegua jaenungavi jokuae mimbañemoña jare koombavikiregua yekoureta omboipivi ivikoti ojo oiko arasa 2010pe, jaema jokuae korepoti jepi ovevii jare mbaembae jepiguevae oyeupi jaeko oyeapo oñeomiramo jare oasaete omboeteramo mbaembae jepi jokoräiñovi guatareta oyeapo takarärarupivae omboyeupivae jekopegua. Yasi araoiyave arasa 2011pe, jokuae variación jeivae 12 yasiyave jokuae IPC ojo oupiti 11,3%, jokuae tasa oñemoirü ojo oikovae 4,3%, jaema jokogui 3,9pp

oñemboyekua meteivae mboyasipe. Kuae koräi oñemboyekua jokuae tembiureta jepi oyeupivaerupi jokoräiñovi iguareta aguariëtembaevae jare tembiureta jepi jare hotelreta jepi; jaema jokuae departamentoreta tätaguerupi oyekua koräi teko meteivae ovasipevae jaeko Santa Cruz (1,5%), La Paz (1,4%) jare Cochabamba (0,6%)rupi.

Jokuae indicador tendencia inflacionaria guinoivaereta, tätarupi oyeoporu ipuerevaerä decisión oyeapo política monetariareguavae, ikaviko oyechaka keräi jokuae inflación núcleo jei chupevae omboipiko oñembogueyi tenondayave oyeupise ojo oikovaegui yasi yaguiyevaeguire, jare ojo yave oväe yasi araroiyave oyekuama jokuae variación interanual jeivae 12.2% jare 5.6% acumuladovae (4,8pp meteivae mboyasipe), jaema tenondevema oechauka jokuae inflación jeivae ogueyivaerä. Jokoropiñoviko, jokuae indicador keräirako oyekuata jokuae inflaciónretavae omboipivi oñembojague, jaema opaño jokuae mbaejepivaereta tenondayave jekuae oyeupi oikovae omboipivi ogueyi 77%gui 61%pe.

Ojoyave oñevae meteivae moyasi arasa 2011 oyekuavae jaeko ikavigue jare tenonde ojo yekouapo okuakua ojo oikovae aniramo karaiñeepe oñembojee crecimiento económico PIBpegua (5,7%), jare oyeko kuae mbaraviki jokuae mbaravikireta mbaetiko jendagui oñerenoevaereta jaeko transporte, almacenamiento jare comunicaciónreta jokoräiñovi korepotiregua ñembori oñemeevaereta, jaeramiñovi tätarupi oñemboipi oñemomiräta mbaravikireta extractiva no revocable jeivaereta, erëi tenonde kuapevae jaeko itanembaravikiregua. Jokuae gastorupi oyekuavae jaeko jetarupi ipiräta ojo oiko jokuae demanda interna, omokirëi katureve inversión pública jare privadarupi jokoräiñovi jokuae incidencia consumo privadopevae.

Jaeramiñovi, jokuae cuenta externareta jekuae oechaukavae jaeko ikavi ojo oikovae, opaño cuentas corrierterupi jokoräiñovi jokuae cuenta capital jare korepoti regua balanza de pago oyeapovaerupi, jaema jokuaeko ojo oñemboyekua jokuae acumulación de reservas internacionales keräi añave ojoma oupiti mbaetii arakaegui ipuerese oupitivae jaeko kaeräi opamayave ovasi ojoko oupiti (\$us 10.751 millonesrupi niringo korepotipe).

Jokuae BCB mbaraviki oyapovaerupi jare iparaviki oiporuvae jaeko ipuerevaerä ombogueyi opaño mbae

jepireta jare korepoti jepigue omboveiikavae oyapokatuvaeerä, jokoräiñovi jokuae yekouapo yekouapo iyagui ojo oikovae oyeapokatuko ojo oiko jupivoi oupi jare omoirü jokuae títuloreta regulación monetariapegua oivae, oñembojepikavi jokuae tipo de cambio jare oyeapokatu jokuae encaje legal requeridoreta. Kuae koräi oyeapo políticaretavae ombojague jokuae liquidez sistema financierope jokoräiñovi jokuae inflación importadareta, omaeñoreve, tenonde oyechavae, omoirüve guiraja mbeguepe jokuae tasareta interés korepotiregua jokoräiñovi jokuae intermediación financiera jeivae.

Jokuae orientación política monetaria ñavoivae jaenungaviko ombori tenonde ojovaerä jokuae tasareta interés pasiva jeivaeregua jare ombokuakua imambaepagua guiraja jokuae depositoreta ovasi iyapirupi. Jokuae tasa monetariareta mbeguepe oyeupi ojovae mbaeti omboavai ipuerevaerä jokuae creditoreta okuakua, echa ojoko oupiti 23,9% rupi jokuae variación interanual jeivae. Jokoräiñovi, oipota yaechakavae jaeko keräi opaño mbaravikireta oyeapo ipuerevaerä jeiete ñandekorepotiño oyeoporuvae tätarupiko ikavi, jare kuae jaenungaviko omeë ñembori mbaravikireta imapegua oñemae jare oyeapotavae. Koräiramo, jokuae agregado monetario jeivae ñandekorepotipeaiño oyeapo aniramo moneda nacional yae chupevae oyechavae jaeko ivaterupi okuakua, jaemako jokuae irü agregadoreta jokuae amplio jei chupevaereta korepoti irü tétaguasurupigua oiporuvae mbaetimbateko jare iyaveimiño oyekuareta yoguiraja.

Jokuae korepotireta yaechama jesevaeguire, Mborokuaiguasu jeirupi, Banco Central Boliviapegua omeë ñembori ipuerevaerä opaño mbaravikireta okuakua jare oñembojeta ojo oiko yekouaporetaregua mbaraviki ñanerëtaguasupe jokuaeko jae matriz productiva jeivae, jokuaepeguako omeë korepoti sector públicope, omotenondereve jokuae empresa estatalreta, erëiko oyeoporurupi opaño mborokuairata añaverupi oyeoporuvae jeirupi.

Jokuae yekouaporegua mbaravikireta oyeapotavae, oñearo chuguivae jaeko ipuerevaerä okuakua jokuae PIB jeivae oyapirayetita jokuae IPMpe oyecha jesegua oyecha yasi yasipipe jesevae, jare ojoko oupiti 5% jare 6% arasa 2011pe. Koräi ikavi mbaembae ojovae ipueroko oyekua jokuae sector itaneregua mbaraviki, guiroguatavae, oñovatuvae jare korepoti oñemeevae

ikavi oguataramo, jaema jokuaeko omeë ñembori ipuerevaerä koombaravikireta ipirätaye yoguiraja. Arasa 2012pe, oyecha oïvae jaeko jokuae PIB ipuerevaerä okuakua 5,5% - 6,5%rupi. Jaema kuae tasareta okuakuavae oyapiraayetiko oï jokuae promedioreta Latinoamericape oñeñoño oupitivaerävae.

Jokoraïvoivi, jokuae moderación inflación interanual jeivae 2011 mbiterupi oñemboyekuavaegui, añave oñearovae jaeko ipuerevaerä tätarupi ogueyi ojo oiko jokuae mokoia ovasipe, jaema ipueretako ojo oupiti arasa iyapiyave 6%rupi jokuae yasi yasipiyave oñemae jokoraïtako oïvaerupi echa jokoraïko oyecha jeseramo. Arasa 2012pegua oyecha oïave jaeko jokuae inflación

jeivae ojota oväe 5%rupi. Erëiko oparevepegua, jekuaeño oïta jokuae rango infflaciónregua tenondevema oñemombeu jokoraïtakovae jokuae IPMpe omombeu oï yasi yasipiyave jeirami.

Jokuae ñemotimbo oyeapo mbaeavairetareguavae oechauka keräiko jekuaeño mbaeti oyekua mbaerako oasata jokuae evolución inflación importataregua jare jokuae comportamiento expectativaregua oïvae. Jokuae proyecciónreta oyeapovae oñeapiaechekatu oï ikaviramo jokuae sector agropecuario oparaviki tenondevema oyecha jeserami, jokoraïñoivi jokuae desaceleración economía mundialregua oasa oïvaere.

# I. Contexto internacional

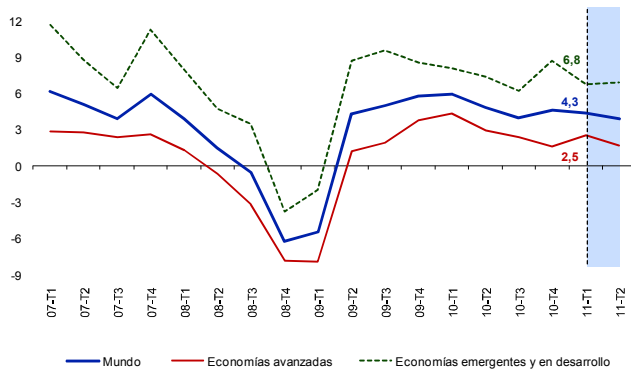
*El comportamiento de la actividad económica mundial continúa impulsado principalmente por las economías emergentes y en desarrollo, ya que el crecimiento en las economías avanzadas es todavía débil. Si bien durante el primer trimestre de 2011 el panorama para las economías avanzadas fue favorable, en el segundo trimestre el mismo se tornó menos optimista y con mayores riesgos a la baja mientras que el dinamismo de las economías emergentes y en desarrollo es más moderado. En América Latina, entre los elementos dinamizadores del crecimiento, se destaca el comportamiento de la demanda interna.*

*En los primeros meses de 2011, los precios de los productos básicos exportados por Bolivia, han mantenido la tendencia creciente observada en 2010 en un contexto de incremento de la incertidumbre debido a los problemas políticos en los países del Norte de África y Medio Oriente, fenómenos climatológicos adversos en algunas regiones productoras, inversión en instrumentos financieros ligados a las principales materias primas y la creciente demanda de las economías emergentes. Sin embargo, en el segundo trimestre, se observó una corrección a la baja principalmente en los precios de los metales y algunos alimentos, debido a la mayor debilidad en el crecimiento global, la incertidumbre respecto a la magnitud de los efectos adversos del terremoto en Japón y los temores de mayores medidas restrictivas adoptadas por China para enfrentar las presiones inflacionarias.*

*La política monetaria adoptada en las economías avanzadas siguió una orientación diferente a la de las economías emergentes y en desarrollo. En el caso de las economías avanzadas, Estados Unidos, ante la debilidad de su recuperación, mantuvo estable la orientación de la política monetaria mientras que el Banco Central Europeo ante mayores presiones inflacionarias elevó sus tasas de interés. En cuanto a las economías emergentes y en desarrollo su mayor*

nivel de inflación determinó que los bancos centrales continúen, aunque a distintas velocidades, el proceso de normalización de los impulsos monetarios. Así, en América Latina, durante la primera mitad de 2011; Brasil, Chile, Colombia y Perú incrementaron sus tasas de referencia; sin embargo, esto también contribuyó a impulsar los flujos de capital a la región derivando en apreciaciones de las monedas de las economías receptoras.

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



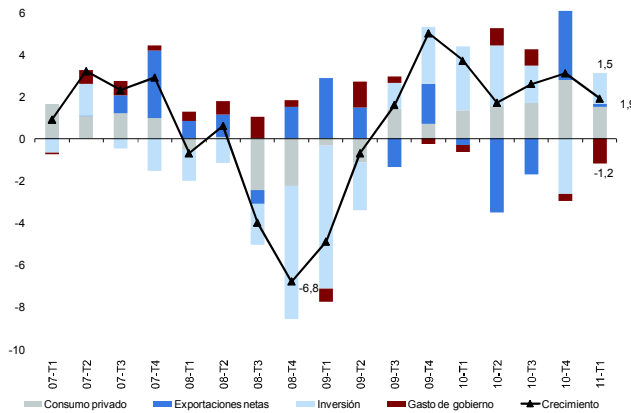
FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (julio de 2011)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: El segundo trimestre de 2011 corresponde a una estimación

**I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL**

Después de la peor recesión de las últimas décadas, el proceso de recuperación de la economía mundial continúa, aunque en un marco de incertidumbre. La expansión de la actividad económica permanece diferenciada, con varias economías avanzadas con un crecimiento del producto aún débil, que contrasta con las economías emergentes y en desarrollo, que muestran un dinamismo importante (Gráfico I.1).

Durante el primer trimestre de 2011 se observó un panorama de crecimiento mundial más favorable, registrándose una expansión de 4,3%, a pesar de aspectos negativos como el incremento del precio del petróleo como resultado de la inestabilidad política en el Norte de África y Medio Oriente (NAMO); la incertidumbre respecto a los efectos adversos del terremoto y posterior tsunami en Japón; y la moderación del crecimiento de las economías emergentes debido al retiro del estímulo monetario en respuesta a los crecientes riesgos de sobrecalentamiento a los que se enfrentaban.

**GRÁFICO I.2: CRECIMIENTO 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

Posteriormente, las perspectivas de crecimiento disminuyeron en el segundo trimestre a causa de los desbalances fiscales y las condiciones meteorológicas desfavorables en algunas de las principales economías avanzadas y los efectos negativos de los desastres naturales en Japón sobre la cadena productiva en Estados Unidos (EE.UU).

En las economías desarrolladas, el crecimiento económico en el primer trimestre de 2011 alcanzó una tasa de 2,5%, reflejando una ligera mejora con respecto al trimestre previo. Sin embargo, EE.UU. mostró una ralentización de su crecimiento de 3,1% en el cuarto trimestre de 2010 a 1,9% en el primer trimestre de 2011. Este resultado fue producto de la disminución del gasto de gobierno, el cual registró la menor tasa de crecimiento en más de veinte años, contrastando con las contribuciones positivas del gasto en consumo privado, la inversión privada fija no residencial y las exportaciones netas (Gráfico I.2).

A nivel sectorial, se acentuó la desaceleración del sector industrial de EE.UU., especialmente de la industria automotriz, como consecuencia de las perturbaciones en la cadena de producción causadas por los desastres naturales experimentados en los meses previos en Japón (Gráfico I.3). Estas interrupciones también repercutieron en las ventas al por menor, las cuales mostraron en mayo la peor caída en casi un año.

Tanto la disminución de la producción industrial como de las ventas al por menor tuvieron una incidencia negativa en el mercado laboral, donde la nómina total de empleo (excluyendo el sector agrícola) mostró en mayo el menor incremento desde octubre de 2010, debido principalmente a los recortes en las fábricas automotrices. Consecuente con lo anterior, la tasa de desempleo subió a 9,1%, la más alta en el año, reforzando las expectativas de ralentización de la economía estadounidense en la primera mitad del 2011 (Gráfico I.4).

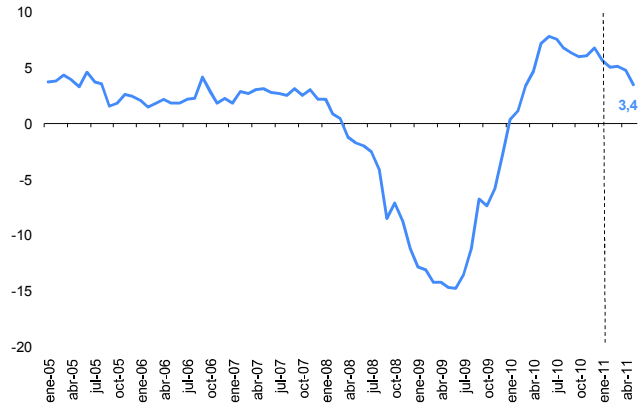
La lenta recuperación de esta economía exige todavía la continua aplicación de políticas de respaldo a la actividad. Sin embargo, el margen fiscal para hacerlo se ha reducido e incluso se ha destacado la urgencia de la estabilización de la deuda pública a mediano plazo. En este contexto, la combinación de políticas en EE.UU. estaría orientada a continuar con las medidas monetarias expansivas, junto con otras que procuren mejorar la solidez fiscal (Gráfico I.5).

Respecto a la situación fiscal, si bien la agencia calificadora de riesgo *Standard & Poor's* (S&P) en abril de este año confirmó la calificación para la deuda de EE.UU. en AAA, el máximo nivel en la escala de calificaciones, revisó a "negativo" desde "estable" el panorama de la misma, argumentando que el país posee un déficit presupuestario elevado con relación a otros países con la misma nota crediticia. Asimismo, la agencia señaló que existe un riesgo concreto de que las autoridades estadounidenses no puedan llegar a un acuerdo sobre cómo enfrentar los desafíos presupuestarios de mediano y largo plazo.

En ese sentido, en el corto plazo se vislumbran dos dilemas fiscales:

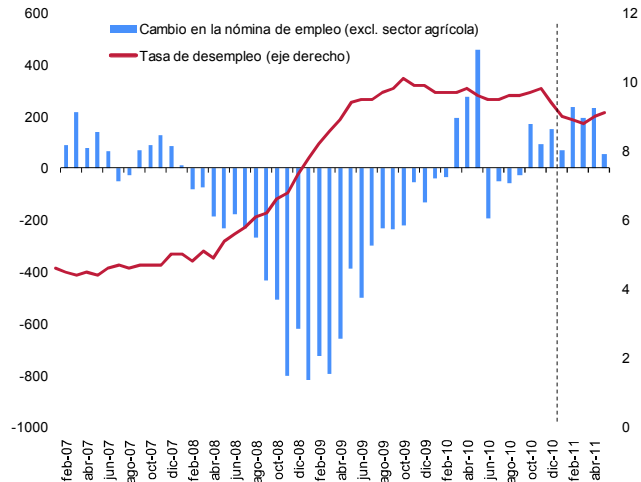
- i. El aumento del techo de endeudamiento, actualmente en \$us14,3 billones, que según el Tesoro Norteamericano debe realizarse antes del próximo 2 de agosto de 2011, sino caso contrario, la capacidad de pago de los compromisos del Gobierno se verá comprometida.

**GRÁFICO I.3: PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN EE.UU.**  
(Tasa de variación interanual desestacionalizada, en porcentaje)



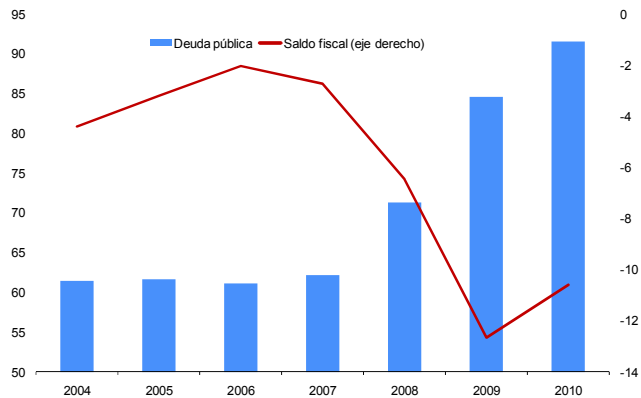
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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



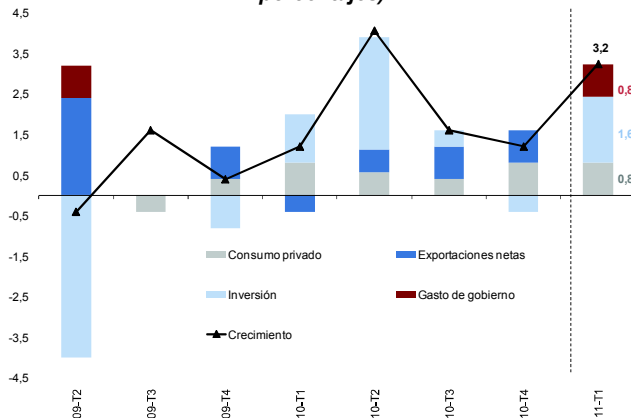
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.5: BALANCE FISCAL Y DEUDA DE EE.UU.**  
(En porcentaje del PIB)



FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril 2011)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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



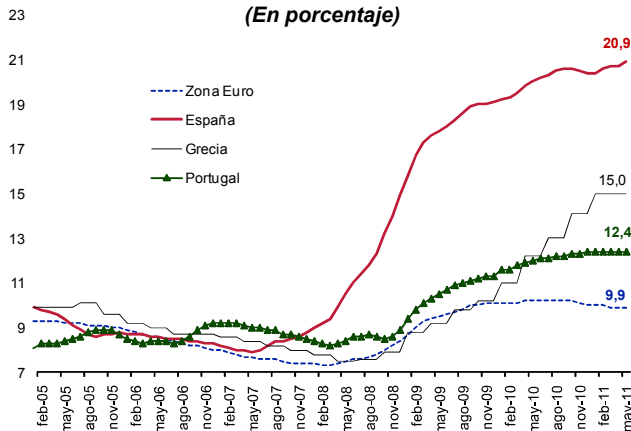
FUENTE: *Bloomberg*  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

ii. Los recortes en el presupuesto para 2012, especialmente en prestaciones sociales, y el aumento de impuestos, cuya carga estaría orientada hacia contribuyentes de mayor renta.

En el caso de la Zona Euro, el crecimiento registró un comportamiento mixto. Por un lado, las principales economías del centro de Europa tuvieron una posición sólida (Alemania y Francia); y, por otro, los países de la periferia de la Zona mostraron un desempeño más débil, caracterizado por un bajo nivel de utilización de la capacidad productiva y por las constantes tensiones respecto a sus déficit fiscales y la sostenibilidad de su deuda (Ver Recuadro I.1).

En ese sentido, la economía de la Zona se expandió a una tasa trimestral anualizada de 3,2% en el primer trimestre de 2011, superior al alcanzado en el cuarto trimestre de 2010 de 1,2% (Gráfico I.6). Este comportamiento se explicó principalmente por el incremento de la inversión, consumo privado y gasto de gobierno. Además, cabe notar que el desempeño de las exportaciones fue compensado por las importaciones en el periodo de referencia; y, por lo tanto, su incidencia fue nula.

**GRÁFICO I.7: TASA DE DESEMPLEO DE PAÍSES SELECCIONADOS**  
(En porcentaje)



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

Dentro de este grupo de países, destacó el crecimiento de Alemania (6,1%), explicado en gran medida por el aporte del sector exportador y del gasto privado en consumo e inversión. Por otro lado, las economías con problemas de deuda y que recibieron asistencia financiera (Grecia, Irlanda y Portugal), mostraron un crecimiento menor como consecuencia de los programas de ajuste fiscal adoptados y las condiciones de financiamiento más exigentes que enfrentaron en los mercados financieros internacionales.

Respecto al mercado laboral, en mayo de 2011 la tasa de desempleo en la Zona Euro se situó en un nivel de 9,9%, lo que significa que aproximadamente 15,7 millones de personas no tenían empleo (Gráfico I.7).

La leve mejora de los indicadores de empleo en esta región se debió al incremento del empleo en Alemania en los últimos dos años gracias al crecimiento del sector exportador, llegando a reducir el número de personas sin empleo a aproximadamente 3 millones, que compensó los recortes observados en España, país que registró la tasa más alta de desempleo en la Zona (20,9%).

Por su parte, Japón registró una contracción de la actividad económica de 0,9% en el primer trimestre de 2011, equivalente a una tasa anualizada de -3,6% (Gráfico I.8). Este comportamiento se asoció con la reducción del consumo privado y de los inventarios, además de los efectos iniciales del terremoto del 11 de marzo y el posterior *tsunami*, eventos que también dañaron severamente la producción industrial y el gasto de capital.<sup>1</sup> Sin embargo, la autoridad monetaria de ese país ha mostrado cierto optimismo respecto al proceso de recuperación, dado que las limitaciones de la oferta han caído y el proceso de reparación del aparato productivo ha avanzado, ambos a un ritmo más rápido que lo estimado.

Respecto al crecimiento económico en países emergentes y en desarrollo, éste alcanzó un nivel de 7% en el primer trimestre de 2011. Sin embargo, al igual que en las economías avanzadas, fue heterogéneo entre regiones, donde sobresalieron Asia (especialmente China) y América Latina (Argentina y Chile; Gráfico I.9).

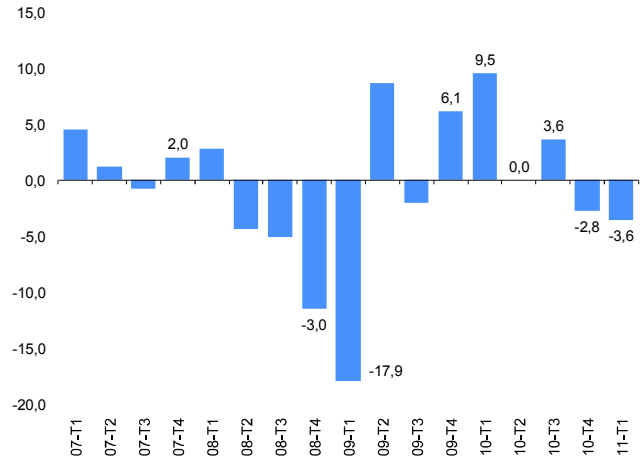
En este grupo de economías emergentes y en desarrollo, la actividad fue estimulada por las políticas macroeconómicas expansivas, el aumento de las exportaciones y mayores precios de las materias primas y, en varios casos, la afluencia de capitales. No obstante, se esperaba una moderación de la tasa de expansión a partir del segundo trimestre, en línea con los procesos de retiro de los estímulos monetarios adoptados por varios países.

A nivel sectorial, la producción industrial por regiones se ha recuperado, alcanzando niveles por encima de los observados antes de la crisis (Gráfico I.10).

Dentro de las economías emergentes destaca el desempeño de China, la cual alcanzó un crecimiento de 10,3% en 2010, el ritmo más veloz en 3 años, y de 9,7% en el primer trimestre de 2011. Este comportamiento se debió a los elevados niveles de inversión y la recuperación del comercio mundial.

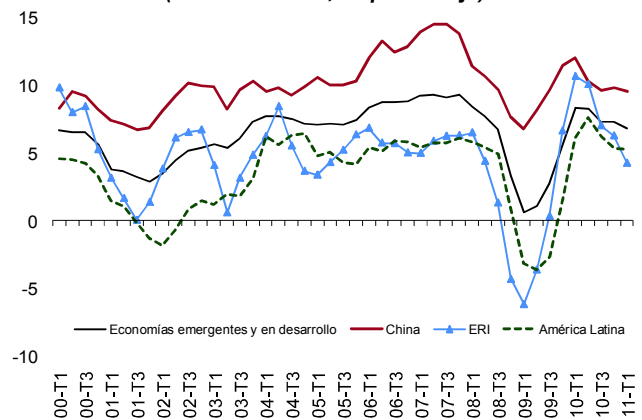
<sup>1</sup> Para un mayor detalle de los efectos de los desastres naturales en Japón en la actividad económica, referirse al Recuadro I.2.

**GRÁFICO I.8: CRECIMIENTO DEL PIB DE JAPÓN**  
(Tasa anualizada desestacionalizada, en porcentaje)



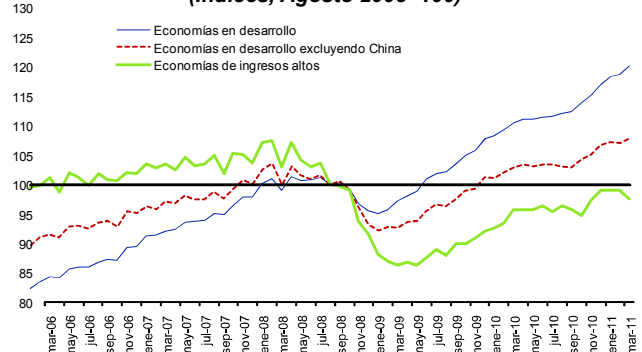
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.9: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO**  
(Tasa interanual, en porcentaje)



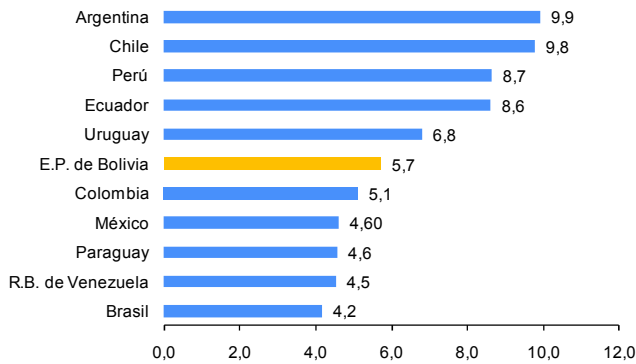
FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2011)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: ERI: Economías Recientemente Industrializadas de Asia, Incluye a Corea, Taiwán (Provincia de China), Hong Kong (Región administrativa especial de China) y Singapur

**GRÁFICO I.10: INDICADORES DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**  
(Índices, Agosto 2008=100)



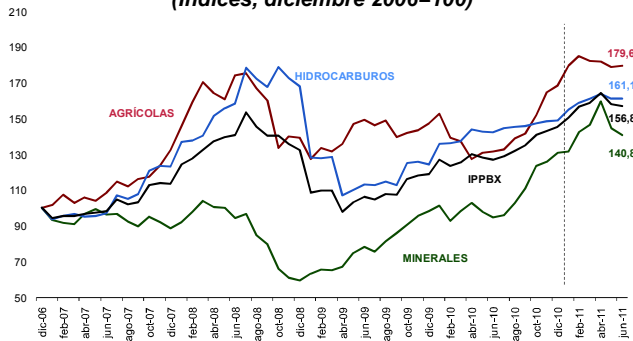
FUENTE: Banco Mundial  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.11: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE AL PRIMER TRIMESTRE DE 2011 (En porcentaje)**



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.12: PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA (Índices, diciembre 2006=100)**



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

**CUADRO I.1: RESUMEN DE COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN (Diciembre 2010 - junio 2011)**

	Diciembre 2010	Junio 2011	Variación
Zinc (\$us/LF)	1,04	1,02	-1,8
Oro (\$us/OTF)	1.392,60	1.528,62	9,8
Estaño (\$us/LF)	11,86	11,60	-2,2
Plata (\$us/OTF)	29,33	35,76	21,9
Plomo (\$us/LF)	1,10	1,15	4,6
Soya (\$us/TM)	485,25	497,15	2,5
Harina de Soya (\$us/TM)	389,50	390,63	0,3
Aceite de Soya (\$us/TM)	1.217,69	1.278,98	5,0
Algodón (\$us/TM)	3.495,07	3.718,38	6,4
Café (\$us/LB)	2,45	2,78	13,4
Azúcar (\$us/TM)	905,03	743,64	-17,8
Gas (\$us/MPC)	6,74	7,07	4,9
Petróleo (Brent) (\$us/BBL)	91,80	113,76	23,9
<b>Índice de Precios de Principales Productos Exportables</b>			
IP Minería	130,71	140,77	7,7
IP Agricultura	168,69	179,63	6,5
IP Comp Soya	183,11	192,38	5,1
IPPBX	145,39	156,83	7,9
IPPBX s/c	140,10	150,38	7,3

FUENTE: Bloomberg  
 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 sin hidrocarburos exportados por Bolivia  
 Los Índices de Precios (IP) corresponden a promedios

Paralelamente al crecimiento, la inflación registró en mayo el nivel más alto desde 2008, incrementando las presiones para la adopción de mayores medidas de política monetaria contractiva.

En América Latina, entre los elementos dinamizadores del crecimiento destacó el comportamiento de la demanda interna, tanto por mayor consumo e inversión. De igual manera, los elevados precios de los productos básicos contribuyeron en cierta medida a lograr el buen desempeño económico al primer trimestre (Gráfico I.11). Como consecuencia de lo anterior, las holguras de capacidad productiva se están cerrando en los países de la región.

**I.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS**

En los primeros meses de 2011, los precios de los productos básicos exportados por Bolivia han mantenido la tendencia creciente observada en 2010. Esto ocurrió por la mayor incertidumbre debido a los problemas políticos en el NAMO, los fenómenos climatológicos adversos en algunas regiones productoras de materias primas y la inversión en instrumentos financieros ligados a éstas, relacionada también con las bajas tasas de interés reales en el mundo. Asimismo, la creciente demanda de las economías emergentes por estos productos jugó un rol importante.

Sin embargo, en el segundo trimestre de 2011 se observó una corrección a la baja, principalmente en los precios de los metales y algunos alimentos, debido a la mayor debilidad en el crecimiento global, la incertidumbre respecto a la magnitud de los efectos adversos del terremoto en Japón y los temores de mayores medidas restrictivas adoptadas por China para enfrentar las presiones inflacionarias (Gráfico I.12).

No obstante la caída en los últimos meses, los precios al cierre de la primera mitad del año terminaron por encima de los niveles alcanzados a finales de 2010. Excluyendo los hidrocarburos, el Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación (IPPBX) registró un aumento de 7,3%, destacando los incrementos de los minerales (7,7%), agricultura (6,5%) y complejo soya (5,1%; Cuadro I.1).

Por su parte, el índice de precios de alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO por su sigla en inglés) se mantuvo en torno a su nivel máximo alcanzado en febrero de 2011 (Gráfico I.13). De una manera más desagregada, destaca el comportamiento de los cereales, varios de los cuales se encuentran cerca de sus máximos históricos, mientras que el azúcar y aceites han disminuido.

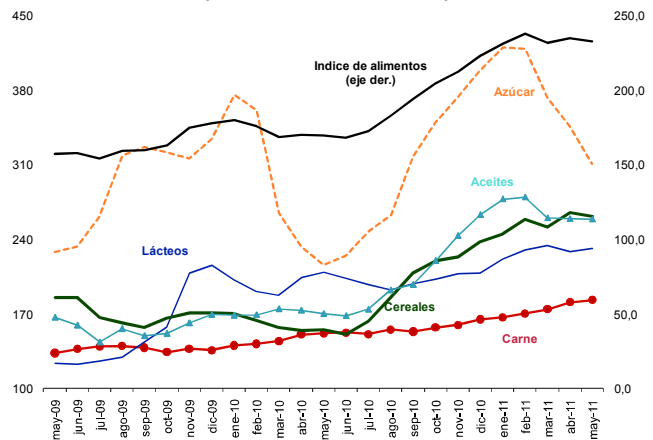
Respecto a los cereales, sobresale el comportamiento del maíz y el trigo. Según cálculos del Banco Mundial (BM), en abril de 2011 el precio del maíz sobrepasó en 12% el pico alcanzado en junio de 2008, mientras que el precio del trigo lo hizo en un 4%. Estas alzas se deben en parte a la mayor demanda por biocombustibles, con una creciente utilización de maíz para la producción de etanol en EE.UU. y de aceites para la producción de biodiesel en Europa. En efecto, aproximadamente 30% de la producción de maíz en EE.UU. se destina a los biocombustibles reduciendo la disponibilidad para el consumo y disminuyendo el ratio existencias a consumo de su promedio histórico de 20% a 15%.

La disminución de los precios de los alimentos en los últimos meses refleja parcialmente las expectativas de una normalización en la oferta. En el caso del trigo, estas expectativas se debieron a: i) el Departamento de Agricultura de EE.UU. revisó al alza la proyección de producción global para 2011; ii) se anunció el retiro de las restricciones a las exportaciones en Rusia y Ucrania; y iii) se liquidaron las posiciones de los inversionistas en instrumentos financieros sobre este producto. En cuanto al azúcar, el incremento de la oferta se debió a una cosecha récord en Tailandia, el reinicio de las exportaciones de India y el inicio de las cosechas en Brasil, considerado el mayor productor y exportador mundial.

Con relación a los precios de los metales y minerales, los mismos han mostrado una fuerte recuperación en los últimos dos años, alcanzando niveles históricos en abril de 2011, para luego disminuir en los meses siguientes por la reducción de la demanda, debido principalmente a la normalización de los impulsos monetarios adoptados por los países emergentes.

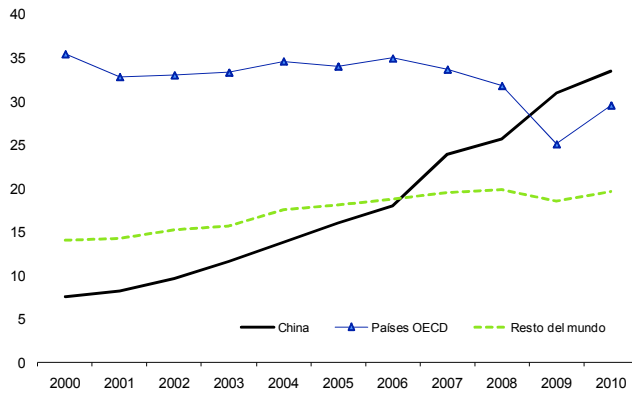
Los mayores incrementos de precios se registraron en mercados que experimentaron fuertes restricciones

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



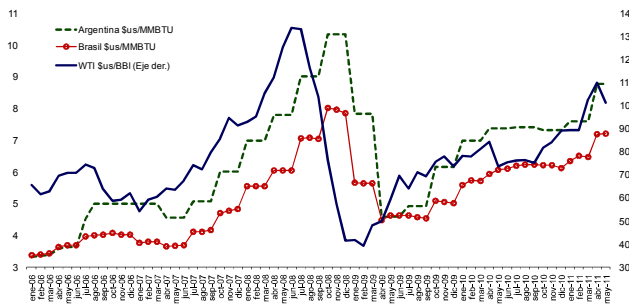
FUENTE: FAO  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.14: CONSUMO MUNDIAL DE METALES**  
(En millones de toneladas)



FUENTE: Banco Mundial  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.15: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIÓN Y PRECIOS DEL PETRÓLEO**  
(En dólares estadounidenses)



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

a la oferta, como el cobre y el estaño, en comparación con otros en los que la oferta fue amplia, por ejemplo el aluminio. De igual manera, los altos precios se fundamentaron en: i) la aparente disminución de la oferta para el consumo intermedio, originada en el hecho de que una gran parte de los inventarios estaba comprometida a través de instrumentos financieros derivados; y ii) la fuerte demanda de los mercados emergentes, destacando China como el mayor consumidor (Gráfico I.14).

Al mes de mayo de 2011, los precios del gas exportado por Bolivia continuaron con la tendencia ascendente iniciada en el segundo semestre de 2009. El precio de exportación a la Argentina se incrementó en 13% en promedio, mientras que a Brasil aumentó 16%. De esta manera, en los primeros cinco meses de 2011, el precio promedio ponderado de exportación de gas natural alcanzó a 7,05\$us/MMBTU,<sup>2</sup> superior en 1,04\$us/MMBTU al observado entre enero y mayo de 2010.

Comparando con los precios registrados en similares periodos de gestiones pasadas, éste es el nivel más alto. Este hecho es consistente con las mejores cotizaciones del precio internacional del petróleo (entre 52% y 25% de incremento interanual para la cotización Brent y WTI, respectivamente), los cuales determinan los precios de los *fuels* (hidrocarburos) considerados en las fórmulas de cálculo de precio de exportación de gas natural (Gráfico I.15).<sup>3</sup> El alza del primero se relaciona con la incertidumbre derivada de los problemas (geo) políticos en el NAMO.

Por mercados, el precio en el contrato ENARSA con la República de la Argentina ascendió a 8,07\$us/MMBTU, mientras que en el contrato GSA con el Brasil el precio de venta alcanzó los 6,75\$us/MMBTU, de igual forma, ambos precios superan a los registrados en gestiones pasadas después de 2008.

<sup>2</sup> Este es un precio referencial ya que las nominaciones del contrato con Brasil se expresan a 68° F base saturada y a la Argentina a 60° F base seca y el precio promedio ponderado medido en \$us/MMBTU no considera ningún ajuste que permita homogeneizar estas diferencias. Además, conviene notar que esta cifra difiere de la expuesta en el cuadro I.1 porque son dos unidades de medida diferentes (BTU vs. MPC).

<sup>3</sup> Para el Contrato GSA el rezago es de tres meses, mientras que el Contrato con ENARSA consideran un rezago de seis meses, ambos con respecto al precio de los *fuels* considerados en las fórmulas del precio de exportación de gas natural.

### I.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y POLÍTICA MONETARIA

En los meses recientes, la atención no sólo estuvo enfocada en el incremento de los precios de las materias primas, sino también en el traspaso de éste hacia los precios de otros bienes de consumo (efectos de segunda vuelta), lo cual se ha reflejado en mayor inflación total y subyacente (Gráfico I.16). A esto se debe adicionar el progresivo cierre de la brecha del producto, especialmente en economías emergentes y en desarrollo.

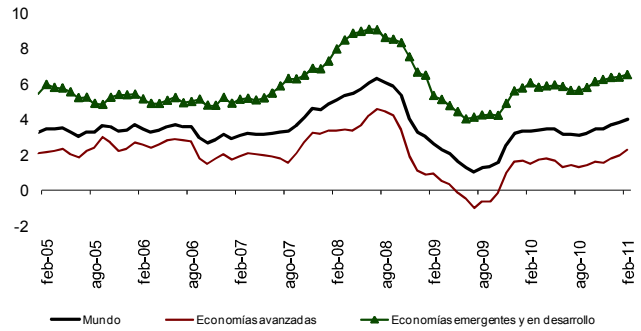
Tal como muestra el Cuadro I.2, comparado con 2010 la inflación ha aumentado en la mayoría de los socios comerciales de Bolivia (con excepción de Argentina, México y Venezuela), por los motivos señalados previamente. En línea con este comportamiento y su efecto en mayores expectativas de inflación, los bancos centrales han continuado, aunque a distintas velocidades, el proceso de normalización de los impulsos monetarios.

Desde una perspectiva de más largo plazo, se observan claramente mayores presiones inflacionarias externas a las que se expuso la economía boliviana en los últimos cinco años (Gráfico I.17). En efecto, la inflación externa relevante promedio para Bolivia durante 2006-2010 (7,1%) fue la mayor de los últimos veinte años y supera holgadamente a la del quinquenio precedente.

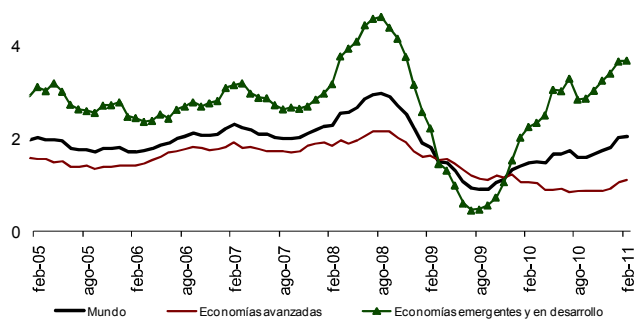
El Banco Popular de China incrementó tanto su tasa de política monetaria como su tasa de interés de depósitos hasta alcanzar un nivel de 6,31% y 3,25% (50pb de aumento en el primer semestre de 2011 y 100pb desde octubre de 2010, respectivamente). De igual manera, elevó el coeficiente de reservas obligatorias en un total de 300pb en el período, situándolo en 21,5%. Por su parte, el Banco de la Reserva de India aumentó su tasa de operaciones repo y repo reverso en 25pb en cuatro oportunidades, hasta alcanzar niveles de 7,5% y 6,5%, respectivamente.

En América Latina y durante la primera mitad de 2011, Chile, Brasil, Colombia y Perú incrementaron sus tasas de referencia en 200pb, 150pb, 125pb y 125pb, respectivamente, con el objeto de moderar los efectos

**GRÁFICO I.16: INDICADORES DE INFLACIÓN POR REGIONES (Variación porcentual interanual)**  
**(a) Inflación Total**



**(b) Inflación Subyacente**



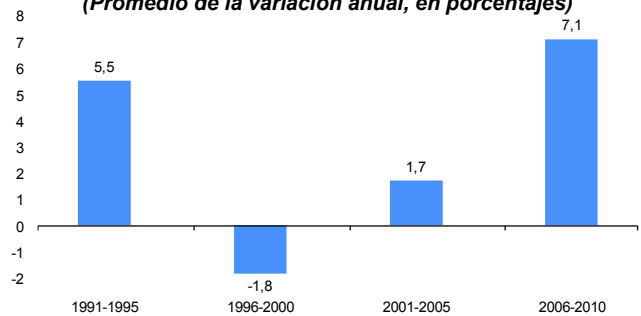
FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2011)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**CUADRO I.2: INDICADORES DE INFLACIÓN EN PAÍSES SOCIOS COMERCIALES DE BOLIVIA (A junio de 2011, en porcentajes)**

	Tasa mensual		Tasa acumulada		12 Meses	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Argentina	0,73	0,71	5,87	4,68	11,00	9,67
Bolivia	0,14	0,14	0,43	4,27	1,33	11,28
Brasil	0,00	0,15	3,09	3,87	4,84	6,71
Canadá	-0,09	-0,66	1,22	1,96	0,96	3,10
Chile	0,00	0,17	1,72	2,18	1,16	3,44
Colombia	0,11	0,33	2,47	2,53	2,25	3,23
Estados Unidos	-0,10	-0,11	0,93	2,99	1,05	3,56
Japón	0,00	-0,10	0,10	0,30	-0,70	0,20
México	-0,03	0,00	1,39	0,30	3,69	3,28
Perú	0,26	0,10	1,42	2,25	1,65	2,91
R.B. de Venezuela	1,98	2,22	16,73	14,63	31,85	25,08
Uruguay	0,28	0,35	3,09	4,71	6,18	8,61
Zona del Euro	0,00	-0,01	1,12	1,63	1,49	2,72

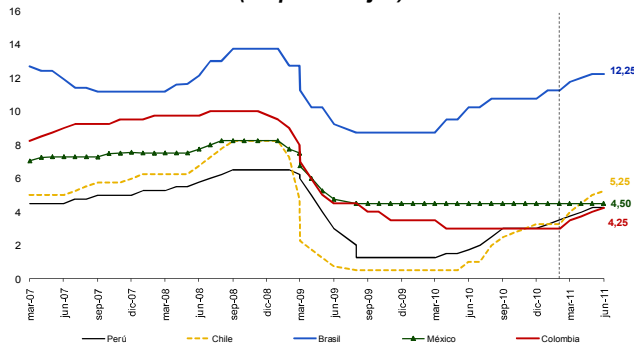
FUENTE: Institutos de estadística de países seleccionados y Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.17: PROMEDIO DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA POR QUINQUENIO (Promedio de la variación anual, en porcentajes)**



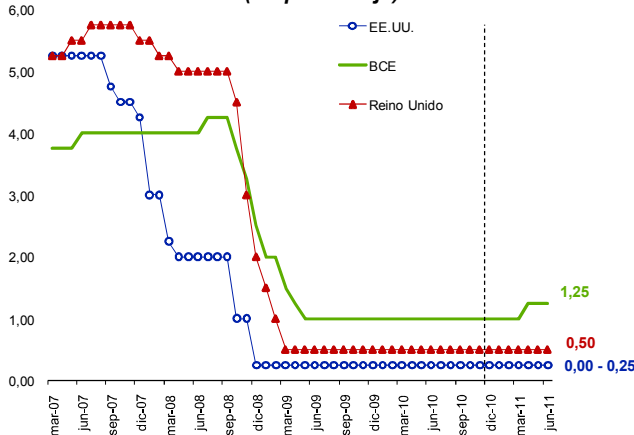
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia - Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO I.18: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS (En porcentajes)**



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

**GRÁFICO I.19: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN PAÍSES AVANZADOS SELECCIONADOS (En porcentaje)**



FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

negativos del alza de la inflación (Gráfico I.18). Sin embargo, esto también contribuyó a impulsar los flujos de capital a la región derivando en apreciaciones de las monedas de las economías receptoras.

La política monetaria adoptada en las economías avanzadas se diferenció de la seguida por las economías emergentes. Concordante con la continua disminución de las expectativas de crecimiento en estas economías a lo largo del primer semestre de 2011 y también con la caída de los precios de ciertas materias primas en el segundo trimestre, las tasas de inflación disminuyeron.

En ese sentido, la tasa de interés de referencia en EE.UU. se mantuvo en su nivel mínimo histórico, 0,25%, e incluso se ratificó la expectativa de que se mantendrá estable hasta finales de 2011 (Gráfico I.19). En la última reunión del FOMC (*Federal Open Market Committee*, junio de 2011), esta instancia reconoció que la recuperación de la economía estadounidense continúa, pero a un ritmo más lento del esperado; y que el repunte en la inflación en el país del norte se debe a factores (considerados por los miembros del Comité como temporales) como el incremento de los precios de alimentos y energía, por lo que se mantendrá la tasa de interés en el rango de 0-0,25% por un período extendido.

En el caso de la inflación en Europa alcanzó niveles suficientemente altos como para justificar un incremento de la tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo (BCE) en abril del presente. En mayo de 2011, la inflación interanual alcanzó 2,7%, nivel por encima del techo establecido (2%) por sexto mes consecutivo. En ese sentido, el BCE elevó la tasa de interés en 25pb, hasta alcanzar 1,25%.<sup>4</sup> En cambio, el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de referencia en 0,5%, por la debilidad de la demanda y por el efecto temporal de los precios de las materias primas.

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

Durante el período de análisis, dos factores predominaron en la evolución de los mercados

<sup>4</sup> En julio de 2011, el BCE incrementó por segunda vez la tasa de interés de referencia hasta alcanzar un nivel de 1,5%.

financieros: en inicio, las perspectivas respecto al fortalecimiento de la actividad económica en las principales economías avanzadas y, posteriormente, las persistentes repercusiones de los problemas de deuda soberana que afectan a algunos países de la Zona Euro, destacándose el impacto de una eventual reestructuración de la deuda de Grecia.

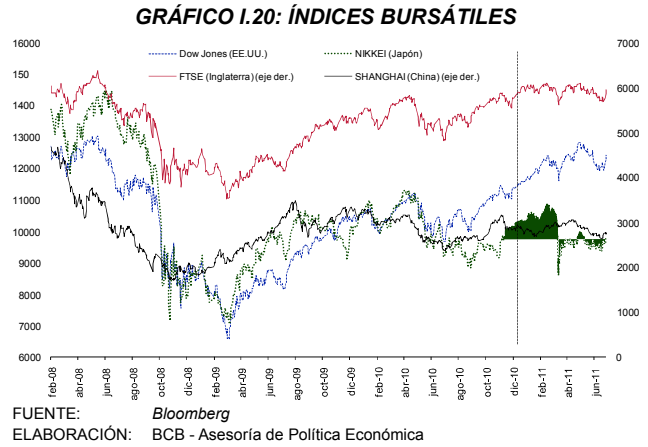
En los primeros meses de 2011, los mercados financieros asumieron una mejora de las perspectivas de crecimiento en las principales economías avanzadas, dadas las constantes señales positivas que apuntaban a un afianzamiento de la recuperación de estas economías, especialmente EE.UU. y Japón. Este contexto, junto con las mayores utilidades corporativas en EE.UU., contribuyó a las importantes ganancias mostradas por los principales mercados bursátiles (Gráfico I.20).

Si bien, gran parte de dicho comportamiento estuvo vinculado a la mejora de los fundamentos macroeconómicos, el cambio de actitud de los inversores hacia una mayor predisposición a asumir riesgos jugó un rol importante. Un proceso que estuvo relacionado con este cambio fue el resurgimiento de innovaciones financieras, destacándose los instrumentos como pagarés y fondos de inversión libres (*hedge funds*) vinculados a materias primas.

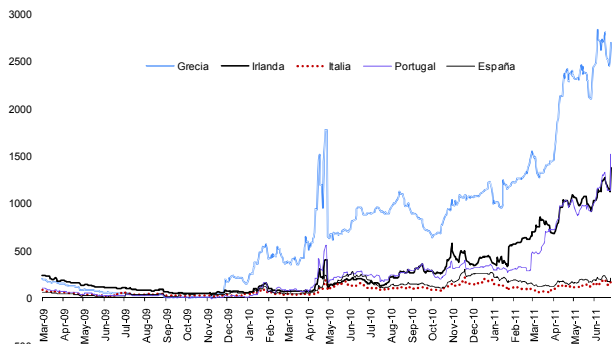
Sin embargo, la confianza de los inversores sufrió un revés a finales de febrero y principios de marzo de 2011 (Gráfico I.21). En primer lugar, la preocupación por la agitación política en el NAMO causó un notable incremento del precio del petróleo; y posteriormente, el terremoto, el *tsunami* y la crisis nuclear sufridos por Japón generaron un repliegue generalizado hacia activos de menor riesgo.

Durante el segundo trimestre de 2011, conforme disminuía la incertidumbre causada por los eventos políticos y naturales ya mencionados, la atención de los mercados financieros nuevamente se enfocó en la sostenibilidad de las finanzas públicas de varios países

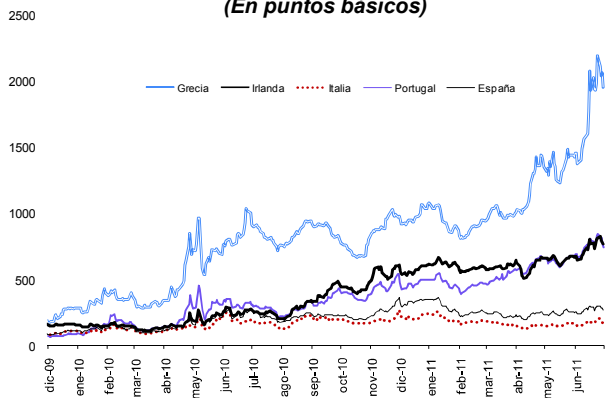
avanzados, especialmente en Europa. Esto se vio reflejado en los crecientes diferenciales de los swaps de riesgo de incumplimiento de crédito (*Credit Default*



**GRÁFICO I.22: PERCEPCIÓN DEL RIESGO**  
**a) SPREAD DE BONOS SOBERANOS A 2 AÑOS**  
 (Relativo a bonos del gobierno alemán, en puntos básicos)

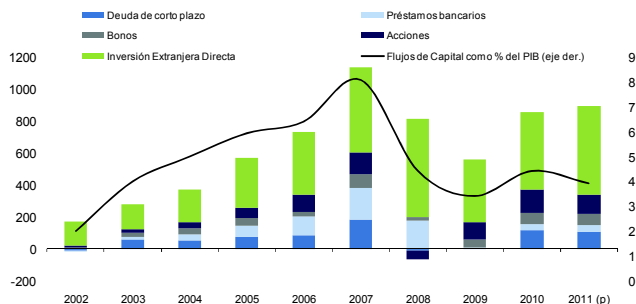


**b) CDS PAÍSES EU-5<sup>1</sup>**  
 (En puntos básicos)



FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1</sup> Grupo de países conformado por: Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España

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



FUENTE: Banco Mundial  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Swaps - CDS)<sup>5</sup> y el incremento del diferencial de la deuda de ciertos países de la periferia de la Zona con respecto a activos considerados libres de riesgo, en este caso el bono del gobierno alemán (Gráfico I.22).

En este contexto, las agencias calificadoras de riesgo rebajaron las notas o las situaron en perspectiva negativa para estos países, en especial Grecia y Portugal. En el primer caso, desde 2010 se encuentra considerada como grado de no inversión; y en el segundo, se encuentra a punto de caer en esta categoría.<sup>6</sup>

En abril de este año, Portugal solicitó asistencia financiera a la Unión Europea (UE) y al Fondo Monetario Internacional (FMI), convirtiéndose en el tercer país de la Zona en hacerlo. Esta medida fue adoptada después del rechazo del parlamento a un paquete de austeridad fiscal y la renuncia del Primer Ministro. La solicitud culminó con un acuerdo conjunto entre estas instituciones y Portugal por €78.000 millones bajo el Mecanismo de Estabilización Financiera Europeo (EFSM por su sigla en inglés) y de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF por su sigla en inglés), condicionado al cumplimiento de mayores medidas de austeridad, incluso las rechazadas previamente por el parlamento lusitano.

En el caso de Grecia, los *spreads* soberanos alcanzaron nuevos máximos dado que los temores de una posible reestructuración de la deuda y las dudas sobre el futuro de esta economía aumentaron considerablemente.

Por otra parte, en lo que va de 2011 los flujos de capital internacionales hacia las economías emergentes y en desarrollo se han recuperado en términos absolutos, pero sin llegar al máximo alcanzado en 2007 (Gráfico I.23).

El comportamiento descrito es consistente con una disminución esperada para 2011 de aproximadamente 20% en los flujos de capital en forma de acciones, siendo los países del NAMO los que enfrentarían las mayores reducciones, dado el incremento del riesgo político observado en el período de análisis.

<sup>5</sup> Las cláusulas contractuales de los CDS incluyen incumplimientos de los pagos programados y reestructuraciones involuntarias de la deuda.

<sup>6</sup> Al cierre de la redacción del IPM, Portugal cayó a grado de no inversión, al igual que Irlanda.

Por el contrario, las empresas de países en desarrollo continúan financiándose a través de los mercados internacionales, dada la política monetaria más contractiva observada en varios de ellos y la lenta recuperación de los flujos en forma de préstamos bancarios. Por su parte, la Inversión Extranjera Directa continúa siendo la principal forma de entrada de capitales, con un crecimiento esperado para 2011 de 14%.

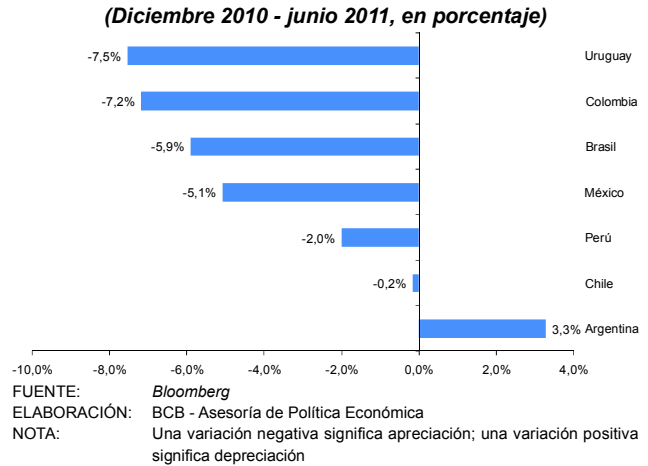
En este contexto, los flujos de capitales han venido generando un incremento en las presiones dirigidas a la apreciación de las monedas (Gráfico I.24), aunque a un ritmo menor al observado en 2010. En este contexto, varios países en desarrollo, por ejemplo Brasil, China, India y otros, comenzaron a aplicar medidas para contener estas presiones.

Coincidente con esta situación, durante la primera mitad de 2011, el dólar estadounidense mostró una clara tendencia a la depreciación en términos multilaterales (Gráfico I.25).

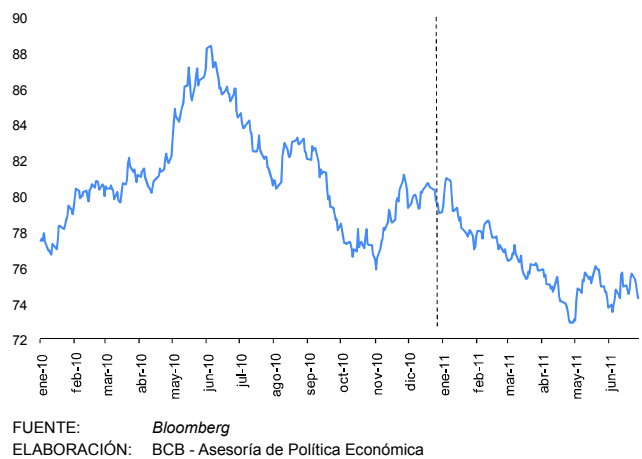
En suma, las tendencias señalan que el crecimiento en las economías avanzadas continuaría disminuyendo como efecto de la crisis en los países de la periferia de Europa; mientras que en los emergentes y en desarrollo se mantendría en niveles similares.

Las crecientes presiones inflacionarias debido al incremento de los precios de las materias primas y la mayor incertidumbre respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas de varios países avanzados, especialmente en la Zona del Euro, hacen prever que la mayoría de las autoridades monetarias en las economías emergentes y en desarrollo continuarán en la senda de la contracción de sus políticas monetarias, teniendo que balancear entre la necesidad de contener la demanda interna y la inflación, por una parte, y evitar la apreciación súbita de sus monedas, por otra.

**GRÁFICO I.24: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS**



**GRÁFICO I.25: ÍNDICE DEL VALOR DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE FRENTE A UNA CANASTA DE LAS PRINCIPALES MONEDAS**  
(Enero 1980 = 100)



### RECUADRO I.1: DESARROLLOS RECIENTES DE LA CRISIS EN LA UNION EUROPEA

En el primer trimestre de 2011 continuó aumentando progresivamente la preocupación sobre la sostenibilidad fiscal en algunos países de Europa, especialmente Grecia, Portugal e Irlanda, lo cual se tradujo en una continua reducción de las calificaciones de riesgo (Cuadro I.3), en un contexto de crecientes costos de fondeo y difícil acceso al mercado internacional de capitales para los países mencionados. Este recuadro resume los desarrollos recientes de la evolución de esta crisis.<sup>7</sup>

**CUADRO I.3: CALIFICACIONES DE RIESGO**

		S&P	Moody's	Fitch Ratings
Grecia	dic-10	BB+	Ba1	BBB-
	mar-11	BB-	B1	BB+
	may-11	B	B1	B+
	jul-11	CCC	Caa1	CCC
Portugal	dic-10	A-	A1	A+
	mar-11	BBB-	A3	A-
	may-11	BBB-	Baa1	BBB-
	jul-11	BBB-	Ba2	BBB-
Irlanda	dic-10	A-	Baa1	BBB+
	mar-11	A-	Baa1	BBB+
	may-11	BBB+	Baa3	BBB+
	jul-11	BBB+	Ba1	BBB+

Fuente: *Bloomberg*

#### GRECIA

Como antecedente, es importante señalar que durante casi una década los sucesivos gobiernos de Grecia tuvieron problemas fiscales, que resultaron en 2009 en un déficit fiscal equivalente al 13,6% del Producto Interno Bruto (PIB) y una deuda pública acumulada superior al 113% del PIB, ambos por encima de lo convenido en el Tratado de Maastrich (3% de déficit del PIB y 60% de deuda pública).

En este escenario, diversas instituciones como el BCE, el FMI y el BM expresaron su temor por un posible impago por parte de Grecia. Posteriormente, en mayo del año pasado los países de la Zona Euro y el FMI aprobaron un préstamo para Grecia de hasta €110.000 millones para el periodo 2010-2012.

A su vez, el parlamento griego aprobó una estrategia fiscal de mediano plazo destinada a corregir el déficit presupuestario y entregar €50.000 millones de ventas de activos en los siguientes cinco años. Este plan abarca medidas fiscales entre 2011 y 2015 para asegurar que la posición del balance primario alcance un superávit de alrededor de 6% del PIB en 2014.<sup>8</sup>

Según la tercera revisión del acuerdo *Stand-by* (suscrito en marzo del presente año), el nuevo paquete se compone del siguiente conjunto de medidas:

- Fijación de objetivos de déficit fiscal acordes con una nueva estrategia fiscal de mediano plazo;
- Extensión de la madurez de los préstamos oficiales bilaterales ya otorgados y la posibilidad de que el acuerdo *Stand-By* con el FMI se convierta en una facilidad ampliada del FMI;
- Incremento de los montos por privatizaciones para el período 2011 - 2014 de €10.000 millones a €29.500 millones;
- Reducción del acceso al mercado de mediano plazo de €131.800 millones a €30.000 millones, lo que refleja la presunta participación en financiamientos voluntarios de deuda.

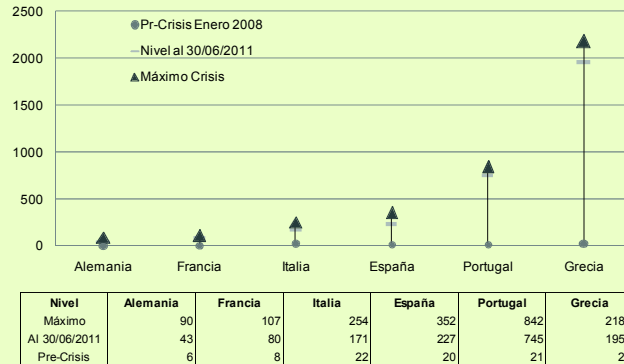
<sup>7</sup> En el Recuadro I.2 del IPM de Julio de 2010 y en el 1 de la *Memoria Institucional del BCB* se pueden encontrar antecedentes al respecto.

<sup>8</sup> J.P. Morgan (2011) "Moving toward a new Greekbailout package" En *Global Data Watch - Economic Research Note*, 24 de junio de 2011.

Estos cambios significan que la cantidad total de la ayuda oficial necesaria en el período 2010-2014 aumenta de €110.000 millones en el paquete original a €155.100 millones.

La crisis griega provocó preocupación a la totalidad de la UE debido a los riesgos de propagación y contagio, especialmente en las economías más débiles (Gráfico I.26). Asimismo, ha planteado cuestionamientos sobre la viabilidad de algunos países de continuar formando parte de la Zona Euro debido a las asimetrías en las características económicas de los países que la componen, especialmente en lo que se refiere a la disciplina fiscal necesaria para ser coincidente con una moneda común.

**GRÁFICO I.26: CDS 5 AÑOS ZONA EURO**  
(En puntos básicos)



Fuente: Bloomberg

A pesar de ello, los líderes de la UE explicitaron el compromiso para ayudar a los países que tengan dificultades financieras. De igual forma, los socios internacionales (incluyendo EE.UU. y el FMI), han pedido a las economías y regiones económicas involucradas que se encuentre una pronta solución a la crisis para evitar que su propagación a Europa y/o al resto del mundo. Sin embargo, los ministros de finanzas de los distintos países indicaron que el desembolso del dinero dependerá de la adopción de una nueva ronda de medidas de austeridad por parte del parlamento griego.

Como se mencionó anteriormente, existe el temor de que un agravamiento de la crisis griega contagie a países como España, Italia, Portugal e Irlanda y, posteriormente, a toda la UE. Adicionalmente, algunos analistas consideran que el problema de las grandes potencias europeas, como Alemania y Francia, es que Grecia no es sólo parte de la Unión Europea, sino también una parte de la Zona Euro. Si las dificultades de Grecia aumentan, también se observarían repercusiones en los socios de la UE. De esta manera, si no recibe ayuda de sus socios para pagar su deuda, se plantearía una grave amenaza para la moneda única.

La cumbre de la UE, que concluyó el pasado 24 de junio en Bruselas, certificó el apoyo comunitario a Grecia con un nuevo plan de rescate que traiga la tranquilidad a la moneda común. Los jefes de Estado señalaron en el Consejo Europeo su confianza en los compromisos del primer ministro griego, para la aprobación de las reformas por el Parlamento griego, lo que sentaría las bases para lograr de una vez la estabilidad en la Zona Euro.

La UE, se insiste en que las nuevas medidas de austeridad que ha propuesto el Gobierno griego tendrán su lado positivo, pues los estudios que se manejan en Bruselas apuntan a que ese país volverá al crecimiento económico en 2012, en 2013 comenzará a bajar su deuda y en 2014 el superávit fiscal primario podría ser del 6%.

Se debe añadir que hasta el presente se ha evitado la declaratoria de cesación de pagos pues, desde la crisis financiera de 2008-2009, los CDS han sido creados como instrumentos financieros que sirven para cubrir frente a esta eventualidad y brindaron oportunidades de ganancias al sector privado, especialmente especuladores que apuestan contra las economías. En ese sentido, los esfuerzos se han centrado en evitar este evento, para no favorecer la especulación.

## **PORTUGAL**

Desde 2009 y tras la aprobación del presupuesto para 2010, el parlamento portugués respaldó el primer Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC) con el objetivo de enfrentar los problemas fiscales.

Posteriormente, las sucesivas disminuciones en la calificación de su riesgo soberano ocasionaron un incremento en la tasa de interés pagada por los bonos soberanos, lo que llevó a la aplicación de un segundo PEC sin resultados concretos sobre la situación fiscal.

Tras estos intentos fallidos el parlamento portugués aprobó el tercer acuerdo PEC incluido en el presupuesto del 2011 (26 de noviembre), este acuerdo entre otras medidas establece lo siguiente:

- Aumento del Impuesto al Valor Agregado del 21% al 23%.
- Disminución de los salarios de los funcionarios en 10% (en el segundo PEC ya se redujo a 3,5%).
- Congelamiento de pensiones.
- Recortes de gasto e inversión estatal.

A raíz de la renuncia del Primer Ministro de Portugal, quién no logró aprobar un nuevo programa de medidas de austeridad fiscal, se intensificó la incertidumbre política que sumada a la grave situación fiscal generó una mayor preocupación sobre la situación económica de este país.

En este sentido, el gobierno comenzó negociaciones con la UE y el FMI para suscribir un programa de ayuda financiera que culminó con un acuerdo por €78.000 millones. El programa incluye mayores medidas de austeridad, incluso las rechazadas previamente por el parlamento.

## **IRLANDA**

La crisis financiera internacional afectó a Irlanda de manera que se vio obligada a recurrir a la UE y el FMI para poder superar su difícil situación económica arraigada en años de préstamos bancarios imprudentes, que se convirtieron en un problema tras el colapso de un crecimiento expansivo del sector inmobiliario.

La complicada situación fiscal y la magnitud de su deuda hizo que la agencia *Moody's* reduzca la calificación de la deuda soberana irlandesa a Ba1, nivel considerado de "bono basura" con perspectiva negativa. Una razón para la reducción de esta calificación es que cualquier forma de participación del sector privado en la restructuración de esta deuda es vista como negativa para los tenedores de deuda soberana, según lo señalado previamente respecto a los CDS.

Los incrementos en impuestos y los recortes en la seguridad social provocaron altos costos a las unidades familiares que podrían aumentar, dado que el gobierno anunció la reducción del déficit en €4.000 millones en 2012, en parte, introduciendo gravámenes sobre las propiedades y el consumo de agua.

## RECUADRO I.2: EFECTOS ECONOMICOS DEL TERREMOTO EN JAPÓN

Japón es la tercera economía mundial después de EE.UU. y China (con cerca de 6% de participación del PIB mundial a precios corregidos por paridad de poder de compra). Por lo tanto, una caída en su crecimiento incide de manera importante en la economía mundial. Además que existen otros canales (señalados en el Capítulo), que se relacionan con la cadena productiva y los insumos que produce Japón para el resto del mundo.

Tras la catástrofe registrada en Japón, se observó una desaceleración transitoria en la producción y el consumo privado de la economía japonesa. Sin embargo, su proceso de recuperación ha comenzado, por lo que el FMI pronosticó una contracción de 0,7% para 2011 para posteriormente tener un crecimiento de 2,9% en 2012.

La prioridad inmediata del gobierno nipón es reactivar el crecimiento a través de la política fiscal pero limitando los riesgos que conllevan la aplicación de ésta por el lado de la deuda. Los gastos de reconstrucción requerirán financiamiento, el cual podría realizarse a través de un incremento en los impuestos; a su vez, el mayor gasto implicará reformas de largo plazo para su deuda pública.

Aunque no se conoce aún con exactitud la magnitud económica del mayor desastre natural japonés, se ha estimado que la reconstrucción del país requerirá de alrededor de \$us200.000 millones (equivalente al PIB anual de Chile o al 10% del correspondiente de Brasil), monto similar al que ya emitió su banco central para evitar el quiebre financiero del país. Esto tendería a profundizar su condición de nación desarrollada endeudada, al elevar su actual déficit fiscal de 10%, así como a aumentar el riesgo de su buena calificación crediticia.

Los efectos económicos de esta catástrofe natural en Japón podrían verse agravados por el mal estado en el que han quedado varias refinerías de petróleo, y por el cierre de reactores nucleares que provocarían una crisis energética en el corto plazo, generando impactos más grandes en la actividad económica.

Asimismo, se han registrado abultadas pérdidas en los diversos sectores de la economía. Por ejemplo, cabe destacar las pérdidas de las grandes empresas del sector automotriz. Además importantes empresas han tenido que efectuar un cese temporal de la producción en algunas de sus plantas como consecuencia del tsunami registrado (Nissan, Honda y Toyota), lo que incidió en el descenso del precio de sus valores en Bolsa.

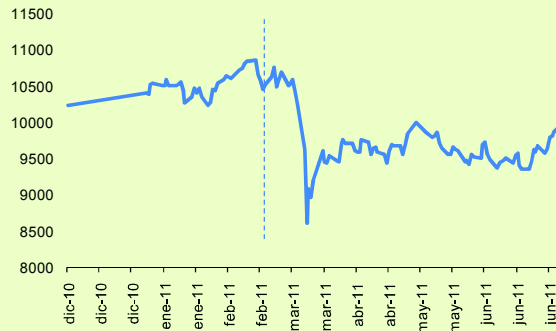
En materia de política monetaria, el Banco de Japón ha efectuado una serie de medidas destinadas a apoyar el funcionamiento de los mercados y del sistema financiero del país, En cuanto a su situación fiscal, su deuda pública supera el 200% del PIB, más del doble de la que tenía cuando ocurrió el terremoto de Kobe (1995); por tanto, se espera que el costo sea mayor y el BM estima un periodo de cinco años para finalizar el proceso de reconstrucción.

No obstante, se considera que el riesgo de una crisis de deuda no se ha incrementado significativamente. Según las estimaciones disponibles, aunque los costes pueden ser hasta diez veces los de Kobe, su impacto sobre la deuda sería modesto. Además que los tenedores de deuda son mayoritariamente ahorradores japoneses (suponen el 95% de su deuda) y muestran una clara disposición a seguir monetizando la deuda.

Hasta el momento, el impacto sobre el crecimiento del PIB es incierto, lo esperado es un fuerte deterioro inicial que se puede compensar más tarde con los gastos de reconstrucción.

También es importante la reacción de los mercados. El Índice Nikkei, inmediatamente después de los sucesos, tuvo un fuerte descenso (Gráfico I.27). Si bien las caídas eran previsibles, las mismas se potenciaron por el riesgo de un desastre nuclear y contagiaron volatilidad al resto del mercado bursátil.

**GRÁFICO I.27: ÍNDICE NIKKEI (Japón)**

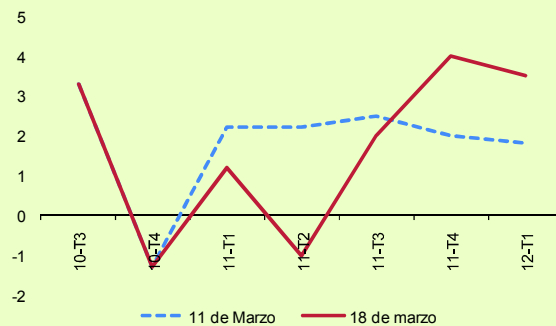


FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

A finales de junio, los mercados de valores de Japón han recuperado parcialmente sus pérdidas tras el terremoto; y los bonos a 10 años del gobierno japonés han mantenido sus rendimientos en torno a niveles cercanos a 1%.

Luego del terremoto las proyecciones de crecimiento de Japón para los primeros tres trimestres de 2011 disminuyeron; no obstante, se espera una recuperación a partir del cuarto trimestre del año que se prolongará en 2012 en virtud a las tareas de reconstrucción (Gráfico I.28), experiencia similar a otros países que experimentaron efectos de desastres naturales, en los cuales tanto la base estadística como el importante volumen de recursos para la reconstrucción implican mayor crecimiento del PIB. También es aplicable a experiencias de guerra como la de Japón a mediados del siglo XX.

**GRÁFICO I.28: PROYECCIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB REAL TRIMESTRAL DE JAPÓN (En porcentajes)**



FUENTE: J.P. Morgan  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

Según el FMI,<sup>9</sup> se espera que el impacto macroeconómico del terremoto de Japón sea limitado, aunque todavía persiste la incertidumbre. De acuerdo con este organismo, la prioridad inmediata de Japón es la reconstrucción. Una vez que los esfuerzos de reconstrucción se encaminen y la magnitud del daño

<sup>9</sup> FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril 2011).

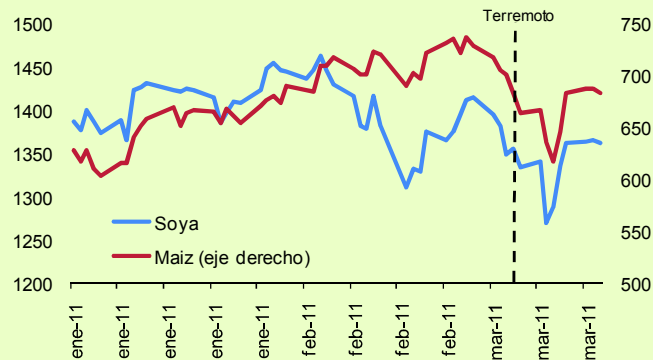
sea mejor entendida, la atención deberá tomarse a vincular el gasto de reconstrucción a una estrategia fiscal clara para disminuir el ratio de deuda pública en el mediano plazo.

El programa de estabilización fiscal en Japón tendrá que ser más gradual de lo esperado debido a nuevos estímulos fiscales para la reconstrucción. De igual manera, la reciente bajada de categoría de la deuda soberana ha resaltado la importancia de tener un plan de ajuste fiscal más creíble.

Con respecto a la relación comercial entre Japón y Bolivia ésta representó en 2010 un 6% del total del comercio que tiene Bolivia con el exterior. La participación de Japón es de 7% en las exportaciones y de 6% en las importaciones. Los principales productos de exportación a Japón son zinc, plomo y plata. A su vez, las importaciones de origen japonés corresponden principalmente a bienes de consumo, seguidas en importancia por bienes de capital y bienes intermedios.

Finalmente, conviene señalar que después del terremoto y *tsunami* registrados se observaron repercusiones significativas sobre los precios internacionales del petróleo, metales y alimentos. La economía nipona tiene gran influencia en los precios al ser el principal importador mundial de maíz y uno de los cinco principales de soya y trigo. Inicialmente, como respuesta a la incertidumbre ante los desastres, y a las consecuencias de una posible catástrofe natural, los precios de futuros del trigo, soya y maíz se redujeron, recuperándose posteriormente (Gráfico I.29).

**GRÁFICO I.29: PRECIOS DE FUTUROS DE COMMODITIES AGRÍCOLAS - BOLSA DE CHICAGO**  
(Dólares estadounidenses por tonelada)



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

En cuanto al mercado del petróleo, el efecto de los desastres fue una caída en la demanda de este bien, por ser Japón el tercer consumidor mundial de petróleo, lo que llevó a una disminución transitoria en su precio.



## II. Comportamiento reciente de la inflación

*La variación interanual del IPC al mes de junio de 2011 fue de 11,3%, registrando una tasa acumulada al cabo del primer semestre igual a 4,3%. Entre abril y junio la inflación moderó su crecimiento, con tasas mensuales por debajo de sus promedios históricos, estabilizándose la variación a doce meses levemente por encima del 11%. Los indicadores de tendencia inflacionaria, cuya velocidad de expansión se atenuó, mostrarían el inicio del proceso de ajuste hacia la baja en la inflación.*

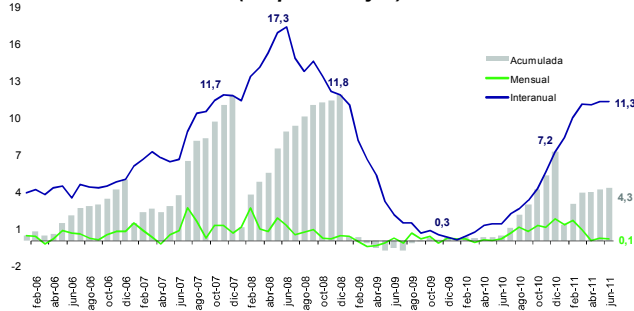
*El comportamiento de los precios en el primer semestre del año estuvo explicado principalmente por la inflación de origen externo, debido a elevadas cotizaciones internacionales de productos básicos y a la apreciación de las monedas de los principales socios comerciales del país. Por otro lado, en los primeros meses del año todavía se experimentaron los efectos de la caída de la producción agropecuaria en 2010 la cual, junto con el primer factor, se reflejó en mayor inflación de alimentos. Otros factores fueron las expectativas de inflación al alza y el incremento de las tarifas del servicio de transporte público.*

*La evolución de la variación de precios en el primer semestre de 2011 fue consistente con las proyecciones realizadas en el IPM de enero, esperándose un gradual descenso de la inflación interanual a partir del segundo semestre.*

### II.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En el segundo trimestre de 2011 la variación interanual del IPC experimentó una moderación en su crecimiento, alcanzando al mes de junio una tasa de 11,3%. En efecto, la tasa anual de inflación siguió una senda moderadamente creciente en el primer semestre de 2010 y acelerándose desde la segunda mitad de 2010

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

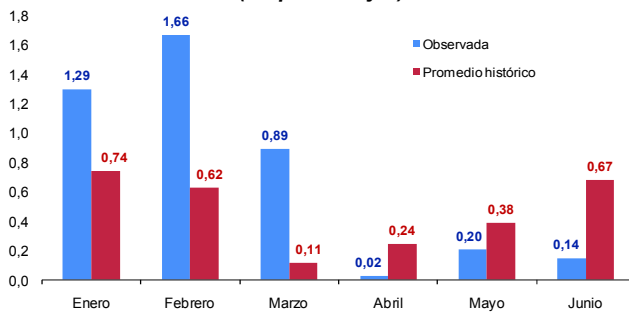


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

hasta marzo de 2011, para luego estabilizarse alrededor del 11% entre los meses de abril y junio (Gráfico II.1). Como se analiza en el quinto apartado de este capítulo, esta tendencia fue consistente con las proyecciones realizadas en el IPM de enero de 2011, que preveyeron un gradual descenso de la inflación interanual en los próximos trimestres.

El comportamiento reciente de la variación de precios, analizado con mayor profundidad en los siguientes apartados, respondió a factores externos e internos a la economía boliviana, especialmente en el primer trimestre de 2011: i) una elevada inflación importada, generada por el incremento de precios internacionales de *commodities*, en particular de alimentos y energía; ii) el alza de precios domésticos de alimentos, particularmente en productos agropecuarios, por los fenómenos climáticos adversos registrados durante 2010; iii) expectativas de inflación que incidieron y se retroalimentaron por la manifestación de prácticas especulativas y el ocultamiento de productos alimenticios con alta ponderación en la canasta del IPC; y iv) el incremento de los precios del servicio de transporte público, principalmente en el contexto urbano.

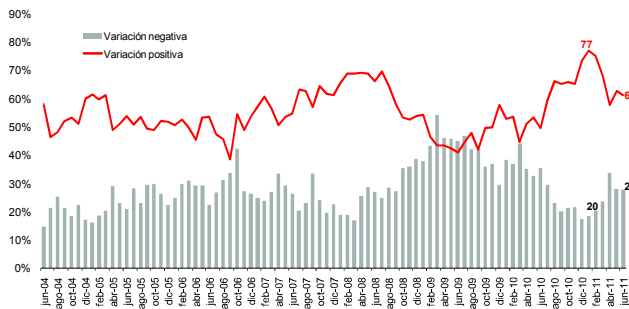
**GRÁFICO II.2: INFLACIÓN MENSUAL Y PROMEDIOS HISTÓRICOS**  
**EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2011**  
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: Los promedios históricos corresponden al periodo 1990-2010

En términos acumulados, la variación del IPC a lo largo del primer semestre de 2011 fue de 4,3%, como resultado de las altas tasas de inflación mensual registradas en los meses de enero, febrero y marzo atribuibles al incremento de los precios en las divisiones de alimentos y transporte (Gráfico II.1). En los siguientes meses, destacó la baja inflación mensual, hasta niveles por debajo de los promedios históricos en los casos de abril, mayo y junio.

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



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

Además de la reciente desaceleración de la variación mensual del IPC, otro indicador que sugiere la paulatina moderación de la inflación es la reducción del porcentaje de artículos de la canasta del IPC que experimentaron incrementos en sus precios respecto al mes anterior y el consecuente aumento de los que tuvieron una variación negativa. Este porcentaje aumentó sostenidamente desde junio de 2010, registrando en enero de 2011 un valor máximo de 77%; en los meses siguientes tendió a disminuir alcanzando en junio a 61%, lo que reflejaría el ajuste hacia una moderación en el ritmo de variación de precios (Gráfico II.3).

Los alimentos constituyeron gran parte de los productos que presentaron una variación positiva en sus precios. Al respecto, la evolución de dichas cotizaciones en los

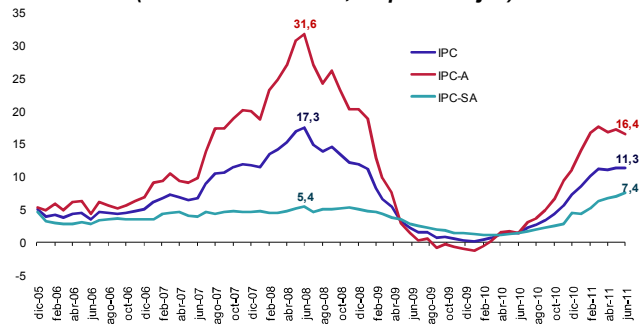
meses recientes denota claramente el alto grado de influencia y de participación de los alimentos sobre la variación total del IPC. En efecto, entre junio de 2010 y marzo de 2011 el Índice de Precios de Alimentos (IPC-A) tuvo un crecimiento mayor al del IPC. Sin embargo, cabe remarcar la moderación experimentada en la expansión del IPC-A a partir de entonces, hasta alcanzar en junio de 2011 una variación interanual de 16,4% (5,1pp superior a la del IPC). Entretanto, la tasa de inflación de los artículos no alimenticios (IPC-SA) fue de 7,4% (Gráfico II.4).

El repunte de precios de alimentos fue ocasionado parcialmente por el alza de las cotizaciones internacionales de estos productos (especialmente cereales), que en muchos casos se constituyen en insumos para otros sectores que forman parte de múltiples segmentos de la cadena productiva. A esto se adicionan los efectos rezagados de fenómenos climáticos adversos observados en 2010, que limitaron el abastecimiento de los mercados agropecuarios hasta el primer trimestre de 2011. En la medida que la cosecha de la Campaña Agrícola de Verano 2010/2011 aumentó, el abastecimiento se incrementó, atenuándose el crecimiento del indicador IPC-A.

Los indicadores de tendencia inflacionaria, el IPC subyacente (IPC-S) y el IPC núcleo (IPC-N), muestran señales adicionales acerca de la estabilización de la inflación. La senda estable seguida recientemente por estos dos indicadores, que se situaron en niveles inferiores a los de la inflación total desde marzo, sugiere la moderación de las presiones inflacionarias. En junio, las tasas anuales de la inflación subyacente y el núcleo inflacionario fueron de 9,7% y 10,2%, respectivamente (Gráfico II.5).

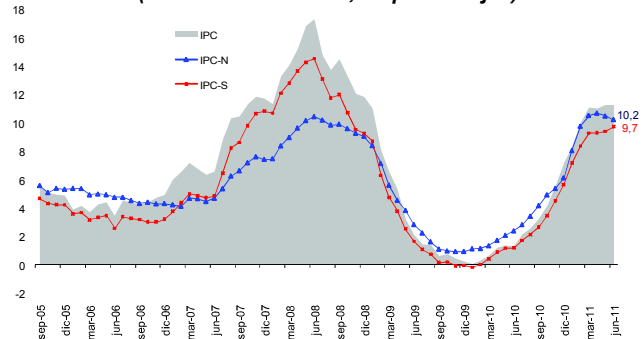
Al examinar la variación acumulada del núcleo inflacionario al primer semestre de 2011 (5,6%), se constata que ésta fue superior a la observada en similares períodos de los años 2009 y 2010 (Cuadro II.1). Conviene señalar que en el primer trimestre el aumento del núcleo (en especial alimentos) fue más alto que en los dos años previos, mientras que en el segundo trimestre fue menor, reflejando la incidencia negativa de los alimentos. En efecto, los precios de alimentos considerados en el núcleo disminuyeron 2,3%; y, aunque en menor medida, los precios de los alimentos que están fuera del núcleo también se redujeron (-0,4%).

**GRÁFICO II.4: EVOLUCIÓN DEL IPC TOTAL, IPC CON Y SIN ALIMENTOS**  
(Variación interanual, en porcentajes)



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

**GRÁFICO II.5: INFLACIÓN TOTAL, SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO**  
(Variaciones anuales, en porcentajes)



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

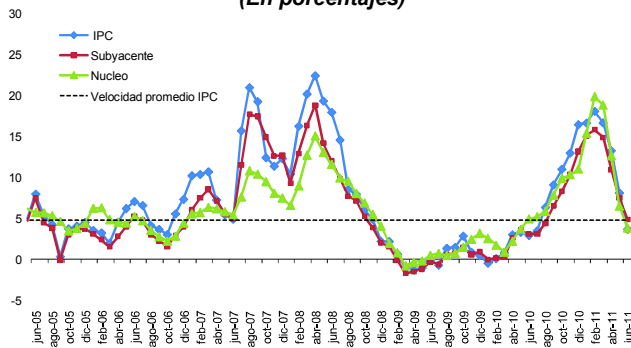
**CUADRO II.1: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO**  
(Variación acumulada, en porcentajes)

	2009		2010		2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Mar	Abr-Jun	
<b>Núcleo</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>0,7</b>	<b>5,6</b>
Alimentos	-0,7	0,1	3,4	8,6	12,2	-2,3	9,9
No alimentos	0,5	0,9	1,2	3,1	2,6	1,7	4,3
Bienes	0,1	0,4	1,0	3,6	2,6	1,6	4,2
Servicios	1,2	1,9	1,6	2,2	2,6	2,0	4,6
<b>Fuera del Núcleo</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>8,9</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>3,1</b>
Alimentos	-2,9	1,7	-0,9	12,9	4,6	-0,4	4,2
Perecederos	-2,0	2,5	-0,8	13,7	4,6	-0,3	4,4
No Perecederos	-10,5	-5,8	-2,2	4,5	4,0	-1,9	2,1
Transporte	-0,5	0,8	-1,5	13,1	0,6	0,6	1,2
Regulados	1,2	0,2	0,2	-0,4	1,6	0,8	2,4
Combustibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>IPC</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>6,7</b>	<b>3,9</b>	<b>0,4</b>	<b>4,3</b>

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

Finalmente y corroborando la estabilización de la inflación, es apropiado subrayar el reciente descenso de los indicadores de velocidad de expansión de la inflación. Si bien a principios de año los indicadores IPC, IPC-N e IPC-S mostraron una significativa aceleración, luego del pico alcanzado en febrero se inició un proceso de gradual descenso, logrando registrarse en junio niveles consistentes con la velocidad promedio histórica del IPC (Gráfico II.6).

**GRÁFICO II.6: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DE LOS INDICADORES DE INFLACIÓN<sup>1/</sup>**  
(En porcentajes)



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

**II.2 INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC**

Durante el primer semestre de 2011 todas las divisiones del IPC registraron incrementos de precios, aunque concentrados en el primer trimestre del año (Cuadro II.2). Los rubros con una mayor variación acumulada positiva en el semestre fueron Bebidas Alcohólicas y Tabaco (11,3%), Restaurantes y Hoteles (7,1%), Bienes y Servicios diversos (6,4%) y Salud (6,2%). Si bien la división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas registró una variación más reducida (4,2%), su alta ponderación en el IPC implicó una importante incidencia en la inflación global. La división de Comunicaciones tuvo la menor variación en el semestre (0,5%).

El 91% del incremento acumulado del IPC en el primer semestre se concentró en los primeros tres meses del año. En el segundo trimestre de 2011, la división con mayor participación en el IPC (Alimentos y Bebidas no Alcohólicas) tuvo una variación negativa que atenuó la subida del primer trimestre.

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

	2009		2010		2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	-4,0	1,0	-0,6	12,3	5,9	-1,7	4,2
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	4,6	0,9	4,8	2,0	10,7	0,6	11,3
Prendas de Vestir y Calzados	0,3	0,5	0,2	3,4	2,8	1,1	3,9
Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	1,1	1,0	1,2	2,5	1,3	1,7	3,0
Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	-0,7	1,9	1,9	4,0	2,2	2,9	5,1
Salud	1,4	0,9	1,3	1,5	4,0	2,2	6,2
Transporte	-0,4	0,5	-1,0	9,7	0,6	0,8	1,4
Comunicaciones	-0,1	-0,2	-0,4	-2,8	0,4	0,1	0,5
Recreación y Cultura	-0,4	0,1	0,5	3,5	1,1	0,5	1,6
Educación	5,6	0,0	0,5	0,2	4,7	0,1	4,9
Restaurantes y Hoteles	1,7	1,4	1,8	7,6	6,2	0,9	7,1
Bienes y Servicios Diversos	0,6	1,0	1,2	2,4	4,0	2,3	6,4
<b>IPC</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>6,7</b>	<b>3,9</b>	<b>0,4</b>	<b>4,3</b>

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

El mayor incremento semestral, localizado en el rubro de Bebidas Alcohólicas y Tabaco, fue originado principalmente por el alza del precio de la cerveza (12,2%) y de los cigarrillos (9,9%). Uno de los factores para el ajuste del precio de ambos bienes tuvo lugar a principios de año por efecto de la entrada en vigencia de una modificación al Impuesto al Consumo Específico, que contempló el incremento de la alícuota a cigarrillos, bebidas alcohólicas y energizantes en montos diferenciados por tipo de producto. Esta medida se utiliza, por ejemplo, para desincentivar el consumo de artículos que generan efectos negativos en la salud. En el caso de la cerveza, otro factor relevante fue el incremento de los precios de sus insumos y materia prima de tipo vegetal. A su vez, el incremento considerable en la división Restaurantes y Hoteles (7,1% en el semestre) puede imputarse a la naturaleza de sus bienes y servicios, ya que corresponden a los alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar, cuya alza fue significativa y relacionada con los insumos empleados (artículos alimenticios).

Desde el punto de vista de las incidencias de cada división, destaca el rubro de Alimentos y Bebidas Alcohólicas, no Alcohólicas y Restaurantes, cuya incidencia equivale a cerca del 60% de la inflación total del período. La incidencia de esta división se mantuvo relativamente estable en el último cuatrimestre, luego del raudo ascenso registrado desde mediados de la gestión anterior (Gráfico II.7).

El análisis de los cinco artículos con mayor incidencia inflacionaria en cada mes del primer semestre del año pone en evidencia la predominancia de los alimentos, tanto los procesados como los de origen agropecuario (Cuadro II.3). Factores estacionales, además de los shocks que afectaron el desempeño productivo del sector, explican el recurrente posicionamiento de los productos alimenticios entre aquellos con mayor incidencia inflacionaria positiva. Otros ítems (relativos a los rubros de vivienda, servicios domésticos y transporte) también tuvieron una importante incidencia en el transcurso del semestre.

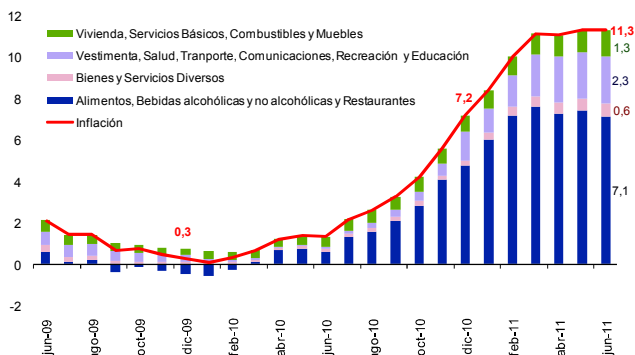
En términos más específicos, entre los productos más inflacionarios en el primer semestre de 2011 destacan el almuerzo consumido fuera del hogar y la cebolla. En el caso del primero, su incidencia refleja la transmisión de los mayores precios de alimentos, en tanto constituyen su principal insumo. En el caso de la cebolla, su excepcional variación acumulada (70,4%) se debe a los efectos de las excesivas precipitaciones pluviales que dificultaron las tareas agrícolas durante la temporada de plantación en zonas del valle cochabambino, principal departamento productor de este alimento.

La participación de los cinco productos más inflacionarios en la inflación mensual osciló alrededor del 50% en el primer trimestre de 2010. Este porcentaje se incrementó significativamente en los siguientes tres meses, a causa de la notable moderación de la tasa de inflación mensual y la mayor incidencia de los productos con variación negativa de sus precios que más que compensó la participación de los productos más inflacionarios.

**II.3 INFLACIÓN POR CIUDADES**

En lo que concierne a la inflación a nivel regional, todas las ciudades capitales experimentaron una variación acumulada positiva de sus precios en el primer semestre de 2011, registrando cinco de ellas

**GRÁFICO II.7: INCIDENCIAS DEL IPC POR DIVISIONES (Variación anual, en puntos porcentuales)**



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

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

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Ene - Jun Incidencia	Variación
Almuerzo consumido fuera del hogar	0,24	0,07					0,35	6,01
Cebolla			0,05	0,06	0,12	0,06	0,35	70,43
Alquiler de vivienda				0,03	0,01	0,03	0,16	4,45
Servicio de empleada doméstica						0,03	0,13	6,87
Azúcar granulado	0,21	0,29	0,04				0,12	11,65
Servicio de transporte de microbús		0,09	0,28	0,07			0,10	2,92
Carne de res con hueso		0,09					0,10	2,92
Pensión para educación primaria		0,08					0,08	8,18
Carne de pollo (entero)			0,20		0,11		0,08	3,69
Café molido					0,02		0,06	45,30
Lechuga						0,03	0,06	32,29
Huevo de gallina			0,04				0,06	11,80
Queso criollo				0,06			0,05	10,16
Detergente en polvo					0,02		0,04	5,09
Mandarina			0,05				0,01	5,46
Arveja	0,07						0,01	3,03
Papa		0,07				0,04	-0,16	-7,64
Incidencia de los 5 productos más inflacionarios	0,68	0,72	0,47	0,33	0,21	0,23		
Inflación mensual	1,29	1,66	0,89	0,02	0,20	0,14		4,27
Participación de los 5 productos más inflacionarios en la inflación mensual	52,6%	43,4%	52,9%	1506,1%	105,2%	164,3%		

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

tasas superiores a las de la media nacional (4,3%). Las ciudades con mayor inflación fueron Cobija (7,7%), Tarija (6,2%) y Potosí (5,5%). En tanto que las capitales que tuvieron menor inflación fueron Sucre (3,5%) y Cochabamba (3,3%; Cuadro II.4).

La inflación acumulada a junio de 2011 por ciudades, respondió fundamentalmente a los incrementos de precios experimentados en los primeros tres meses de 2011. En efecto, en todas las ciudades las variaciones de precios en el primer trimestre superaron las registradas en el segundo, período en el cual se observaron incluso variaciones negativas en algunas capitales (Potosí, Oruro y Sucre).

En todas las ciudades, fue la división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas la que presentó una mayor incidencia en la inflación regional. En Cobija, la capital con mayores presiones inflacionarias en el semestre, sus resultados responden primordialmente a los acentuados incrementos de precios en febrero, marzo y abril, con tasas mensuales superiores a 2%, que se redujeron sustancialmente desde entonces. Entre los productos que anotaron una mayor incidencia en la inflación de esta ciudad, se encuentran la carne de res, el plátano postre para cocinar y el alquiler de vivienda.

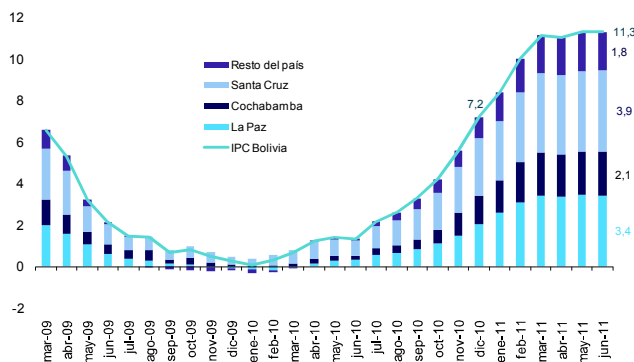
En el contexto nacional, la incidencia de las ciudades con mayor variación de precios fue acotada, reflejando su baja ponderación en la estructura de gasto nacional asociada a la conformación del IPC. La mayor incidencia positiva correspondió a las capitales del eje troncal (Santa Cruz, La Paz y Cochabamba) que tuvieron, en promedio, una participación de 83,4% en la inflación nacional en el primer semestre de 2011 en virtud precisamente a su alta participación en la construcción del IPC total (Gráfico II.8). En términos interanuales, la ciudad de Santa Cruz registró una incidencia de 3,9pp, mientras que La Paz y Cochabamba tuvieron incidencias de 3,4pp y 2,1pp, respectivamente.

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

	2009		2010		2011		
	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Jun	Jul-Dic	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun
Bolivia	-0,6	0,9	0,4	6,7	3,9	0,4	4,3
Cobija	-4,2	0,0	0,8	5,1	5,0	2,6	7,7
Tarija	-0,7	1,0	-0,6	7,7	6,1	0,1	6,2
Potosí	-3,3	1,0	-0,4	7,8	6,9	-1,2	5,5
Oruro	-2,5	1,3	-0,4	8,1	6,5	-1,6	4,8
La Paz	-1,2	1,0	0,2	6,8	4,2	0,5	4,7
Santa Cruz	0,1	0,8	1,2	6,2	3,4	0,7	4,1
Trinidad	-0,7	0,2	0,4	3,3	3,6	0,1	3,7
Sucre	-0,9	0,8	-0,1	7,9	4,1	-0,6	3,5
Cochabamba	-0,5	1,0	-0,2	7,5	3,1	0,2	3,3

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

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



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

**II.4 INDICADORES COMPLEMENTARIOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS**

Adicionalmente, el BCB también realiza el seguimiento a otros indicadores que proporcionan señales sobre el comportamiento de los precios en mercados específicos de la economía boliviana que, por las interrelaciones existentes, eventualmente tienden a reflejarse en la trayectoria del IPC y la inflación.

Entre los indicadores complementarios que podrían denotar la existencia de presiones inflacionarias en el sector industrial, los mercados de la construcción y trabajo respectivamente, se cuenta con el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM), el Índice de Costos de la Construcción (ICC) y el Índice de Actividades Remuneradas (IPC-REM).

#### II.4.1 Precios al productor industrial manufacturero

El IPPIM proporciona estadísticas que cuantifican el comportamiento de los precios de insumos utilizados en la producción y comercialización de la industria manufacturera. La evolución de estos precios, reflejada posteriormente en los costos industriales, influye en los precios finales de una parte de los artículos de la cesta del IPC.<sup>10</sup>

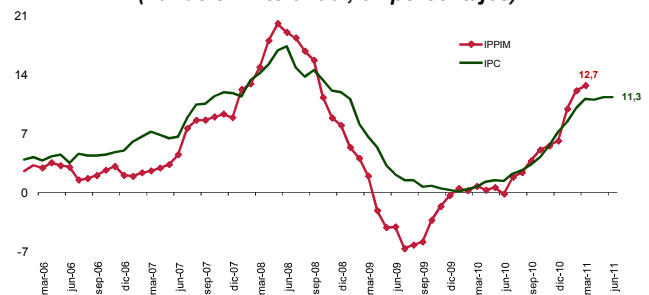
La variación anual del IPPIM mostró una tendencia creciente, manteniendo la dirección observada desde mediados del año pasado y similar a la evolución de la inflación total, alcanzando en marzo de 2011, la última observación disponible, una tasa de variación de 12,7% (Gráfico II.9).

Las actividades con mayor variación positiva acumulada de precios al primer trimestre del año fueron la fabricación y refinación de azúcar (79,2%) y las industrias básicas de metales no ferrosos (43,2%). En el primer caso, el alza de precios fue fruto de un menor abastecimiento de azúcar, ocasionado por una caída en la producción de caña en 2010 y el ocultamiento y contrabando del producto. En el segundo, el incremento de las cotizaciones internacionales de algunos metales a inicios de año, al transmitirse a los precios domésticos de estos insumos, fue el factor que sesgó hacia arriba los costos de producción de dicho conjunto de industrias.

#### II.4.2 Índice de costos de la construcción

El ICC es un indicador que captura el comportamiento de los precios de los insumos más importantes para la construcción, abarcando los costos de mano de

**GRÁFICO II.9: ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO E IPC<sup>1/</sup>**  
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

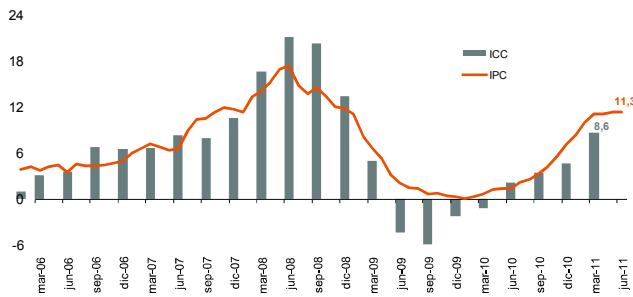
NOTA: <sup>1/</sup> La última información disponible del IPPIM corresponde a marzo de 2011

<sup>10</sup> Entre las actividades industriales que influyen en los precios finales de los artículos de consumo del IPC se tienen: la matanza de ganado y preparación de carne, la fabricación de productos lácteos, la producción de aceites comestibles y la molienda, entre otros.

obra en la edificación de residencias urbanas, edificios no residenciales y otras obras de infraestructura. Al igual que en el caso anterior, los productos incluidos en el ICC guardan relación con un subconjunto de bienes y servicios del IPC (específicamente con artículos como el cemento, ladrillos, pintura y servicios de albañilería), cuya presencia es común a ambos Índices.

Desde la segunda mitad de 2010, luego de haber registrado incluso variaciones negativas en los trimestres precedentes, el ICC denotó un comportamiento creciente, llegando a obtener una variación anual de 8,6% en marzo del presente año, último dato observado (Gráfico II.10). El mayor incremento en los costos de construcción se dio en las ciudades de La Paz (9,4%) y Santa Cruz (9%), debido a las crecientes cotizaciones de materiales y remuneraciones al personal. Las presiones en los costos de construcción se reflejaron en la división de Vivienda, Servicios básicos y Combustible del IPC en los primeros meses de 2011. Cabe acotar que el reciente incremento de los costos de construcción (y del IPPIM), fue menor al experimentado en el año 2008.

**GRÁFICO II.10: ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN<sup>1/</sup>**  
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> La última información disponible del ICC corresponde a marzo de 2011

Corresponde puntualizar que el factor que incidió en la dinámica de precios descrita fue la expansión de la actividad de la construcción en Bolivia. En efecto, este sector tuvo un crecimiento de 9,2% en el primer trimestre de 2010 y 8,2% en el primer trimestre de este año.

**II.4.3 Actividades remuneradas**

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

Hasta junio del presente año, la variación anual del IPC-REM fue de 10,8%, a la vez que la variación del IPC-MNC llegó a ser levemente mayor (11,6%). Por

su parte, el IPC-MC exhibió el menor grado de incremento, alcanzando una tasa anual de 8,2%. En los tres casos se pudo observar una tendencia creciente durante el primer semestre de 2011, aunque ligeramente más moderada en el caso del IPC-MC (Gráfico II.11).

El incremento exhibido en el segmento de mano de obra no calificada, se explica en su mayoría por el ascenso de las remuneraciones de los servicios de albañilería y de empleadas domésticas, fruto de la dinámica inherente a dichos subsectores del mercado de trabajo en el semestre. Por su parte, el crecimiento de las remuneraciones en el sector de mano de obra calificada responde al crecimiento de la demanda por este tipo de servicios, tendencia observada en los últimos años y que refleja, en parte, los ajustes en la composición del gasto de las familias bolivianas (con una mayor participación de los servicios en su consumo total).

Cabe destacar que las presiones generadas por el incremento de las remuneraciones se materializaron en divisiones específicas del IPC. Así, por ejemplo, el incremento del IPC-MC incidió en la variación de precios de la división Salud (que considera los servicios médicos) y el IPC-MNC ejerció influencia en las divisiones de Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles (servicios de albañilería) y de Muebles, Artículos y Servicios Domésticos (p.e. empleadas domésticas y lavanderas).

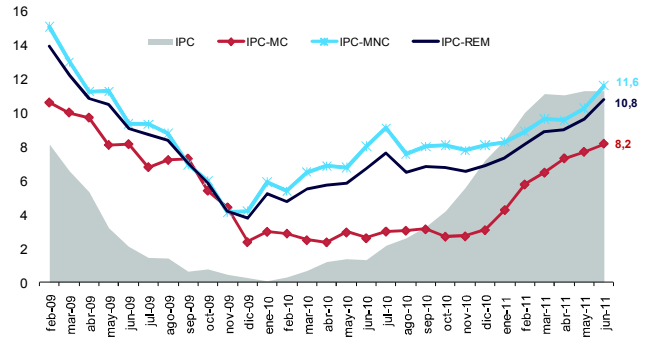
**II.5 FACTORES QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN**

Al primer semestre de 2011, el IPC siguió una trayectoria en línea con lo previsto en el IPM de enero de 2011 (Gráfico II.12). La evolución observada del IPC y la tasa de inflación estuvo relacionada con cuatro factores antes mencionados que a continuación se analizan con mayor profundidad.

**II.5.1 Inflación de origen externo**

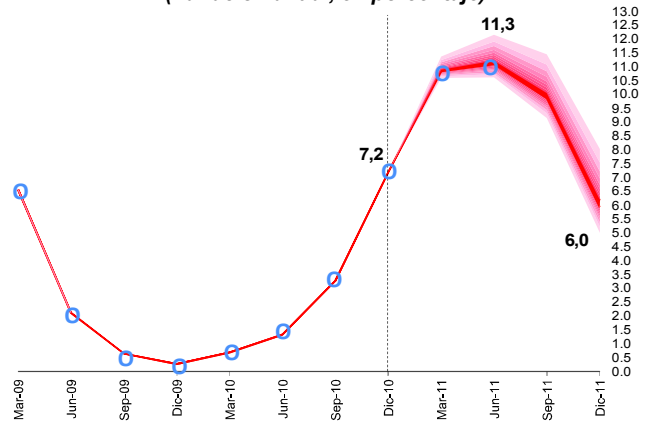
Las presiones inflacionarias provenientes del exterior durante el transcurso del semestre fueron una de las principales causas de la inflación en 2011, prolongando la tendencia creciente iniciada la segunda mitad del año anterior, aunque estabilizándose en el segundo trimestre del año. Los indicadores de inflación de bienes transables y no transables reflejan las presiones

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



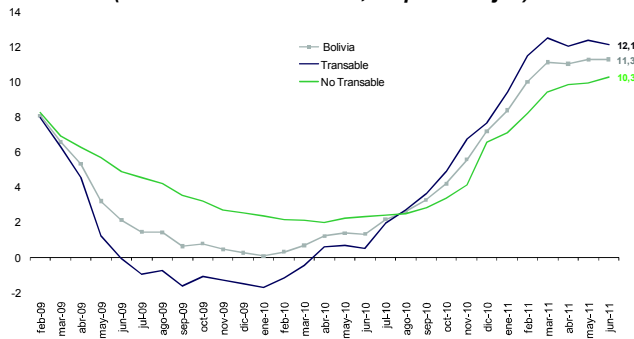
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.12: EVOLUCIÓN DEL IPC OBSERVADO Y PROYECTADO (Variación anual, en porcentaje)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTAS: La línea de color azul denota la trayectoria observada de la inflación hasta junio de 2011. El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central (la parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%)

**GRÁFICO II.13: INFLACIÓN SEGÚN CRITERIO DE TRANSABILIDAD**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



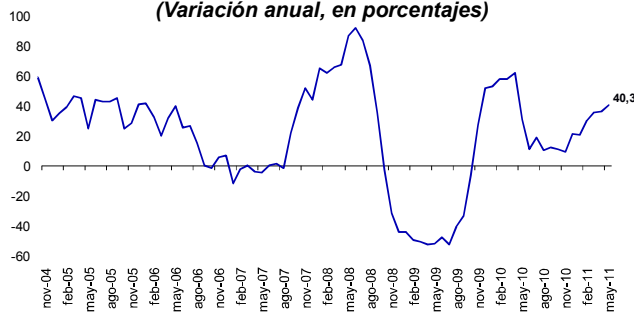
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

externas sobre los precios domésticos.<sup>11</sup> En efecto, a junio de 2011 la inflación interanual de bienes transables fue de 12,1%, superior a la del IPC y a la de bienes no transables que fue 10,3% (Gráfico II.13).

Este comportamiento se contrapuso al registrado entre febrero de 2009 y junio de 2010, donde la inflación de bienes no transables superó a la de transables, debido a las menores presiones inflacionarias internacionales propias del contexto de crisis económica-financiera global observada en el período.

Como fuera abordado en el Capítulo I del presente IPM, las presiones inflacionarias externas se originaron básicamente por los *shocks* en los precios internacionales de energía y alimentos. En efecto, en el primer semestre de 2011 la cotización internacional de la energía tuvo una tendencia creciente, alcanzando una variación anual de 40,3% en mayo, la mayor registrada en 13 meses (Gráfico II.14).

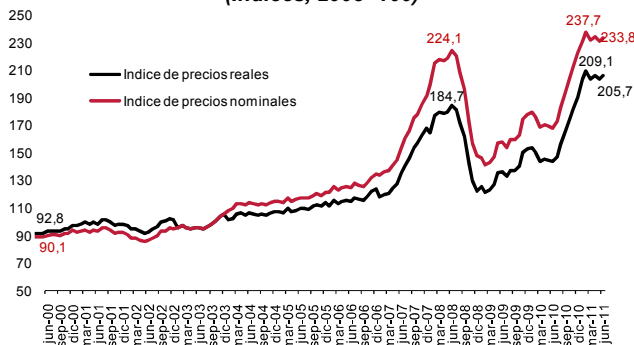
**GRÁFICO II.14: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE COTIZACIONES INTERNACIONALES DE ENERGÍA<sup>1/</sup>**  
(Variación anual, en porcentajes)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> Hasta la publicación del presente IPM, la última información disponible de la cotización de energía corresponde a mayo de 2011

Por otro lado, los precios internacionales de alimentos, tanto en términos nominales como reales, alcanzaron una cima en febrero de 2011. Aunque en los meses siguientes se mantuvieron en niveles elevados mayores a los del episodio de alza de 2007/2008, cabe enfatizar la moderación de su crecimiento y la presencia de una leve tendencia a la baja (Gráfico II.15).

**GRÁFICO II.15: ÍNDICE DE PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS DE LA FAO EN TERMINOS NOMINALES Y REALES**  
(Índices, 2003=100)



FUENTE: Food and Agriculture Organization  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: Para construir el Índice real, la FAO emplea como deflactor al Índice de Valor Unitario de Manufacturas del Banco Mundial

Al considerar los niveles máximos de los precios de alimentos correspondientes a 2007/2008, puede dimensionarse a cabalidad la real magnitud del reciente episodio de alza de precios 2010/2011. En efecto, las cotizaciones internacionales observadas recientemente (especialmente en los mercados de cereales y azúcar), se constituyen en las mayores de los últimos veinte años.

Para poder determinar con mayor precisión el efecto de los shocks internacionales, también puede emplearse el Índice de Precios Externos (IPE) relevante para la economía boliviana. El mismo es un promedio ponderado de la inflación de los principales socios comerciales de Bolivia, que combina tanto los

<sup>11</sup> Es de utilidad tener presente que un bien transable es aquel susceptible de ser comercializado internacionalmente, aunque no implica necesariamente que dicha transacción sea efectivamente concretada. En contraste, los bienes no transables no se comercializan fuera de la economía donde se producen. Ejemplos de bienes no transables son algunos tipos de servicios (luz, agua, recojo de basura, corte de cabello, etc.).

movimientos de precios de estos países, como el efecto de las variaciones cambiarias de sus monedas en los precios de las importaciones nacionales.

El IPE se incrementó en el transcurso del semestre, anotando en el mes de junio una variación anual de 11,3%. Cuando se aísla al IPE de las variaciones cambiarias (IPE-STC), la variación anual fue de sólo 5,1% (Gráfico II.16). Es decir, la diferencia se atribuye a la apreciación de las monedas de los principales socios comerciales observada en la primera mitad del año.

Finalmente, es relevante identificar los productos importados que presentaron una mayor variación en sus precios. A junio de 2010, la mayor inflación anual se registró en las importaciones de alimentos (17,8%), seguida de las importaciones de prendas de vestir y textiles (Gráfico II.17). La variación de precios de los alimentos importados creció a una tasa más acelerada que la de los otros rubros. No obstante, en línea con el escenario externo descrito anteriormente, en los últimos meses se observó una moderación de su crecimiento.

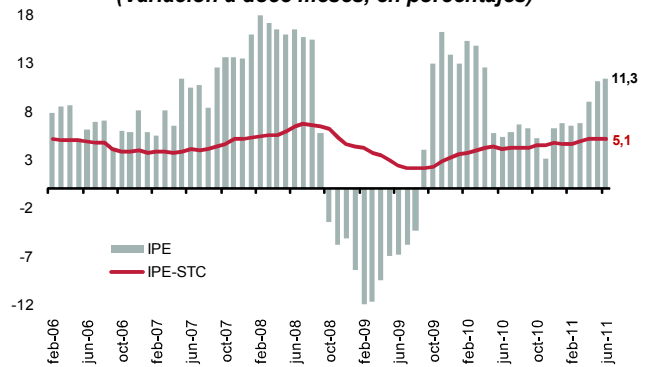
Por tanto, se puede esperar que, en la medida que continúe la estabilización de los precios internacionales (como en el caso de los alimentos), la inflación importada también se desacelere y contribuya a moderar la inflación doméstica.

**II.5.2 Inflación de alimentos**

Un segundo aspecto asociado a la evolución de la inflación es el concerniente al incremento de precios de alimentos. Entre junio de 2010 y enero de 2011 éstos se incrementaron progresivamente, comportamiento expresado en las tasas mensuales de inflación, con un máximo de 2,9% en el mes enero. Las variaciones se redujeron hasta niveles negativos en el segundo trimestre del año; esto es, cerca de -0,3% en el mes de junio<sup>12</sup> (Gráfico II.18).

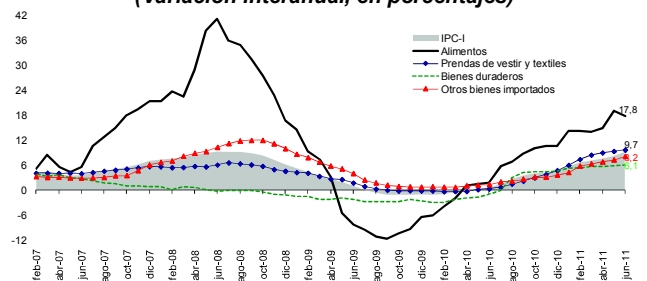
Al interior del sector, los precios de alimentos procesados se moderaron de forma más pronunciada. En efecto, luego de registrar un máximo de 15,7% en marzo de 2011, su inflación anual ingresó en una senda

**GRÁFICO II.16: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



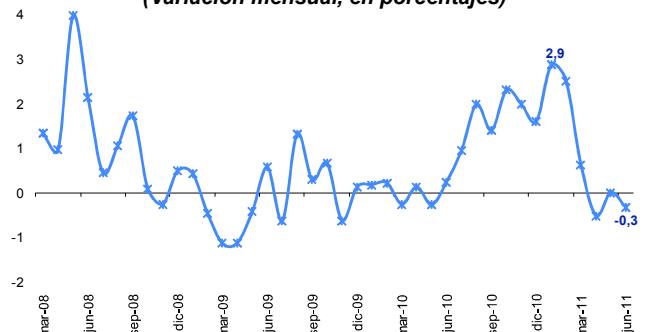
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia - Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: IPE es el Índice de Precios Externos relevantes para Bolivia  
IPE-STC es el Índice de Precios Externos relevantes para Bolivia que no considera los movimientos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

**GRÁFICO II.17: 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  
IPC-I es el indicador de la inflación de productos importados del IPC

**GRÁFICO II.18: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS**  
(Variación mensual, en porcentajes)



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

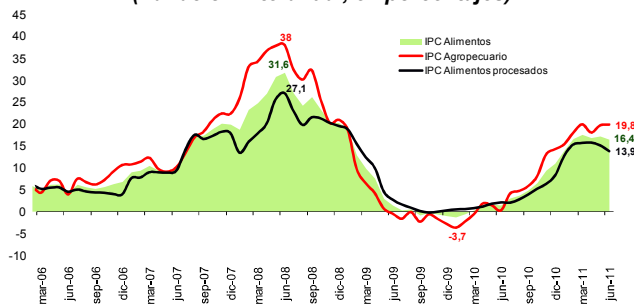
<sup>12</sup> Las variaciones negativas de precios se reflejan también en la división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas del IPC.

levemente decreciente y alcanzó a 13,9% en junio. Por su parte, los precios de los alimentos de origen agropecuario mitigaron su ritmo de crecimiento desde febrero aunque, a diferencia del caso anterior, se mantuvieron relativamente constantes en los meses recientes, de tal forma que en junio, su variación anual fue de 19,8% (Gráfico II.19).

En lo que respecta a la inflación de alimentos procesados, un caso referencial es el del azúcar granulado. La menor producción de caña en 2010, por eventos climáticos de adversidad extrema, mermó la disponibilidad de materia prima para los ingenios y generó un menor abastecimiento en los mercados minoristas. Este hecho, junto a la especulación y el contrabando incentivados por el alza de su cotización internacional, desembocaron en un significativo incremento de los precios del azúcar en el mercado nacional. Esto tuvo lugar principalmente a fines de 2010 y en el primer trimestre de 2011, repercutiendo en los indicadores de inflación.

No obstante, en virtud a las acciones del Órgano Ejecutivo para promover el abastecimiento, muchas concertadas con los agricultores e industriales azucareros,<sup>13</sup> los precios del azúcar comenzaron a estabilizarse el mes de abril. Este ajuste fue complementado en mayo con el inicio de la zafra 2011, siendo positivas las expectativas sobre los volúmenes susceptibles de ser alcanzados. Se espera que en 2011 la producción de los ingenios azucareros esté alrededor de 9,8 millones de quintales (qq), superando al volumen de 2010 y a la demanda de la gestión actual (8,4 millones de qq), lo que podría generar un excedente de 1,3 millones de qq. La mayor oferta obtenida sería fruto de una mayor producción de caña, gracias a los mejores rendimientos productivos respecto a 2010 (por una menor adversidad climática). La reducción del precio del azúcar le permitió ser el producto con mayor incidencia negativa en la inflación en los meses de mayo y junio de 2011, contribuyendo a reducir la inflación de los alimentos procesados.

**GRÁFICO II.19: IPC AGROPECUARIO Y DE ALIMENTOS PROCESADOS**  
(Variación interanual, en porcentajes)



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

<sup>13</sup> Entre las acciones implementadas por el Ejecutivo pueden mencionarse a las importaciones y ventas directas del azúcar a la población, junto a las medidas de control al ocultamiento, especulación y contrabando de este producto. En virtud a los acuerdos alcanzados con el Gobierno, los ingenios azucareros también realizaron importaciones de azúcar. Asimismo, es importante destacar la implementación del Programa de Crédito Sectorial Cañero, que contó en su primera fase con Bs140 millones del Banco de Desarrollo Productivo (BDP) para créditos para la renovación y ampliación de cañaverales y la compra de maquinaria agrícola. El programa es ejecutado por el Banco Unión.

En lo que concierne a los precios de productos agropecuarios, el leve incremento registrado en los últimos meses es atribuible a factores estacionales, en algunos casos, y a los fenómenos climáticos que afectaron a productos específicos. Este fue el caso de la cebolla, cuya producción se vio afectada por excesivas precipitaciones pluviales en las principales zonas productoras y por las heladas que perjudicaron la producción en zonas del altiplano paceño.

Otros ítems con un alza de precios hacia fines del primer semestre de 2011, fueron la carne de pollo y el huevo de gallina, que aconteció por el descenso de temperaturas que incrementó los costos operativos de los avicultores. En el primer semestre del año, este sector fue bastante afectado por la volatilidad del precio de sus insumos, dada la menor producción de maíz en 2010 y el alza de sus precios internacionales. Estos mayores costos productivos, a su vez, se transmitieron a los precios finales de los productos avícolas.

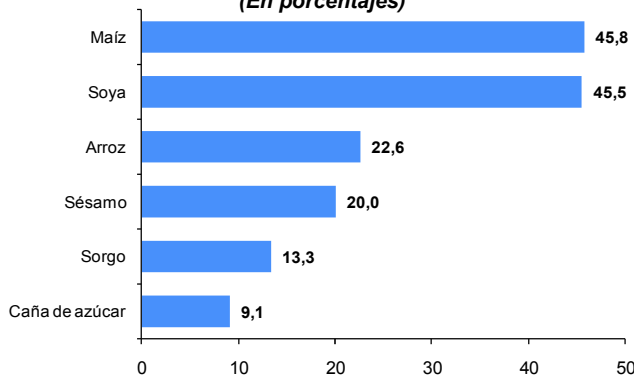
En tal sentido, considerando dicha vulnerabilidad sectorial, es pertinente destacar la suscripción de un acuerdo entre el Gobierno y las Industrias oleaginosas con el fin de garantizar un abastecimiento de insumos para los productores pecuarios a un precio preferencial, a la vez de incrementar las exportaciones de soya y sus derivados. Este abastecimiento contribuiría a mitigar la emergencia de presiones inflacionarias en el sector pecuario (avicultores, productores de leche, porcicultores, entre otros).

Como fuera anotado, el desempeño productivo del sector agropecuario tuvo un importante efecto sobre la inflación de alimentos. Los efectos climatológicos de El Niño y La Niña en 2010 afectaron sensiblemente la producción sectorial, limitando el abastecimiento de los mercados agrícolas y generando una elevación de precios. En efecto, en 2010 el PIB del sector agropecuario se redujo en 1,2%.

No obstante, en 2011 la dinámica ha sido diferente y el sector exhibió una recuperación de su producción. Este alcanzó un crecimiento del PIB cercano al 3% al primer trimestre de 2011, destacando los productos agrícolas industriales con una expansión de 5,6%.

Una muestra más específica de la recuperación sectorial corresponde al incremento de la superficie cultivada en la Campaña de Verano 2010/2011, que habría

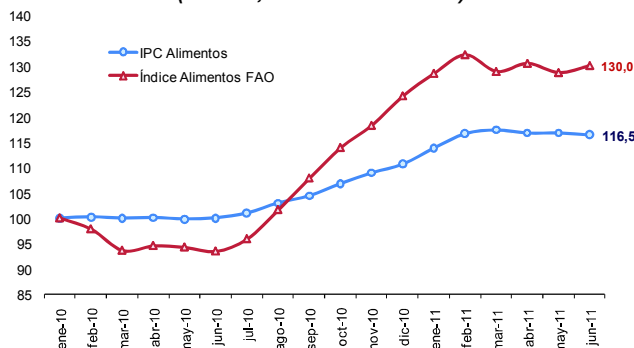
**GRÁFICO II.20: VARIACIÓN DEL VOLUMEN DE PRODUCCIÓN  
CAMPAÑA DE VERANO 2010-2011  
(En porcentajes)**



FUENTE: Cámara Agropecuaria del Oriente  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: Los datos son preliminares

alcanzado a 1,16 millones de hectáreas (14% de crecimiento respecto a la campaña anterior).<sup>14</sup> Con relación a los volúmenes, los rubros que registraron mayor incremento fueron el maíz (45,8%), la soya (45,5%) y el arroz (22,6%; Gráfico II.20). La mayor parte de la expansión de los volúmenes tuvo su origen en un repunte de los rendimientos productivos.

**GRÁFICO II.21: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS  
INTERNACIONALES Y NACIONALES DE ALIMENTOS  
(Índices, enero de 2010=100)**

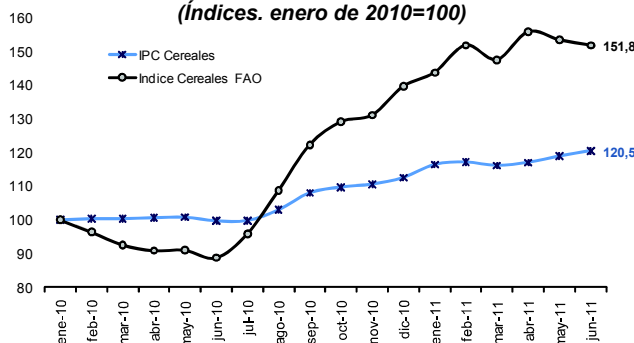


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Food and Agriculture Organization  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En 2011 la recuperación productiva sectorial puede consolidarse aún más, considerando la reciente promulgación de la Ley de Revolución Productiva Comunitaria Agropecuaria que contempla diversas políticas de fomento sectorial. También se destacó el Programa "Más inversión para el agua - Mi Agua", que destinó más de Bs400 millones para proyectos de riego a nivel municipal, siendo el riego uno de los principales determinantes de la productividad agrícola y pecuaria. Aparte de eventos de naturaleza estacional, la recuperación sectorial daría un impulso adicional al proceso de estabilización de la inflación en el transcurso del año.

Finalmente, con el propósito de enfatizar la importancia del alza de cotizaciones internacionales sobre la inflación doméstica de origen alimentario, es oportuno considerar las tendencias reflejadas en los Gráficos II.21 y II.22. El primero perfila la asociación existente entre el crecimiento del Índice de precios internacionales de alimentos de la FAO y el IPC alimentos. Por su parte, en el segundo se advierte a un nivel más específico el grado de asociación entre el Índice de precios de cereales de la FAO y el IPC de cereales local.

**GRÁFICO II.22: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS  
INTERNACIONALES Y NACIONALES DE CEREALES  
(Índices, enero de 2010=100)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Food and Agriculture Organization  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: El IPC Cereales considera a productos como el maíz y el trigo, junto a sus derivados

En ambos casos, se observa que la tendencia creciente de los precios internacionales precede al alza doméstica, siendo un indicio de la manera cómo empezaron a materializarse las presiones inflacionarias externas en los rubros alimenticios de la economía nacional. No obstante, es oportuno remarcar la diferencia en las trayectorias de crecimiento de los índices internacionales y locales, siendo la de estos últimos una más mesurada. Esta diferencia en los ritmos de crecimiento, puede ser atribuida a los efectos de la política cambiaria implementada por el BCB, y medidas aplicadas para controlar la inflación por el Órgano Ejecutivo.

<sup>14</sup> Datos de la Cámara Agropecuaria del Oriente.

### II.5.3 Expectativas de inflación

Los elementos anteriores (elevada inflación importada e inflación de alimentos), tuvieron repercusiones en la percepción de los agentes económicos, afectando la formación de sus expectativas sobre la evolución de la inflación. Esto se verifica al observar los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), con un incremento de la mediana de las expectativas de inflación anual desde agosto de 2010, que alcanzó un máximo de 10% en marzo de 2011 (Gráfico II.23). En el primer trimestre de 2011, el incremento infundado de las expectativas se tradujo en una expansión inusitada de la demanda de determinados artículos, escenario que fue aprovechado para implementar prácticas especulativas. Estos aspectos contribuyeron a generar episodios temporales de escasez de alimentos (siendo el caso referencial el del azúcar) y, en consecuencia, presiones adicionales sobre la inflación en dicho período.

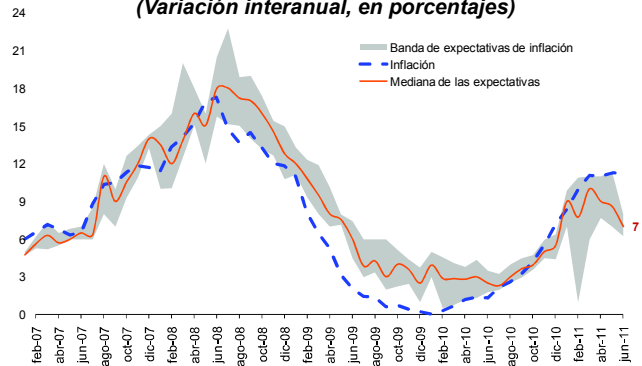
No obstante, en los últimos meses se advirtió un descenso de las expectativas inflacionarias hasta márgenes inferiores a los de la inflación anual, alcanzando en junio un nivel de 7%. Este descenso fue consistente y contribuyó a la estabilización de la inflación; el mismo tuvo lugar al internalizar los agentes los efectos de las políticas de abastecimiento del Órgano Ejecutivo, la recuperación productiva del sector agropecuario y las políticas del BCB.

### II.5.4 Incremento de los precios del transporte público

Finalmente, la elevación de las tarifas del servicio de transporte público, especialmente el urbano, repercutió en el incremento del IPC. La tasa de inflación anual del IPC del servicio de transporte público se incrementó en diciembre de 2010, para luego descender en enero de 2011. Sin embargo, la inflación de este rubro se acrecentó aceleradamente entre febrero y abril, para luego moderar su ascenso y, finalmente, anotar una tasa interanual de 15,3% en junio de 2011, superior en cerca de 4pp a la del IPC (Gráfico II.24).

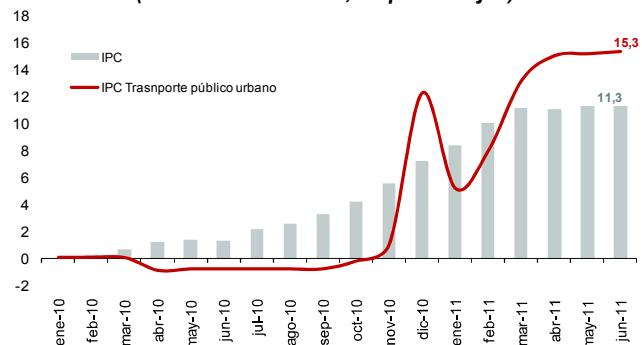
Un aspecto relevante a mencionar es que el incremento más significativo de la inflación en el servicio de transporte se dio en los meses siguientes después de abrogarse la medida aludida por el sector para ajustar sus tarifas. Ésta se refiere al Decreto Supremo N° 748, de fecha 26 de diciembre de 2010, que niveló los

**GRÁFICO II.23: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO<sup>1/</sup>**  
(Variación interanual, en porcentajes)



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

**GRÁFICO II.24: EVOLUCIÓN DE PRECIOS DEL RUBRO DE TRANSPORTE**  
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: El IPC Transporte público urbano considera a un subconjunto de servicios del IPC como el servicio de trufi, minibús, microbús, taxi por contrato, radiotaxi y mototaxi

precios de los combustibles con la intención de evitar su contrabando al exterior. No obstante, luego de un proceso de concertación y diálogo con las organizaciones sociales, la medida fue revertida con la abrogación del D.S.

Los ajustes tarifarios realizados desencadenaron procesos de especulación en los mercados minoristas y generaron efectos de segunda vuelta, en particular sobre los precios de los alimentos. Estos eventos, al considerar su efecto conjunto, influyeron en el comportamiento de la inflación total en 2011.

## III. Desempeño económico

*La actividad económica nacional mostró un importante repunte, apuntalada por el buen desempeño de actividades no extractivas como el transporte, almacenamiento y comunicaciones; servicios financieros y electricidad gas y agua, entre los más importantes. Destacó también la importante dinámica del sector hidrocarburífero, entre las actividades extractivas, por mayores exportaciones de gas. Por el lado del gasto el crecimiento continuó siendo apuntalado por la demanda interna, impulsado por la dinámica del consumo privado y la inversión total. El contexto externo favorable se tradujo en resultados positivos en la cuenta corriente y en la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos que derivaron en la acumulación de reservas internacionales alcanzando un nuevo récord de \$us10.751 millones a fines de junio.*

*Por su parte, el desempeño positivo del sistema financiero dio señales de estabilidad y profundización del mercado, especialmente el crédito al sector privado. Las medidas adoptadas para alentar el uso de la Moneda Nacional (MN) fueron efectivas, ya que se evidenció la continuidad del proceso de bolivianización financiera incluso en operaciones de largo plazo. En este contexto, se observaron mayores crecimientos de los agregados monetarios que incluyen sólo operaciones en MN; mientras que el crecimiento de los agregados más amplios se mantuvo en niveles moderados en congruencia con sus fundamentos de largo plazo.*

### III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

El crecimiento del PIB del E.P. de Bolivia mostró un importante repunte. En efecto, al primer trimestre de 2011 la producción agregada creció en 5,7%, superior en 2,5pp al observado en similar período de 2010, como resultado de un incremento en la dinámica de la mayoría de las actividades económicas, el crédito al sector privado y un contexto externo favorable, en

el cual los principales socios comerciales mostraron importantes avances en su actividad.

**III.1.1 Actividad económica**

En el primer trimestre de 2011, fue importante el desempeño de las actividades no extractivas, destacando el sector de transporte y comunicaciones con un avance de 7,6% y una incidencia en el crecimiento del PIB de 0,8pp, debido tanto a los crecientes envíos de carga y flujo de pasajeros a nivel interdepartamental por vía terrestre y aérea, como a las ventas de hidrocarburos (transporte por ductos) a los mercados interno y externo (Cuadro III.1). Otra actividad importante fue establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas (6% de crecimiento y 0,7pp de incidencia) alentada por una creciente actividad de intermediación, donde se distinguen tanto la producción imputada (la intermediación en sí) y la secundaria (servicios de asesoramiento), en un contexto de mayor profundización de las actividades de crédito y depósitos por las políticas implementadas y la confianza del público en el sistema financiero.

Por su parte, la actividad electricidad, gas y agua mostró un importante repunte (8,9%) por una mayor provisión de energía eléctrica y agua potable. En lo que respecta a la construcción, este sector creció en 8,2% destacando las inversiones públicas y privadas en infraestructura y residencias. Se espera que esta actividad muestre mayores avances en el segundo semestre, donde usualmente las instituciones públicas ejecutan una mayor cantidad de proyectos presupuestados.

También cabe destacar la importante recuperación del sector agropecuario (2,7% de crecimiento) debido sobre todo a la mayor dinámica de productos agrícolas industriales, aunque los artículos no industriales también mejoraron su desempeño gracias a las acciones llevadas a cabo por el Órgano Ejecutivo, en el marco de la estrategia de seguridad alimentaria y de mejoramiento del riego. El resto de las actividades no extractivas mostraron incidencias acordes con su comportamiento histórico.

En lo que concierne a las actividades extractivas no renovables, destaca el buen comportamiento del sector de hidrocarburos cuyo crecimiento interanual superó el 15%, aportando con 0,9pp a la variación del PIB. Al

**CUADRO III.1 CRECIMIENTO E INCIDENCIAS ACUMULADAS POR ACTIVIDAD ECONÓMICA (En porcentajes)**

	Crecimiento		Incidencias	
	T1-10p	T1-11p	T1-10p	T1-11p
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>3,22</b>	<b>5,72</b>	<b>3,22</b>	<b>5,72</b>
Impuestos indirectos	-6,02	17,41	-0,63	1,67
<b>PIB a precios básicos</b>	<b>4,31</b>	<b>4,49</b>	<b>3,85</b>	<b>4,06</b>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	-0,57	2,70	-0,08	0,37
Petróleo crudo y gas natural	7,91	15,08	0,44	0,87
Minerales metálicos y no metálicos	1,35	2,29	0,09	0,16
Industria manufacturera	4,60	2,44	0,73	0,39
Electricidad, gas y agua	5,73	8,88	0,10	0,16
Construcción	9,15	8,18	0,17	0,16
Comercio	4,50	3,92	0,37	0,32
Transporte y comunicaciones	5,24	7,56	0,56	0,82
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas	5,28	5,95	0,64	0,74
Servicios de la administración pública	7,94	3,46	0,71	0,33
Otros servicios	3,04	2,81	0,22	0,21
Servicios bancarios imputados	2,73	12,09	-0,11	-0,47
PIB pb act.extractivas	4,26	8,16	0,59	1,13
PIB pb actividades no extractivas	3,07	5,38	3,26	2,93

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

respecto, los volúmenes de producción de gas natural mostraron niveles superiores a los observados en el pasado. Asimismo, la producción de petróleo registró una reversión de su tendencia decreciente experimentada en los últimos años. En efecto, la producción de gas natural al mes de mayo de 2011 alcanzó los 41,64 millones de metros cúbicos por día (MMm3/d), registrando un incremento de 4,14MMm3/d (11,04% de crecimiento) respecto al observado en similar periodo de 2010 (37,5MMm3/d; Gráfico III.1). Acorde con la extracción de gas, la producción de petróleo crudo y condensado alcanzó los 1,01 millones de barriles por mes (MMBbl/m), nivel ligeramente por encima del observado entre enero y mayo de 2010.

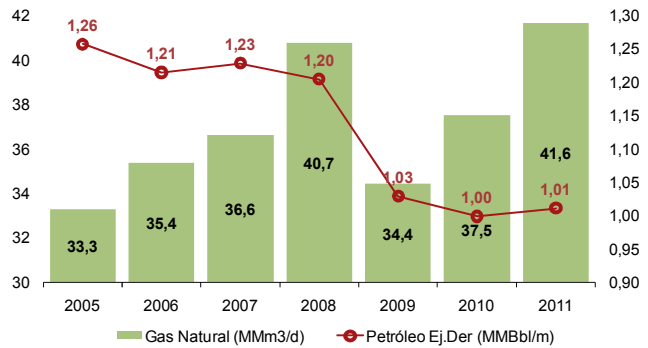
El mercado externo es el principal destino del gas natural y consecuentemente el que determina la dinámica en la producción. A partir de mayo de 2010, las nominaciones realizadas por la Argentina tuvieron un rol importante para determinar las oscilaciones en las exportaciones, que hasta entonces eran fundamentalmente atribuidas a la demanda del Brasil.

En este mismo periodo los volúmenes exportados de gas natural alcanzaron los 32,52MMm3/d, cuando en similar periodo de 2010 se exportó 29,03MMm3/d. Este incremento de 3,49MMm3/d (12% de variación) responde a la mayor demanda de gas natural por parte de la Argentina (60,2%), hecho consistente con la firma de la Adenda al Contrato de Exportación con ENARSA. Adicionalmente, las nominaciones realizadas por el Brasil bajo el contrato GSA se incrementaron en 3,47%, ligero incremento que tiene concordancia con el dinamismo del sector industrial de la economía brasileña.

Los mejores precios y mayores volúmenes se reflejaron en un aumento del valor del gas natural exportado, que alcanzó los \$us1.280 millones, \$us303 millones por encima del observado en similar periodo de 2010 (Gráfico III.2).

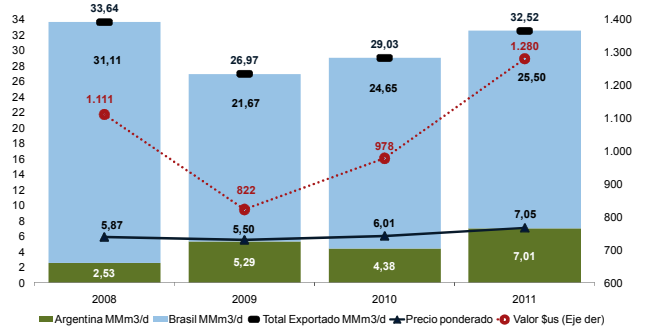
Por su parte, la minería creció en 2,3% mostrando un repunte con relación a similar período de 2010 (1,4%) gracias a incrementos importantes en la producción de plomo (15%), cobre (12,9%) y oro (4,3%). En el primer caso, contribuyó fuertemente la minería mediana resaltando la producción de la mina San Cristóbal, no obstante los problemas de paros que reincidieron durante la gestión. En el caso del cobre y el oro, se observaron avances en la producción de la minería chica, cooperativa y Corporación Minera de de Bolivia (COMIBOL) (Gráfico III.3).

**GRÁFICO III.1**  
**PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL Y PETRÓLEO<sup>1/</sup>**  
**AL MES DE MAYO DE CADA GESTIÓN**  
**(En MMm3/d y MMBbl/m)**



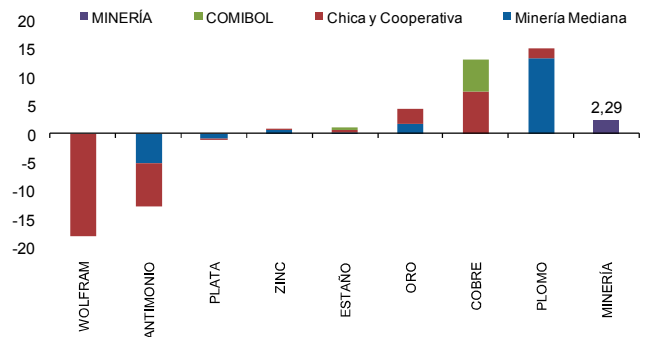
FUENTE: YPFB  
ELABORACIÓN: APEC-BCB  
NOTA: <sup>1/</sup> La producción de petróleo no incluye la producción de gasolina natural.

**GRÁFICO III.2: INGRESOS, VOLUMEN Y PRECIO PONDERADO<sup>1/</sup>**  
**DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL (ENERO-MAYO)**  
**(En \$us/MMBTU, \$us/BBI, MMm3/d y MM de \$us)**



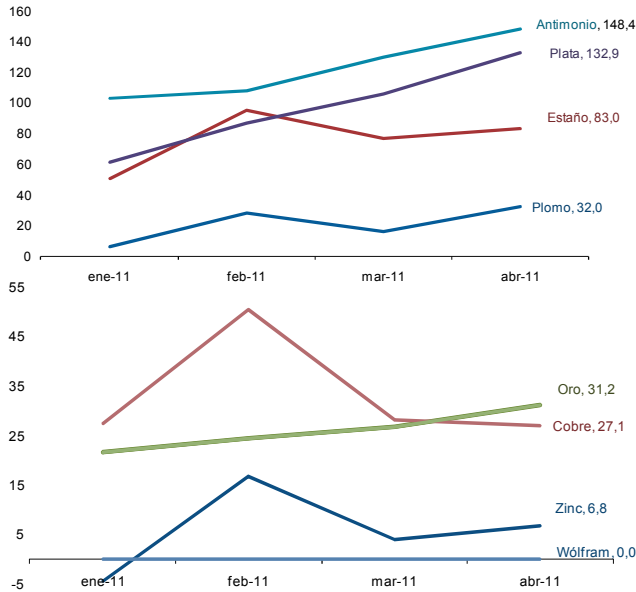
FUENTE: YPFB y Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> El precio es referencial, ya que no considera ningún ajuste que permita homogeneizar las diferencias en las nominaciones: en el contrato con el Brasil se expresan a 680f base saturada y con la Argentina a 600f base seca

**GRÁFICO III.3: CRECIMIENTO DE LA MINERÍA AL PRIMER TRIMESTRE DE 2011**  
**(Variación acumulada, en porcentaje)**



FUENTE: Ministerio de Minería y Metalurgia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO III.4: COTIZACIONES OFICIALES DE MINERALES**  
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Ministerio de Minería y Metalurgia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

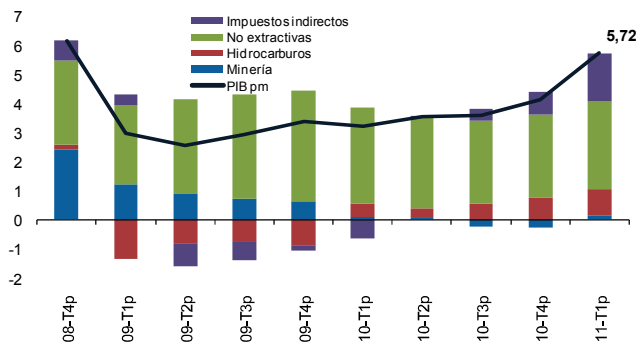
Por otro lado, se registraron retrocesos en la producción de wólfram y antimonio (-17,9% y -12,7% respectivamente), sobre todo por menores volúmenes de producción de la minería chica, aunque su incidencia en el valor de la producción minera total no es significativo.

En lo que respecta a las cotizaciones, se observaron importantes incrementos, principalmente en el caso del antimonio (148,4%), la plata (132,9%), el estaño (83,0%) y el plomo (32,0%). Los demás minerales registraron crecimientos igualmente significativos, como es el caso del oro (31,2%),<sup>15</sup> el cobre (27,1%) y el zinc (6,8%; Gráfico III.4). Estos avances se debieron sobre todo a que las economías emergentes, principalmente del continente asiático, continuaron incrementando su demanda en virtud a su destacable desempeño productivo.

En suma, el desempeño de las actividades no extractivas apuntaló el crecimiento económico con una incidencia de 2,9pp. También contribuyó el repunte de las actividades extractivas no renovables (1,13pp de incidencia) debido a la mayor producción y ventas de hidrocarburos al mercado externo (Gráfico III.5).

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

**GRÁFICO III.5 INCIDENCIAS DE LAS ACTIVIDADES EXTRACTIVAS NO RENOVABLES Y NO EXTRACTIVAS EN LA VARIACIÓN ACUMULADA**  
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTAS: (p) Cifras preliminares  
(pm) precios de mercado

Al primer trimestre de 2011, el crecimiento fue impulsado por la demanda interna. En efecto, la misma señaló una contribución de 7pp, siendo el consumo privado el componente con mayor incidencia a su interior (3,7pp). También cabe resaltar la incidencia de la inversión (2,9pp), apuntalada por proyectos públicos y privados sobre todo en infraestructura. Al respecto, la inversión del sector privado estaría señalando un crecimiento sostenido y coincidente con el incremento

<sup>15</sup> En abril de 2011 se registró una cotización máxima histórica de \$us1.455 la onza troy (\$us/OT).

de la cartera del sistema financiero, principalmente desde el segundo trimestre de 2009 (Gráfico III.6).

En este contexto, se evidenció un repunte de la contribución de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) privada al crecimiento económico del país, gracias al incremento de los últimos trimestres (Gráfico III.7). Sin embargo, la inversión pública mostró mayores contribuciones; en efecto, la misma aportó en promedio trimestral desde 2006 con 0,8pp, en contraste con la privada que registró una incidencia promedio de 0,5pp.

En lo que concierne al consumo público, éste presentó un crecimiento e incidencia concordantes con su comportamiento reciente y en línea con el manejo prudente de la política fiscal (Cuadro III.2).

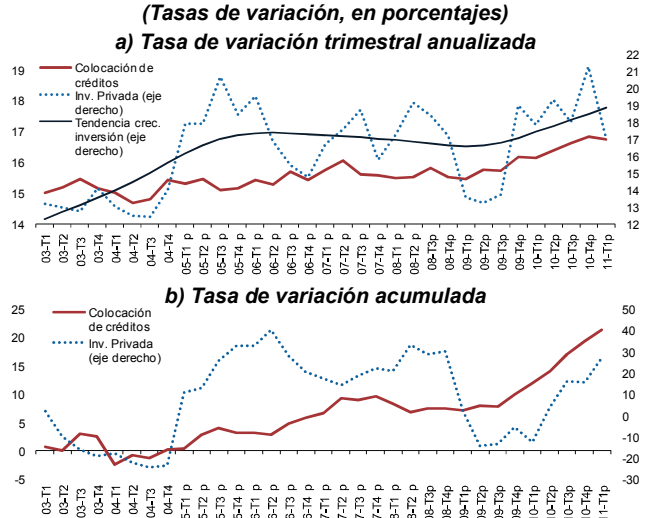
Consecuentemente, el aporte de la demanda interna al primer trimestre de 2011 superó en 5,5pp al de similar periodo de 2010, reflejando un mayor efecto de las medidas económicas tendientes a impulsar la absorción doméstica (Gráfico III.8).

**III.2 BALANZA DE PAGOS**

El desempeño positivo de la economía mundial determinó un superávit en la balanza de pagos de \$us635 millones en el primer trimestre. Este resultado se explica por el balance positivo en cuenta corriente de \$us187 millones (0,8% del PIB anual estimado) y el superávit en la cuenta capital y financiera de \$us726 millones (3,1% del PIB), compensado por errores y omisiones (Cuadro III.3).

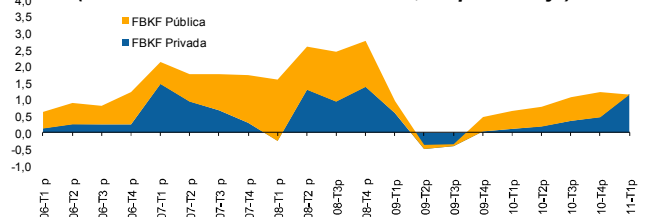
El superávit en la cuenta corriente fue resultado, principalmente, del crecimiento de las remesas de trabajadores en el exterior y de una balanza comercial positiva tanto por mayores volúmenes de exportación como por el incremento de sus valores unitarios que se tradujo en una mejora de los términos de intercambio de 7,7%. Por su parte, en el resultado de la cuenta capital y financiera destaca el superávit del sector privado de \$us650 millones, explicado principalmente por los mayores flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), inversión de cartera y deuda privada de mediano y largo plazo. La IED bruta fue destinada principalmente al sector de hidrocarburos (33%) y al sector industrial (43%).

**GRÁFICO III.6 INVERSIÓN PRIVADA Y CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: Tendencia estimada mediante el filtro Hodrick-Prescott

**GRÁFICO III.7: FBKF PÚBLICA Y PRIVADA Y CRECIMIENTO DEL PIB**  
 (Incidencias en la variación anual, en porcentaje)



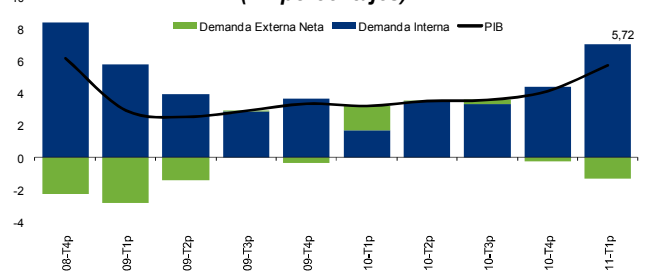
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: (p) Cifras preliminares

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

	Crecimiento		Incidencia		
	T1-10p	T1-11p	T2-08	T1-10p	T1-11p
<b>PIB</b>	3,2	5,7	6,7	3,2	5,7
<b>Consumo</b>	3,3	5,0	4,7	2,8	4,2
Público	3,5	4,3	0,4	0,4	0,4
Privado	3,3	5,1	4,3	2,5	3,7
<b>Inversión</b>	-7,2	20,6	2,1	-1,1	2,9
Variación de existencias	-	-	-0,5	-1,8	1,7
<b>FBKF</b>	4,6	7,9	2,6	0,7	1,2
Pública	22,2	2,0	1,1	1,5	0,1
Privada	14,2	-6,2	0,7	0,9	-0,4
<b>Exportaciones netas</b>	738,7	-78,0	-0,1	1,5	-1,3
Exportaciones	13,7	3,5	4,4	4,3	1,2
Importaciones	8,8	7,7	4,5	2,7	2,5
<b>Demanda interna</b>	1,7	7,2	6,8	1,7	7,0

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

**GRÁFICO III.8: CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS ACUMULADAS**  
 (En porcentajes)



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

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

DESCRIPCIÓN	Enero - Marzo			Variación	
	2009	2010 p	2011 p	Absoluta	Relativa (%)
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	<b>152,6</b>	<b>234,9</b>	<b>186,7</b>	<b>-48,2</b>	<b>-20,5</b>
1. Balanza Comercial	25,9	158,6	133,6	-25,1	-15,8
Exportaciones FOB	1.087,7	1.326,7	1.699,3	332,6	25,1
d/c gas natural	548,5	579,7	777,3	197,7	34,1
Importaciones CIF	1.061,9	1.168,1	1.525,7	357,6	30,6
2. Servicios	-38,2	-53,7	-54,8	-1,1	-2,1
3. Renta (neta)	-145,4	-120,8	-168,8	-48,0	-39,7
4. Transferencias	310,2	250,8	276,7	25,9	10,3
<b>II. CUENTAS CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>-16,4</b>	<b>241,0</b>	<b>725,8</b>	<b>484,8</b>	<b>201,2</b>
1. Sector Público	-8,7	57,5	76,1	18,6	32,4
2. Sector Privado	-7,8	183,5	649,7	465,2	254,1
d/c Inversión extranjera directa (neta)	134,3	51,0	199,2	148,3	290,7
Inversión de cartera	-162,7	106,1	324,6	216,4	205,8
Deuda privada neta de mediano y largo plazo <sup>1/</sup>	-27,4	-18,6	136,2	154,8	833,4
<b>III. ERRORES Y OMISSIONES</b>	<b>-132,5</b>	<b>-502,9</b>	<b>-277,0</b>	<b>225,9</b>	<b>44,9</b>
<b>IV. BALANCE GLOBAL (I+II+III)</b>	<b>3,7</b>	<b>-27,0</b>	<b>635,4</b>	<b>662,4</b>	<b>2.449,0</b>
<b>IV. TOTAL FINANCIAMIENTO (A)</b>	<b>-3,7</b>	<b>27,0</b>	<b>-635,4</b>	<b>662,4</b>	<b>2.449,0</b>
A. Reservas Internacionales Netas BCB (aumento-) <sup>2/</sup>	-3,7	27,0	-635,4	662,4	2.449,0
<b>Items pro memoria:</b>					
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	0,9	1,2	0,8		
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	-0,1	1,2	3,1		
Saldo de reservas brutas (RB) BCB (en millones de \$us)	7.762,2	8.448,5	10.484,9	2.036,4	24,1
RB en meses de importaciones	19,0	18,7	18,2	-0,4	-2,4

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica  
 NOTAS: <sup>1/</sup> Reservas Internacionales Netas. Se considera tipo de cambio fijo para el DEG, euro y precio fijo del oro  
 (p) Cifras preliminares

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

DESCRIPCIÓN	Enero - Mayo			Variación (%)	
	2009 <sup>p</sup>	2010 <sup>p</sup>	2011 <sup>p</sup>	2010/2009	2011/2010
BALANZA COMERCIAL	108,8	289,5	318,3	166,0	9,9
Exportaciones FOB	1.852,4	2.333,4	2.946,0	26,0	26,3
Importaciones CIF	1.743,6	2.043,9	2.627,8	17,2	28,6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: (p) Cifras preliminares, que en el caso de las exportaciones no corresponden a la actualización del INE disponibles al cierre del presente Informe.

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

DESCRIPCIÓN	Enero - Mayo			Variación (%)	
	2009 <sup>p</sup>	2010 <sup>p</sup>	2011 <sup>p</sup>	2010/2009	2011/2010
Minerales	603,4	956,5	1.256,7	58,5	31,4
Hydrocarburos	908,5	1.066,6	1.416,1	17,4	32,8
Gas natural	868,1	1.024,1	1.327,1	18,0	29,6
No tradicionales	505,5	586,8	593,8	16,1	1,2
Total Exportaciones CIF	2.017,4	2.609,8	3.266,6	29,4	25,2
Total Exportaciones FOB	1.852,4	2.333,4	2.946,0	26,0	26,3

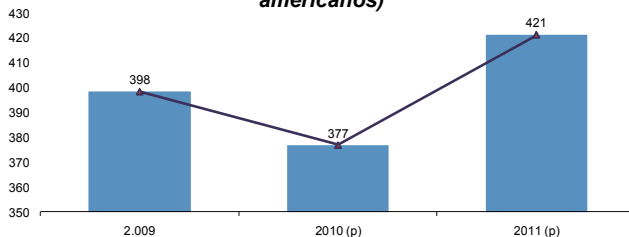
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: (p) Cifras preliminares, que en el caso de las exportaciones no corresponden a la actualización del INE disponibles al cierre del presente Informe.

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

DESCRIPCIÓN	Enero - Mayo			Variación (%)	
	2009 <sup>p</sup>	2010 <sup>p</sup>	2011 <sup>p</sup>	2010/2009	2011/2010
Bienes de consumo	327,3	388,2	568,1	18,6	46,3
Bienes intermedios	885,9	1.070,4	1.389,1	20,8	29,8
Bienes de capital	508,1	547,7	656,8	7,8	19,9
Diversos	22,2	37,6	13,8	69,3	-63,3
Total Importaciones CIF	1.743,6	2.043,9	2.627,8	17,2	28,6

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

**GRÁFICO III.9: REMESAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR**  
(Acumuladas a mayo de cada año, en millones de dólares americanos)



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

Con información más reciente que abarca el periodo enero-mayo de 2011, se confirma el resultado positivo en la balanza comercial. En efecto, el superávit observado fue de \$us318 millones, superior en 9,9% al registrado en similar periodo de 2010 (Cuadro III.4).

Las exportaciones FOB totalizaron \$us2.946 millones, 26,3% más altas respecto a las de similar periodo de 2010. Este crecimiento fue resultado de mayores volúmenes y precios, siendo el más dinámico el sector de hidrocarburos, seguido de minerales y productos no tradicionales (Cuadro III.5).

Las importaciones CIF a mayo alcanzaron a \$us2.628 millones, registrando un aumento de 28,6% respecto a las de similar periodo del año anterior. Se observaron incrementos en todos los rubros de importación (Cuadro III.6). Es importante destacar que el 78% del valor importado correspondió a bienes intermedios y de capital, destinados principalmente a la industria, contribuyendo al crecimiento de la actividad económica.

Por su parte, las remesas de trabajadores también contribuyeron al incremento de RIN, alcanzando \$us421 millones en el periodo enero-mayo de 2011, lo que representa un aumento de 11,7% respecto a las de similar periodo de 2010 (Gráfico III.9).

De esta manera el resultado de las cuentas externas se reflejó en el incremento de las RIN, cuyo saldo al 30 de junio de 2011 de \$us10.751 millones se constituyó en un nuevo récord, el cual permite cubrir 16 meses de importaciones de bienes y servicios, muy por encima del convencional de 3 meses. En porcentajes del PIB (48,4%) representa uno de los más altos del mundo.

### III.3 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Durante el primer semestre de 2011 el sistema financiero <sup>16</sup> continuó registrando resultados positivos. En efecto, se incrementó el ahorro de las familias, se colocaron recursos al sector privado no financiero y aumentaron los ratios de bolivianización de depósitos

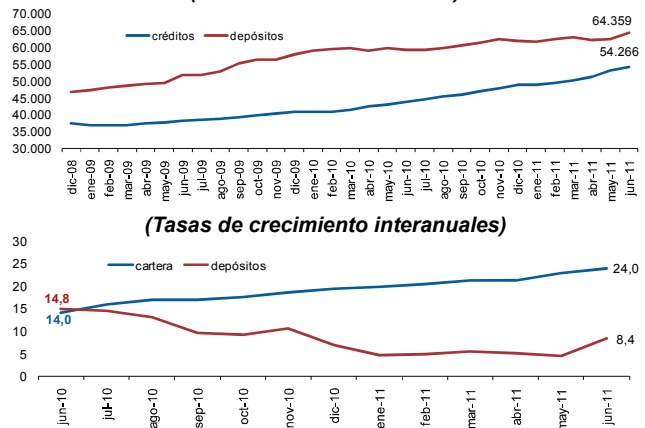
<sup>16</sup> Compuesto por bancos comerciales, mutuales de ahorro y préstamo, cooperativas de ahorro y crédito y fondos financieros privados.

y cartera. Los indicadores de solvencia, rentabilidad y liquidez continuaron dando señales de un sistema financiero sólido, estable y cada vez más profundo que apoya el crecimiento económico.

Los depósitos alcanzaron un saldo de Bs64.359 millones a fines de junio de 2011 (Gráfico III.10). Cabe destacar que luego de haber mantenido una tasa de crecimiento promedio de 5,5%, se observó mayor dinamismo en los depósitos al final del semestre, cerrando con un crecimiento interanual de 8,4%. Este comportamiento responde en parte al incremento de las tasas de rendimiento de los títulos de regulación monetaria que a su vez se reflejaron en repuntes de las tasas pasivas, haciendo más atractivos los depósitos (Gráfico III.11). Por su parte, el crédito al sector privado reportó un alto dinamismo con un crecimiento interanual al cierre del semestre de 24,0% (Bs54.266 millones) que, de acuerdo al análisis realizado en la sección III.1, se estaría reflejando en una mayor inversión privada.

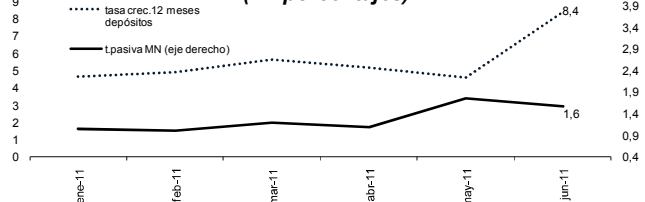
El crecimiento de la cartera mayor al de las captaciones, redujo la brecha entre ambos a Bs10.093 millones, luego de que a comienzos de la gestión pasada alcanzara a Bs18.553 millones. Las políticas, al mismo tiempo que regularon la liquidez, no interrumpieron el crédito dirigido a actividades de emprendimiento productivo, favoreciendo las colocaciones en MN.<sup>17</sup> En términos del PIB, el crédito y los depósitos registraron importantes participaciones (35,5% y 42,1%, respectivamente). Respecto a junio de 2010, destaca el avance en la profundización del sistema financiero por actividades crediticias, sin que haya implicado presiones inflacionarias adicionales (Gráfico III.12). Por su parte, la profundización por depósitos presenta una leve disminución respecto a junio de 2010 en 1pp, debido principalmente al crecimiento nominal del PIB mayor al crecimiento observado de los depósitos.<sup>18</sup>

**GRAFICO III.10: CRÉDITO Y DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(Saldos en millones de Bs)



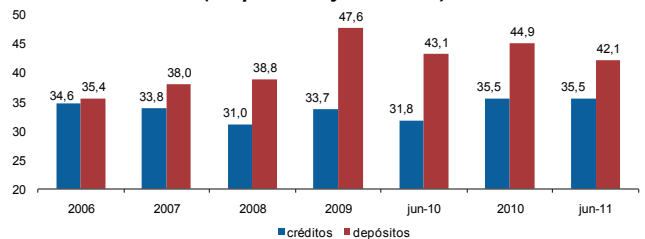
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACION: BCB- Asesoría de Política Económica

**GRAFICO III.11: TASAS PASIVA PROMEDIO EN MN VS CRECIMIENTO INTERANUAL DE DEPÓSITOS**  
(En porcentajes)



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

**GRAFICO III.12: PROFUNDIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(En porcentajes del PIB)

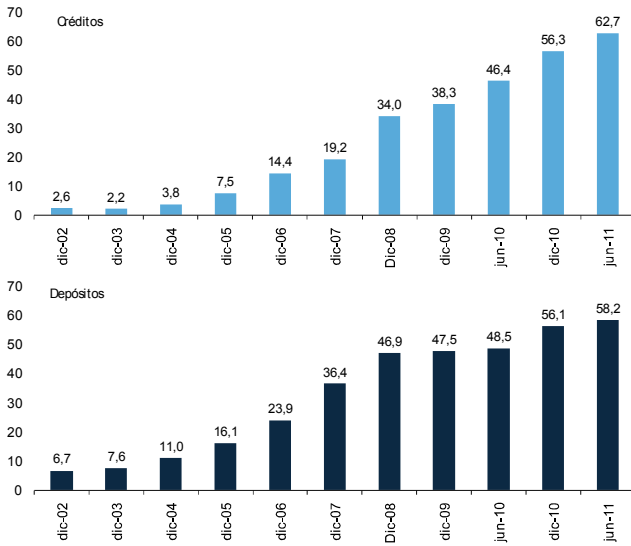


FUENTE: ASFI - INE - BCB  
ELABORACION: BCB- Asesoría de Política Económica

<sup>17</sup> Moneda nacional + unidad de fomento de vivienda.

<sup>18</sup> Asimismo, destacan dentro del ahorro de las familias, los incrementos de los derechos futuros de las personas sobre las compañías de seguros (seguros de vida) y de los fondos de pensiones (aportes de jubilación), que a finales de junio, en conjunto, registraron un saldo de Bs44.261 millones, mostrando un crecimiento de 16% en doce meses.

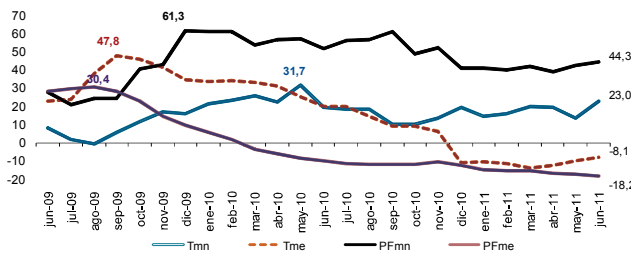
**GRAFICO III.13: BOLIVIANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO (En porcentajes)**



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

El crecimiento observado en la intermediación financiera es explicado por el aumento de las operaciones en MN. A finales de junio, el crédito en MN registró una tasa de crecimiento interanual de 69,4% frente a una caída del crédito en ME de 12%. Por su parte, los depósitos en MN se incrementaron en 29,9% mientras que los depósitos en ME cayeron en 12,2%. De esta manera, continuó el avance del proceso de bolivianización en las operaciones del sistema financiero. La participación de la MN en los créditos y depósitos aumentó al final del semestre hasta alcanzar 62,7% y 58,2%, respectivamente (Gráfico III.13). Las políticas implementadas durante el semestre dieron continuidad al proceso. La política monetaria, a través de reformas en el encaje legal, generó mayores incentivos a las operaciones en bolivianos y la política cambiaria jugó también un rol preponderante continuando con las apreciaciones del boliviano iniciadas en noviembre de 2010.

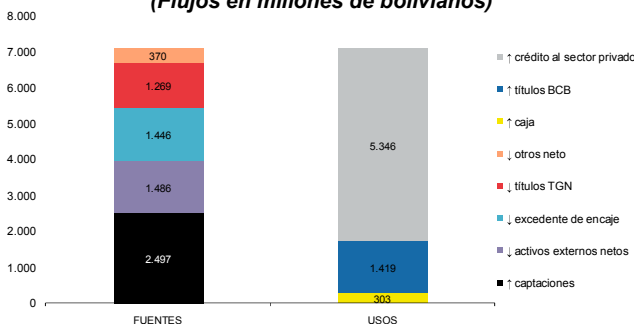
**GRAFICO III.14: DEPÓSITOS TRANSACCIONALES vs DEPÓSITOS A PLAZO FIJO, POR MONEDA (Tasas de variación interanual)**



ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica  
NOTA: T: Depósitos transaccionales (vista y caja de ahorro); PF: depósitos a plazo fijo

En depósitos también destaca el alargamiento de plazos que refleja un incremento en la confianza del público en el sistema financiero. En plazo fijo en MN se registró, al final del semestre, un importante crecimiento interanual (44,3%; Gráfico III.14). Asimismo, la participación de los depósitos a plazo fijo mayores a un año aumentó de 75,5% a finales de 2010 a 78,2% a fines de junio, habiéndose incrementado el plazo promedio a 852 días, 25 más que al cierre de 2010. Este aumento de plazos determinó una reducción en el grado de liquidez en el portafolio de los depositantes generando mayor rentabilidad para éstos.

**GRAFICO III.15: FUENTES Y USOS DE RECURSOS DEL SISTEMA FINANCIERO EN EL PRIMER SEMESTRE 2011 (Flujos en millones de bolivianos)**



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

El diseño de las medidas económicas adoptadas se ha sustentado en consideraciones particulares de nuestra realidad económica y social, teniendo como resultado una moneda más estable, que goza de mayor credibilidad incluso en operaciones de largo plazo.

Los mayores fondos disponibles del sistema provinieron principalmente de las captaciones del público, la utilización del excedente de encaje, la repatriación de recursos del exterior y la redención de títulos del Tesoro General del Estado (TGE - Gráfico III.15). Los recursos se destinaron mayormente al crédito al sector privado y también a la adquisición de títulos de regulación monetaria. De esta forma, el retiro de liquidez realizado por el BCB no fue en una magnitud que haya impedido

el crecimiento de la cartera al sector privado. Este resultado fue posible por la complementación del sector público que acumuló recursos en el BCB.

La fortaleza del sistema financiero continuó durante el semestre, con indicadores que denotan su buena salud y elevada capacidad para continuar intermediando recursos. En efecto, el sistema presenta una elevada calidad de cartera (baja morosidad), un ratio de Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) mayor al que exige la normativa, una alta rentabilidad y liquidez adecuada (Cuadro III.7).

#### III.4 AGREGADOS MONETARIOS

Acorde con la orientación de la política monetaria, en el semestre se registró una desaceleración sustancial del crecimiento de la base monetaria, debido a la caída de las reservas bancarias en el BCB (Cuadro III.8). En el mismo sentido, las tasas de crecimiento de los agregados más amplios se mantuvieron en niveles moderados en congruencia con sus fundamentos de largo plazo, lo que estaría indicando que no existe un exceso de oferta de dinero en la economía. En efecto, el dinero en sentido amplio (M<sup>3</sup>) registró una tasa de crecimiento de aproximadamente 13% al cierre del semestre (Gráfico III.16).

La continuación del proceso de bolivianización determinó mayores crecimientos de la emisión y de los agregados monetarios que incluyen sólo operaciones en MN. Adicionalmente, en el caso de la emisión, el salto en la tasa de crecimiento observado en diciembre de 2010 se debió principalmente a la corrida de depósitos que generó mayor demanda de circulante en MN. Por último, también se observó el aumento de la preferencia por activos en MN menos líquidos, reflejada en una expansión del M3, la mayor registrada desde abril de 2010.

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

	2006	2007	2008	2009	jun-10	2010	jun-11
Pesadez de Cartera (%)	8,7	5,6	4,3	3,5	3,1	2,2	1,9
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	13,3	12,6	13,7	13,3	13,3	11,9	12,4
ROE	13,3	21,2	20,3	20,6	16,4	17,3	16,9
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	33,9	35,2	43,3	48,0	42,8	39,0	34,7

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

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**CUADRO III.8: TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS**

(Variaciones a doce meses, en porcentajes)

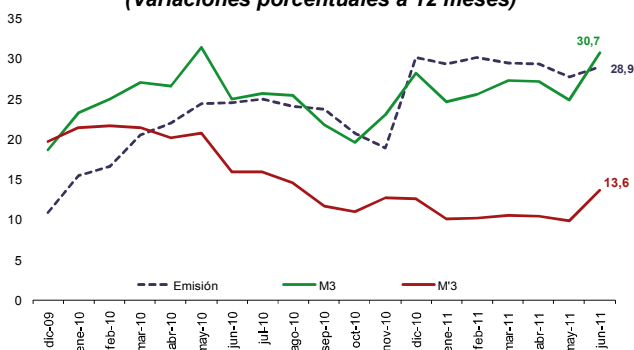
	dic-09	mar-10	jun-10	dic-10	jun-10	jun-11
Base monetaria	32,6	60,1	42,1	10,2	42,1	4,2
Emisión monetaria	10,8	20,9	24,5	30,1	24,5	28,9
M1	14,7	22,7	22,4	28,0	22,4	27,4
M1	18,1	23,0	22,6	22,9	22,6	22,5
M2	12,2	21,5	19,8	25,1	19,8	27,1
M2	18,0	23,3	19,8	14,3	19,8	16,2
M3	18,7	26,3	24,9	28,2	24,9	30,7
M3	19,7	19,8	16,0	12,5	16,0	13,6

FUENTE: Autoridad de Fiscalización y Control Social de Pensiones y Seguros

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: (p) Cifras preliminares al 30 de junio

**GRAFICO III.16: EVOLUCIÓN DE EMISIÓN, M3, M<sup>3</sup> y M<sup>3</sup>**  
(Variaciones porcentuales a 12 meses)



FUENTE: Autoridad de Fiscalización y Control Social de Pensiones y Seguros

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: (p) Cifras preliminares al 30 de junio de 2011



## IV. Políticas del Banco Central de Bolivia

*Las políticas del BCB se caracterizan por mitigar los efectos adversos de los ciclos económicos. A principios de 2010 y frente al progresivo aumento de los precios de los productos básicos de exportación, mejora en los ingresos de origen externo y la tendencia creciente de la inflación importada, el Ente Emisor inició el retiro de los impulsos monetarios, incrementando la oferta de títulos de regulación monetaria y modificando la norma de encaje legal. A fines de dicha gestión, esta política fue coadyuvada con el reinicio de las apreciaciones del boliviano para mitigar la inflación importada.*

*En el primer semestre de 2011, el BCB decidió mantener la orientación contractiva de sus políticas en respuesta a la permanencia de los factores señalados, además de la alta liquidez del sistema financiero y las perspectivas para el crédito interno neto. En este periodo continuó el incremento de la oferta de títulos de regulación monetaria así como la apreciación del boliviano. De esta manera, la liquidez del sistema bancario fue cada vez menor y la inflación se desaceleró a partir de marzo. Asimismo, continuaron las alzas moderadas de las tasas de interés en el mercado monetario y, consecuentemente, en el de intermediación financiera. Igualmente, entraron en vigencia las modificaciones al encaje legal aprobadas en noviembre de 2010 y además fueron introducidas otras nuevas disposiciones al respecto. Los cambios se orientaron a regular la liquidez e incentivar el uso de la moneda nacional, sin que esto afecte a la dinámica del crédito, especialmente al sector productivo.*

*Durante el semestre también se implementaron otras medidas para el control de la inflación, entre las que destacan las llevadas a cabo por el Órgano Ejecutivo y la política comunicacional y educativa del BCB.*

## **IV.1 POLÍTICA MONETARIA**

Las políticas del BCB, en el marco de la coordinación con el Órgano Ejecutivo, se caracterizan por su orientación contracíclica, lo cual implica mitigar los efectos negativos de los ciclos económicos.

Después de la orientación expansiva para apuntalar el dinamismo de la actividad económica, en un contexto caracterizado por la crisis económica global, el BCB inició en 2010 el retiro gradual de los estímulos monetarios frente a mayores ingresos de origen externo, el aumento de los precios de los productos básicos de exportación, mayor inflación importada y alta liquidez del sistema financiero.

Durante el primer semestre de 2011 continuó la orientación contractiva de la política monetaria. Entre las principales medidas de política monetaria que el BCB adoptó, destacan: la regulación de la liquidez con una oferta creciente de títulos en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), el incremento del encaje legal requerido en Moneda Extranjera (ME) para entidades financieras y el impulso a las OMA directas. Se estimuló la demanda de títulos en MN con el aumento gradual de tasas de interés en todos los plazos. Estas medidas, al mismo tiempo que coadyuvaron a regular la liquidez de la economía, apoyaron a la consolidación del proceso de bolivianización.

### ***IV.1.1 El Programa Monetario***

El Programa Monetario refleja las políticas específicas del BCB orientadas al cumplimiento del objetivo asignado por la CPE de Bolivia y la Ley 1670, el cual es mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, a través de una inflación baja y estable, para contribuir al desarrollo económico y social del país.

A inicios de la gestión 2011 el Directorio del BCB aprobó el Programa Monetario donde se establecieron metas acotadas de expansión al Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN) y al Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero (CIN-SPNF), así como una ganancia de Reservas Internacionales Netas (RIN). Como resultado de las metas y considerando el comportamiento estimado de otras variables, la intervención del BCB en el mercado monetario se tradujo en directrices de OMA, que consistieron en

una colocación neta de títulos públicos en todos los trimestres de este año, compensando la expansión esperada del CIN-SPNF y en línea con la orientación de la política monetaria de reducción gradual de los estímulos monetarios.

El Programa Monetario juntamente con el Programa Fiscal y las proyecciones de la balanza de pagos en el marco de los objetivos y metas de política económica, constituyen el Programa Fiscal - Financiero anual elaborado en forma coordinada entre el MEFP y el BCB. Las metas trimestrales de este programa fueron incorporadas en la "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2011" de fecha 9 de febrero de 2011, suscrito públicamente entre ambas entidades.<sup>19</sup>

Para 2011 el Programa Fiscal estableció metas de déficit fiscal y una expansión del financiamiento al sector público, enmarcado en un programa de mayor inversión pública. En este contexto y considerando la continuidad de la orientación de la política monetaria, el Programa Monetario estableció la compensación de la expansión fiscal. Por tanto, la meta anual de expansión del CIN total del BCB (Bs1.045 millones) fue menor a la establecida para el aumento del CIN-SPNF (Bs4.210 millones). Asimismo, se estableció una ganancia de \$us410 millones de RIN en la gestión.

El Programa Monetario se diseñó tomando en cuenta la orientación de la política monetaria de reducción gradual de los estímulos monetarios, para mitigar los efectos de las presiones inflacionarias y del aumento previsto del CIN-SPNF y regular el nivel de liquidez existente.

Durante el primer semestre de 2011, tres de las cinco metas del Programa Fiscal-Financiero fueron cumplidas con márgenes (el SPNF alcanzó un superávit en vez de déficit, que se reflejó en una disminución del financiamiento interno y del CIN-SPNF); y se presentaron desvíos en las metas CIN Total y RIN (Cuadro IV.1).

**CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FISCAL - FINANCIERO A JUNIO DE 2011<sup>1/(p)</sup>**  
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2011)

		Meta Acordada <sup>2</sup>	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
<b>VARIABLES FISCALES</b>				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	337	-5.008	5.345
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-1.024	-5.274	4.250
<b>VARIABLES MONETARIAS</b>				
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	-5.438	-5.206	-232
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs	-737	-4.085	3.348
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	Sus	910	765	-145

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS:

<sup>1/</sup> Las cifras están calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, el euro, la UFV y DEG, así como precio fijo para el oro

<sup>2/</sup> Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero acordado entre el BCB y MEFP en febrero de 2011

(p) Cifras preliminares al 30 de junio de 2011

<sup>19</sup> Desde 2006 y en una muestra clara del compromiso con la estabilidad macroeconómica y la voluntad de rendir cuentas sobre el tema a la sociedad, las principales autoridades del MEFP y del BCB suscriben acuerdos que incluyen metas macroeconómicas cuantitativas para cada gestión.

La contracción del CIN-SPNF en el primer semestre de 2011 fue de Bs 4.085 millones, superior al observado en la gestión pasada por mayor acumulación de depósitos del SPNF en el BCB, mayor a los créditos otorgados a las EPNE. Esta acumulación estuvo determinada principalmente por elevadas recaudaciones tributarias e impuestos del sector de hidrocarburos.

En el marco de disposiciones legales vigentes, el BCB concedió créditos al TGE y a las EPNE (Cuadro IV.2). En el caso del Crédito de Emergencia al TGE (Bs4.500 millones) el saldo desembolsado a junio fue de Bs2.506 millones (56% del total acordado), del cual durante el primer semestre se desembolsaron Bs379 millones. En tanto que a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) se desembolsó Bs312 millones, habiendo alcanzado un total acumulado de Bs572 millones de los Bs4.879 millones comprometidos.

En el caso de ENDE, el BCB aprobó un total de Bs1.264 millones para dos proyectos: mediante R.D. 041/2011 de 15/04/2011 se otorgaron Bs1.227 millones para el proyecto Plan de Emergencia de Abastecimiento de Electricidad al Sistema Integrado Nacional y con R.D. 063/2011 de 15/04/2011 Bs37 millones para el proyecto Suministro de Energía Eléctrica al Centro Minero Huanuni. Se realizaron desembolsos de Bs65 millones para el primer proyecto y de Bs7 millones para el segundo. En conjunto se ha desembolsado el 6% del crédito aprobado para esta empresa.

En el caso de COMIBOL el BCB aprobó un crédito de Bs836 millones para dos proyectos: Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar de Uyuni Planta Industrial Fase II (Bs801 millones; R.D. 052/2011 de 13/05/2011) e Implementación de la Planta Piloto de Baterías de Litio en Bolivia Fase III (Bs35 millones; R.D. 053/2011 de 13/05/2011). A solicitud de COMIBOL, el BCB desembolsó Bs40 millones para el primer proyecto y Bs4 millones para el segundo.<sup>20</sup>

Las RIN se incrementaron en \$us765 millones como resultado de: i) el desempeño positivo del sector externo, tanto por el importante volumen de envíos al exterior como por el incremento de precios de nuestros

**CUADRO IV.2: Créditos del BCB al TGE y a EPNE  
Al 30 de junio de 2011  
(En millones de Bs)**

	Firmado por el BCB	Monto Desembolsado	% Desembolsado	Saldo de la Deuda	Monto por desembolsar
TGN - Créd. Emergencia	4.500,0	2.506,2	55,7%	2.355,1	1.993,8
TGN - Créd. liquidez	2.800,0	0,0	0,0%	0,0	2.800,0
YPFB	4.879,0	572,2	11,7%	572,2	4.306,8
ENDE	1.264,0	71,9	5,7%	71,9	1.192,1
COMIBOL	836,4	43,6	5,2%	43,6	792,8
EASBA	1.254,6	0,0	0,0%	0,0	1.254,6
<b>TOTAL</b>	<b>15.534,0</b>	<b>3.193,9</b>	<b>21%</b>	<b>3.042,9</b>	<b>12.340,1</b>

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

<sup>20</sup> Pese a que existen saldos por desembolsar para el Crédito de Liquidez y para la Empresa Azucarera San Buenaventura (EASBA), hasta el cierre del presente IPM no fue solicitado ningún desembolso.

principales productos de exportación; ii) el mayor nivel de las remesas de trabajadores; iii) la apreciación del boliviano, que se tradujo a su vez en compras de dólares por parte del BCB al sistema financiero; y iv) las medidas de encaje legal para los depósitos en ME.

Empero, el incremento de las RIN fue menor al programado y se ha reflejado también en una menor contracción del CIN total respecto a la meta semestral. Por tanto, los sobregiros observados no implicaron presiones de liquidez adicionales, ya que se compensaron entre sí y la emisión monetaria presentó un crecimiento acumulado menor al estimado.

En el caso del CIN al Sistema Financiero, durante el primer semestre se observó una contracción originada en la colocación neta de títulos y en el pago de préstamos de liquidez concedidos al final de 2010 (reportos y créditos con fondos RAL), que fueron compensados parcialmente por la reducción del excedente de encaje (Cuadro IV.3). En este último caso, gran parte de estos recursos se destinó al incremento de la cartera al sector privado no financiero, que al cierre del semestre registró un crecimiento interanual de 24%.

Durante el primer semestre se efectuaron colocaciones netas de OMA con el sistema financiero (incluyendo las operaciones con las otras entidades financieras y particulares) con un incremento de la oferta de títulos. Es importante destacar que las OMA se adecuaron al comportamiento de la liquidez de la economía. En efecto, la acumulación observada de depósitos del SPNF permitió moderar el dinamismo de la política monetaria.

#### IV.1.2 Operaciones de Mercado Abierto

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

Acorde con la orientación contracíclica de la política monetaria, a partir de 2010 se realizó el retiro gradual de los impulsos monetarios que se habían implementado desde septiembre de 2008 en respuesta

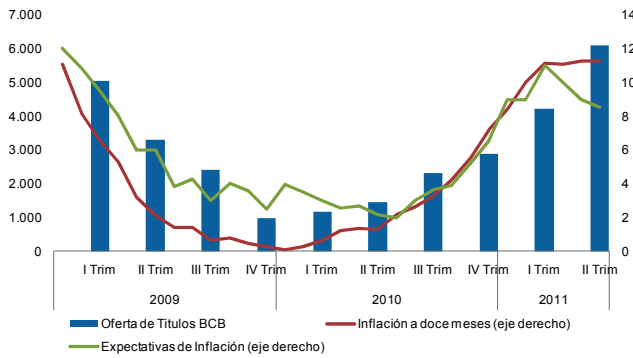
#### CUADRO IV.3: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO A JUNIO DE 2011

(Flujos en millones de bolivianos a tipo de cambio fijo)

	I SEM/2010	I SEM/2011
EMISIÓN	219	58
CRÉDITO INTERNO NETO (CIN)	-365	-5.206
SECTOR PÚBLICO	-3.868	-4.410
Crédito Neto del BCB (CIN SPNF)	-3.883	-4.085
Cuasifiscal	15	-325
RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO (p)	2.108	-11
Desarrollo	-2	1
Encaje legal	-151	1.476
OMA (LT y BT "D")	2.420	-1.348
Otros	-159	-140
del cual Préstamos de liquidez	0	-110
BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	12	-4
OTROS	1.382	-963
d/c: OMA subasta y directa (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	1.423	-641
OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	3	182
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)	584	5.264
(en mill.\$us.)	83	765
PRO MEMORIA: OMA total	3.843	-1.990
OMA total + encaje legal + préstamos de liquidez.	3.692	-623

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

**GRÁFICO IV.1: OFERTA DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA, INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**  
(En millones de bolivianos y porcentajes)



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

a la crisis financiera internacional. El primer semestre de 2011 se caracterizó por su orientación contractiva. En efecto, la oferta de títulos de regulación monetaria a través de las OMA se incrementó gradualmente conforme a las directrices aprobadas por el Directorio del BCB (Gráfico IV.1), en respuesta al comportamiento de la inflación, expectativas y en un entorno de mayor liquidez. Otra característica importante es que en la fase expansiva se validaron rápidas caídas en las tasas de interés de estos títulos mientras que en la fase contractiva se evitaron alzas abruptas de éstas a objeto de no interrumpir el crecimiento del crédito.

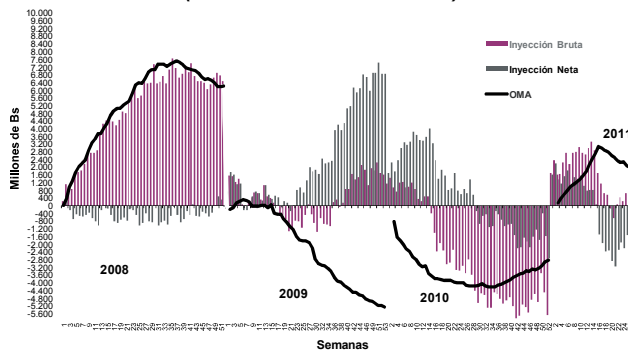
**CUADRO IV.4: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN CADA SUBASTA<sup>1/</sup>**  
(En millones en moneda de origen)

		IV TRIM/10	I TRIM/11	II TRIM/11
<b>BCB (LT's)</b>				
91 días	ME	0,1	0,1	0,1
1 año	UFV	1,0	1,0	1,0
91 días	MN	75,0	65,0	65,0
6 meses	MN	80,0	90,0	90,0
1 año	MN	135,0	230,0	230,0
2 años	MN		80,0	80,0
Oferta ME		0,1	0,1	0,1
Oferta MN		290,0	465,0	465,0
Oferta UFV		1,0	1,0	1,0
<b>Oferta total BCB (Bs)</b>		<b>292,3</b>	<b>467,3</b>	<b>467,3</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA <sup>1/</sup> En millones de bolivianos, valorada a tipo de cambio fijo de cada año

El BCB incrementó gradualmente la oferta semanal de Títulos de un equivalente a Bs292 millones al cierre de 2010 a Bs467 millones al finalizar el primer semestre de 2011 (Cuadro IV.4). Los incrementos señalados se realizaron en instrumentos en MN. En el plazo de 91 días se redujo en Bs10 millones, en el de 182 días se incrementó en Bs10 millones, a 364 días aumentó en Bs95 millones y en los títulos a dos años transferidos por el TGE al BCB se incrementó en Bs79 millones. Las ofertas de títulos en ME y en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) se mantuvieron en niveles bajos. En respuesta a la reducción de la liquidez, la oferta semanal se mantuvo constante en todos los plazos y monedas a partir del segundo trimestre.

**Gráfico IV.2: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE LIQUIDEZ**  
(En millones de bolivianos)



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

En términos más amplios, también se puede observar la orientación contracíclica de las políticas del BCB considerando todos los factores que determinan la liquidez en la economía (Gráfico IV.2). En 2008, frente a fuertes inyecciones brutas de liquidez, las OMA permitieron que la inyección neta acumulada sea negativa en la mayor parte del año. A partir del cuarto trimestre de ese año, la orientación cambió a redenciones netas, cerrando 2008 con una inyección neta positiva. En 2009, la situación se revirtió y la inyección bruta se tornó negativa, amenazando con desacelerar el ritmo de la actividad económica, por lo que la autoridad monetaria dispuso redenciones netas que permitieron que en toda la gestión se realicen inyecciones netas positivas de gran magnitud. En 2010, la inyección neta acumulada se volvió negativa de acuerdo con la orientación de regular la liquidez para reducir las presiones inflacionarias.

En 2011 la inyección bruta fue positiva y creciente hasta mediados de abril, principalmente por mayores ingresos de origen externo que se reflejaron en la

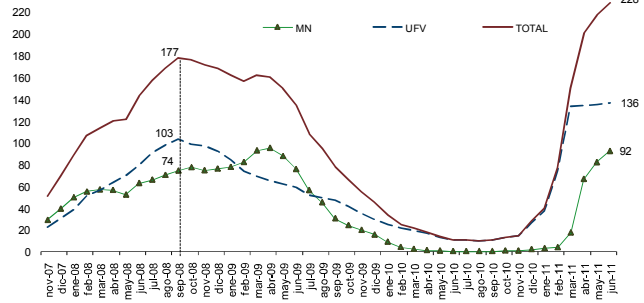
importante ganancia de RIN durante este periodo, razón por la cual el BCB profundizó la orientación contractiva de la política monetaria a través de colocaciones netas de títulos de regulación monetaria. A partir de la segunda quincena de abril, frente al descenso de la inyección bruta, el saldo de colocaciones netas de títulos (OMA) disminuyó, permitiendo un retiro neto de liquidez menos significativo al finalizar el semestre. De este modo, la política monetaria, al mismo tiempo que reguló la liquidez para contener las presiones inflacionarias, mantuvo niveles adecuados que coadyuvaron a sostener el ritmo de la actividad económica.

Adicionalmente, a partir del último trimestre de 2010 y con el objetivo de regular la liquidez de acuerdo con la orientación de la política monetaria e inducir el alza moderada de tasas pasivas del sistema financiero, el BCB dio un nuevo impulso a la oferta directa de títulos al público denominado OMA directas.<sup>21</sup> Desde la segunda quincena de marzo se estimuló la demanda de títulos en MN al incrementarse las tasas en todos los plazos (3,2% a 91 días, 3,6% a 182 días y 4,0% a 364 días) respecto a las tasas de subasta para entidades financieras. Durante el segundo trimestre del año, la demanda por títulos en MN continuó creciendo hasta alcanzar niveles históricos, permitiendo que el saldo de OMA directas llegue a Bs228 millones a fines de junio (Gráfico IV.3).

De esta manera, a partir de septiembre de 2010 se observó un incremento gradual del saldo neto de títulos de regulación monetaria que incluyen las OMA directas. En los primeros meses de 2011 el saldo de estos títulos se incrementó, registrándose el máximo de Bs11.064 millones en abril (Gráfico IV.4). Sin embargo, a partir de mayo la caída de la liquidez del sistema financiero se tradujo en una menor demanda de títulos (Gráfico IV.5), determinando la reducción del saldo neto a finales del semestre.

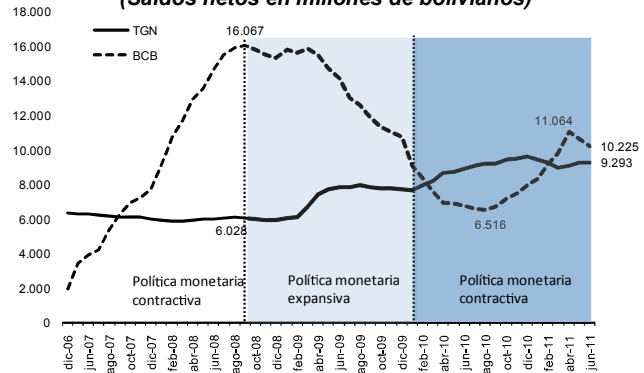
<sup>21</sup> Iniciadas en octubre de 2007, las OMA directas constituyen un instrumento disponible para mejorar la efectividad de las políticas, permitiendo que el público en general pueda acceder a los títulos del BCB (anteriormente sólo podían ser adquiridos por las entidades financieras). Actualmente, se ofrecen bajo este esquema Letras del Tesoro en MN a plazos de 91, 182 y 364 días.

**Gráfico IV.3: OMA DIRECTAS**  
(Saldos en millones de bolivianos)



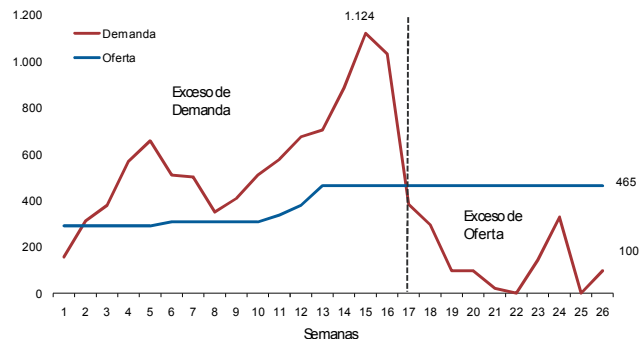
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**Gráfico IV.4: TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA**  
(Salvos netos en millones de bolivianos)



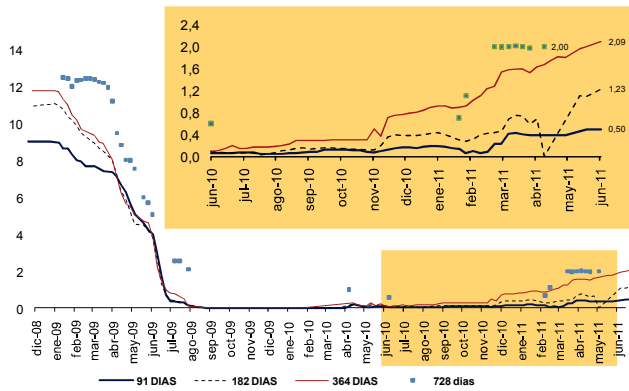
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**Gráfico IV.5: OFERTA Y DEMANDA SEMANAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA EN MN EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2011**  
(En millones de bolivianos)



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

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



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

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

PLAZO	TASAS ACTIVAS				Variación pb Jun11-Dic10
	dic-08	dic-09	dic-10	jun-11	
1 a 30	6,62	1,94	4,85	4,48	(37)
31 a 60	8,96	6,79	5,64	5,75	10
61 a 90	8,62	6,00	5,47	5,91	45
91 a 180	9,11	5,46	4,99	5,35	36
181 a 360	10,27	5,92	5,20	5,47	28
361 a 720	17,14	7,82	11,35	8,16	(320)
721 a 1080	18,36	12,40	10,16	10,45	30
Mayores a 1080	14,23	6,95	8,07	8,99	93
TASAS PASIVAS					
1 a 30	2,97	0,10	0,05	0,05	0
31 a 60	4,08	0,26	0,15	0,12	(3)
61 a 90	5,16	0,32	0,13	0,35	22
91 a 180	5,38	0,69	0,13	0,38	25
181 a 360	6,39	0,80	0,53	1,04	51
361 a 720	7,87	1,12	0,60	1,93	133
721 a 1080	9,00	1,12	1,08	2,30	122
Mayores a 1080	10,20	2,72	2,24	3,02	78

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

**CUADRO IV.6: TASAS DE ENCAJE LEGAL (En porcentajes)**

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

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

El incremento en las colocaciones netas de títulos públicos de regulación monetaria se tradujo en alzas de las tasas de interés desde el segundo trimestre de 2010. Sin embargo, los aumentos graduales de la oferta de títulos y las decisiones al interior del BCB determinaron que las tasas no registren subidas abruptas (Gráfico IV.6). En el primer semestre de 2011 y con relación a diciembre de 2010, las tasas registraron aumentos de 35pb, 84pb y 129pb en los plazos de 91, 182 y 364 días, respectivamente.

El incremento de las tasas de los títulos de regulación monetaria y la reducción de la liquidez se reflejó en las tasas de intermediación financiera. En la mayoría de los casos, las tasas activas, y de manera más pronunciada las pasivas, tanto en MN como en ME, aumentaron durante el primer semestre de 2011 en respuesta a la orientación de la política monetaria (Cuadro IV.5).

### IV.1.3 Encaje legal

En fecha 23 de noviembre de 2010 y mediante R.D. N° 130/2010, se aprobaron dos modificaciones al Reglamento de Encaje Legal tendientes a estimular el crecimiento de los depósitos en MN y desincentivar la constitución de depósitos en ME. La primera consistió en un incremento del encaje en efectivo en ME de 2% a 3,5%; y la segunda en elevar el encaje adicional también para depósitos en ME de 30% a 45% (Cuadro IV.6). Estos cambios contribuyeron a regular la liquidez de la economía, velando por la estabilidad de precios, además de apoyar la consolidación del proceso de bolivianización de depósitos. Asimismo, precautelando la sostenibilidad de los distintos subsistemas financieros, se contempló un período de ajuste diferenciado, con vigencia a partir del 13 de diciembre de 2010 para las entidades bancarias y del 7 de marzo de 2011 para las entidades financieras no bancarias.

En fecha 18 de enero de 2011, con el objetivo de garantizar una mayor solvencia del sistema financiero frente a posibles corridas bancarias y promover la remonetización financiera, entró en vigencia la modificación del Reglamento de Encaje Legal aprobada mediante R.D. N° 007/2011. Se determinó el incremento de las tasas de encaje legal en ME de 3.5% a 13.5%

en efectivo y se redujo de 12% a 8% en títulos, en este último caso para atenuar posibles impactos nocivos sobre los fondos prestables de las entidades. Además, se contempló un período de adecuación de uno y tres meses para entidades bancarias y no bancarias, respectivamente (7 de febrero y 4 de abril de 2011). Esta medida se complementó con el aumento de los fondos en custodia en las entidades financieras en ME de 5% a 40%. De esta forma y considerando depósitos en ME de \$us3.336 millones, la liquidez obligatoria de disponibilidad inmediata en el sistema financiero se extendió de \$us6 millones a \$us180 millones.

Finalmente, durante el segundo trimestre de 2011 mediante R.D. N°072/2011, se efectuaron modificaciones a los requerimientos de Encaje Legal en MN con el objetivo principal de regular la liquidez en la economía y fomentar el crédito al sector productivo. Éstas consistieron en: i) limitar la compensación del encaje requerido en MN únicamente al crecimiento de cartera productiva en lugar de la cartera total, a bancos y fondos financieros privados; y ii) cambiar la fecha base para el cálculo del incremento de cartera en MN del 30/06/2009 al 30/09/2010, para el sistema financiero en su conjunto. Esta medida permitirá un incremento del encaje requerido y la consecuente reducción del excedente de liquidez a partir del segundo semestre de 2011.

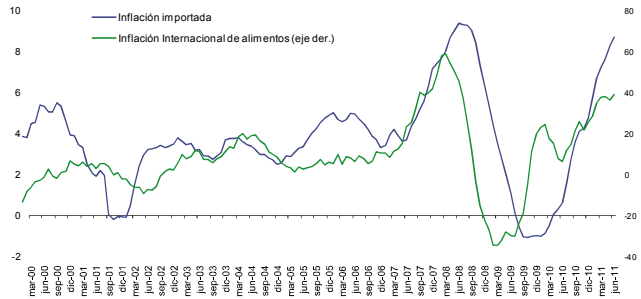
**IV.2 POLITICA CAMBIARIA**

En el caso boliviano, la inflación importada se ha vuelto más relevante en la determinación de la inflación doméstica desde 2007, además que tiene efectos de segunda vuelta.

Existe una relación importante entre el alza de los precios internacionales de materias primas, en especial alimentos, y la inflación importada calculada para Bolivia (Gráfico IV.7). Ésta se ha manifestado con mayor fuerza desde 2007, periodo a partir del cual los precios de los *commodities* experimentaron una severa alza. Asimismo, la relación entre precios internacionales e inflación importada se manifiesta con rezagos, lo que permite adelantar el curso de esta última.

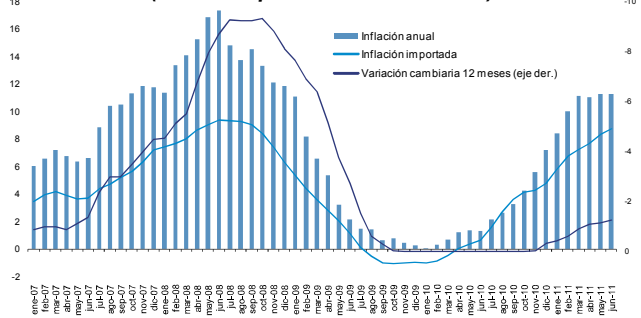
Por esta razón, durante el primer semestre de 2011, la política cambiaria continuó apreciando moderadamente la moneda nacional con el objetivo de mitigar la inflación importada (Gráfico IV.8),

**GRÁFICO IV.7: INFLACIÓN INTERNACIONAL DE ALIMENTOS E INFLACIÓN IMPORTADA EN BOLIVIA (Variación porcentual a 12 meses)**



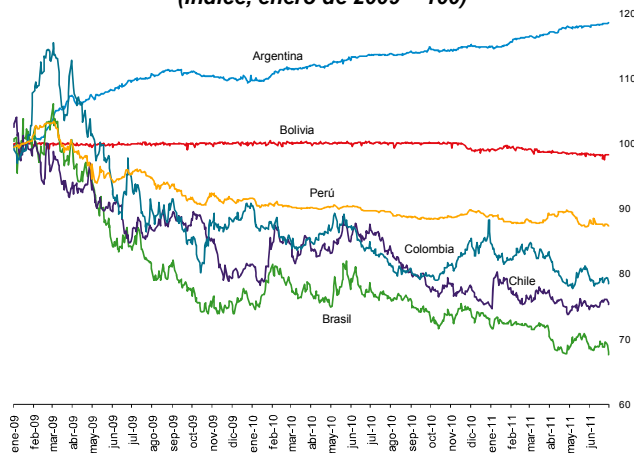
FUENTE: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) - Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO IV.8: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA (Variación porcentual a 12 meses)**



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

**GRÁFICO IV.9: TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS<sup>1/</sup>**  
(Índice, enero de 2009 = 100)



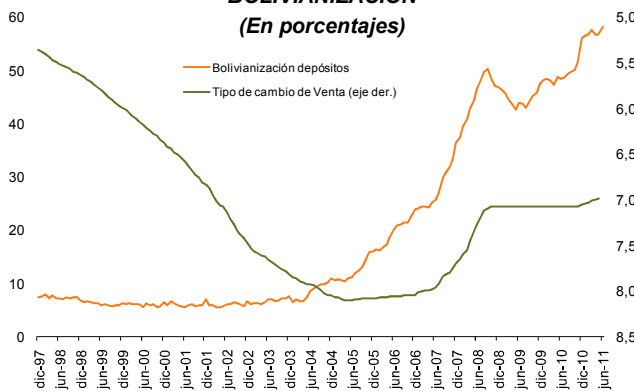
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> Para el E. P. de Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero

acrecentada también por las apreciaciones cambiarias de las monedas de los países vecinos. Además, la apreciación coadyuvó al proceso de bolivianización, contribuyendo al mismo tiempo a la acumulación de las RIN y a la estabilidad del sistema financiero.

**IV.2.1 Orientación de la política cambiaria**

Para contrarrestar las presiones inflacionarias externas, la moneda boliviana se apreció hasta junio respecto a diciembre de 2010 en 0,85%, que equivale a una apreciación promedio mensual de 0,14%. Parte de esta valorización se debió a la apreciación de las monedas de los socios comerciales, como resultado de la continuación del proceso de normalización monetaria y la consecuente entrada de capitales en estos países.

**GRÁFICO IV.10: VARIACIÓN CAMBIARIA MENSUAL Y BOLIVIANIZACIÓN**  
(En porcentajes)

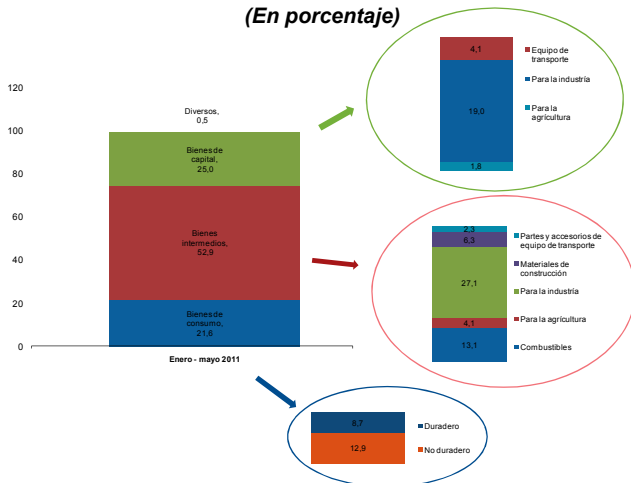


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

El régimen de tipo de cambio deslizando (*crawling peg*), cuya característica es la gradualidad de los movimientos del precio de la divisa, ha evitado cambios abruptos de la paridad cambiaria. Dadas las particularidades de la economía boliviana, los resultados de este régimen contrastan con los de regímenes alternativos aplicados en los países vecinos, en los que se observaron movimientos abruptos (Gráfico IV.9).

Adicionalmente, la apreciación cambiaria reiniciada a finales de la gestión pasada ha contribuido a una mayor preferencia del público por el boliviano, plasmada en un mayor grado de bolivianización. Se puede observar la relación existente entre el comportamiento de la proporción de los depósitos en moneda nacional respecto al total y la tendencia del tipo de cambio: en periodos de apreciación o estabilidad, por lo general la remonetización fue importante; mientras que en aquellos de depreciación, ésta se mantuvo en niveles bajos (Gráfico IV.10).

**GRÁFICO IV.11: IMPORTACIONES SEGÚN USO O DESTINO ECONÓMICO**  
(En porcentaje)



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

Por otra parte, se debe destacar que la apreciación del boliviano también beneficia al sector productivo al reducir sus costos de producción, ya que cerca al 80% de las importaciones están conformadas por bienes de capital e insumos, de los cuales la mayor parte se destinan a la industria (Gráfico IV.11).

Por otra parte, es conveniente indicar que la reducción de los ingresos por exportaciones resultante de la apreciación cambiaria, de manera global ha sido más que compensada por la variación positiva del valor

unitario de las exportaciones (Gráfico IV.12), cuyo incremento ha superado ampliamente a la tasa de apreciación cambiaria.

La orientación de la política cambiaria ha coadyuvado a que la evolución del tipo de cambio real siga a lo señalado por sus fundamentos. En efecto, la comparación del Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) con su tendencia de largo plazo, como aproximación del tipo de cambio real de equilibrio, muestra que los desalineamientos observados tuvieron carácter transitorio (Gráfico IV.13).

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

En los últimos años la posición vendedora/compradora neta de divisas del BCB se ha relacionado con la evolución del tipo de cambio. Por ejemplo, hasta mediados de 2005 y en un periodo de depreciación, las ventas superaron a las compras. Posteriormente, en el periodo de apreciación de la moneda nacional hasta octubre de 2008, las compras fueron significativas. Durante el periodo de la crisis global iniciada en el último trimestre de 2008 y hasta noviembre de 2010, en un contexto de expectativas de depreciación y una respuesta de estabilidad de la paridad por parte del BCB, las ventas fueron importantes, situación que se revirtió con la reiniciación de la apreciación del boliviano, observándose compras superiores a las ventas (Gráfico IV.14). En efecto, entre noviembre de 2010 y junio de 2011 las compras netas alcanzaron a \$us435 millones, reflejando la sensibilidad del mercado de divisas a los movimientos del tipo de cambio.

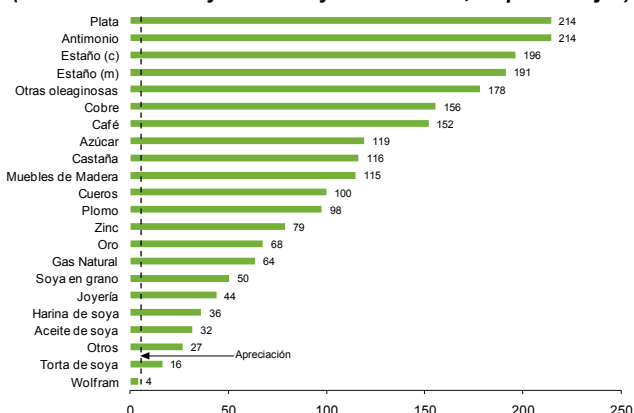
Con relación a las transferencias al exterior realizadas por el sistema financiero a través del BCB, a partir del mes de agosto de 2010 y a lo largo de todo el primer semestre de este año, fueron nulas.

**IV.3 OTRAS MEDIDAS**

Al igual que en gestiones anteriores, en el primer semestre de 2011 las políticas del Órgano Ejecutivo, las estrategias de comunicación y concientización a la sociedad civil por parte del BCB y otras medidas complementarias, coadyuvaron al control de la inflación y a anclar las expectativas sobre la evolución de ésta variable. A continuación se describen las mismas.

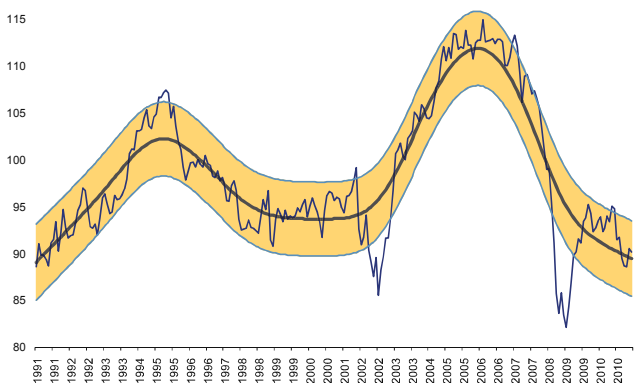
**GRÁFICO IV.12: VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y APRECIACIÓN**

(Variación entre mayo de 2011 y abril de 2009, en porcentajes)



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

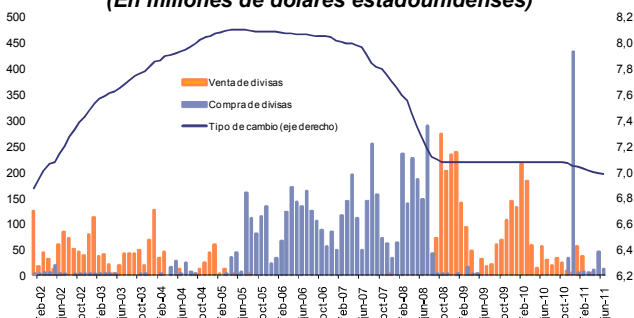
**GRÁFICO IV.13: TIPO DE CAMBIO REAL OBSERVADO Y ESTIMACIÓN DE EQUILIBRIO**  
 (Índice, agosto de 2003 = 100)



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

**GRÁFICO IV.14: TIPO DE CAMBIO, COMPRAS Y VENTAS DE DIVISAS**

(En millones de dólares estadounidenses)



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

### ***IV.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo para promover el abastecimiento***

Dado que las presiones inflacionarias continuaron los primeros meses de 2011 y en virtud al mandato de la CPE, que establece la obligación de garantizar la seguridad alimentaria a través de una alimentación sana, adecuada y suficiente para toda la población, el Órgano Ejecutivo continuó con medidas para cumplir con este último objetivo y también coadyuvar al control de la inflación.

En ese sentido, el 17 de enero promulgó el DS 770 que asigna recursos adicionales para la compra, importación y comercialización de azúcar y amplía la vigencia del plazo para el diferimiento del Gravamen Arancelario a la importación de azúcar. Asimismo, el 2 de marzo promulgó el DS 810 que asigna recursos adicionales para la compra, importación y comercialización de maíz duro amarillo y ampliando su alcance a sorgo en grano.

A partir del 26 de junio, se encuentra vigente la Ley 144 de Revolución Productiva Comunitaria Agropecuaria, que defiende la soberanía alimentaria en condiciones de inocuidad y calidad para el Vivir Bien de la sociedad. Esta Ley establece las bases institucionales, políticas y mecanismos técnicos, tecnológicos y financieros de la producción, transformación y comercialización de productos agropecuarios y forestales.

### ***IV.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB***

Existe consenso en la ciencia económica de que una efectiva política comunicacional con la sociedad es crucial para afectar el comportamiento de los agentes económicos, con el fin de alcanzar los objetivos de política económica. Por esta razón, el BCB ha asumido un rol cada vez más activo en este campo, profundizando paulatinamente su relación con los actores sociales por medio de presentaciones del IPM a nivel nacional desde 2006, producción y difusión masiva de Cartillas educativas sobre la inflación en 2010 y diferentes actividades de similar naturaleza para la sociedad en su conjunto.

A su vez, ésta ha asumido también la importancia de esta labor, lo cual se ha reflejado en el hecho de que en la Audiencia Inicial de Priorización de Resultados de la Gestión 2011 para el Control Social de fecha 31

de marzo de 2011 resultó elegido el IPM por segundo año consecutivo.<sup>22</sup>

Posteriormente, el 17 de junio se realizó el Primer Taller Informativo para el Control Social. Este avance sirve de base para la próxima Audiencia Parcial de Rendición de Cuentas, en la cual el BCB informará a los representantes de las organizaciones del Control Social, los avances de resultados del primer semestre de 2011, incluido el presente IPM.

Paralelamente, la política comunicacional y educativa del BCB abarca niveles técnico - profesional, el sistema educativo de primaria y secundaria, y a toda la ciudadanía en general. Entre los principales eventos programados para la gestión 2011 (Cuadro IV.7), es conveniente señalar que la mayoría se relacionan con temáticas que incluyen el control de la inflación (naturaleza y control de la inflación, crisis alimentaria y seguridad alimentaria), además de inclusión financiera y desarrollo económico.

### **IV.3.3 Medidas complementarias**

Para apoyar la orientación contractiva de la política monetaria, se amplió de 10% a 12% el límite de inversiones en el extranjero de las compañías de seguros mediante R.D. N° 013/2011.

Adicionalmente, se debe mencionar que se coordinaron conjuntamente con el MEFP y la ASFI iniciativas con el propósito de fortalecer el proceso de bolivianización del sistema financiero y apoyo al sector productivo por medio de la dinamización de la cartera.

**CUADRO IV.7: EVENTOS DE RELACIONAMIENTO INSTITUCIONAL DEL BCB**

Evento	Tema	Fecha relevante	Lugar
IV Concurso de Ensayo Escolar	Seguridad Alimentaria en la Familia Boliviana	8 de julio de 2011 (plazo de entrega)	Todo el país
V Jornada Monetaria	Crisis Alimentaria, Inflación y Respuestas de Política	18 de julio de 2011	La Paz
XIII Premio Nacional de Investigación	Bolivianización y sus determinantes (Categoría abierta)	29 de julio de 2011 (plazo de entrega)	Todo el país
4to Encuentro de Economistas de Bolivia	Desarrollo Económico: Una discusión abierta	25 y 26 de agosto de 2011	Sucre
Concurso de Teatro	¿Qué es la inflación y cómo debe ser controlada?	2 de septiembre de 2011 (plazo de entrega)	Todo el país

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>22</sup> En 2010 también fueron elegidas la Administración de Reservas Internacionales y la Gestión de Material Monetario, mientras que en 2011 se seleccionaron los Créditos a las EPNE y el Programa Educativo del BCB, en ambos casos junto al IPM.



## V. Perspectivas y riesgos de la inflación

*Como se indicó en el IPM de enero, la inflación boliviana se moderaría en el presente bienio respecto a la observada en 2010. Ésta cerraría en torno a 6% en 2011, ratificando la meta anunciada en enero, y en 5% en 2012. Los rangos en los que se situarían estas proyecciones son similares a los señalados a inicios de año.*

*Por su parte, el crecimiento del PIB boliviano en 2011 sería mayor al estimado en el IPM de enero; y para 2012 se proyecta un repunte mayor. Con respecto al promedio latinoamericano, en ambos años la tasa de crecimiento de Bolivia se situaría por encima. La expansión de la actividad estaría liderada por la demanda interna (especialmente por la concreción de proyectos de inversión pública) y, desde la perspectiva de la oferta, principalmente por la mayor producción de hidrocarburos, transporte y almacenamiento y servicios financieros, coadyuvadas por la recuperación agrícola. Esto sería coherente con una moderación de los superávits de cuenta corriente de la balanza de pagos por mayores importaciones de insumos y bienes de capital, financiados en parte por una mayor inversión extranjera directa neta.*

*Las estimaciones se sustentan en una desaceleración del crecimiento mundial en 2011 y una leve aceleración en 2012, aunque con altos riesgos sobre determinadas economías avanzadas. Consistente con lo anterior, se espera que la inflación promedio de origen externo en 2011 sea mayor que lo previsto en enero, dadas las apreciaciones observadas en el primer semestre del año, aunque sus efectos ya se habrían manifestado en lo que va de la gestión.*

Los riesgos sobre la proyección de inflación se concentran en la inflación importada y en la evolución de las expectativas, que podrían afectar en ambas direcciones según su comportamiento. En tanto que un mejor desempeño del sector agropecuario respecto al previsto, sería un factor predominante que sesgaría la inflación a tasas menores que las señaladas.

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

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

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (abril de 2011 y actualización de junio de 2011), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2011), *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2011)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: <sup>1/</sup> Considera los datos de abril y actualización a junio de 2011. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2011  
<sup>2/</sup> Considera los datos de abril y actualización a junio de 2011. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2011  
<sup>3/</sup> Crecimiento promedio anual ponderado de los 13 principales socios comerciales del Estado Plurinacional de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)  
 (e) estimado  
 (n.d.) no disponible  
 CF: *Consensus Forecasts*

Esta última sección del Informe describe el comportamiento esperado de las principales variables del contexto nacional e internacional que inciden en la inflación. Posteriormente se expone el escenario más probable que podría seguir la variación de los precios para los años 2011 y 2012, así como los riesgos asociados a esta senda.

## V.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

Como se señaló en el capítulo I, el dinamismo económico mundial en el segundo trimestre de 2011 fue menor al observado en el primero. Las tendencias señalan que el crecimiento en las economías avanzadas continuaría disminuyendo como efecto de la crisis en los países de la periferia de Europa; mientras que en los emergentes y en desarrollo se mantendría en niveles similares.

De esta forma, las perspectivas de crecimiento económico mundial y regional señalan que la expansión de la actividad económica mundial sería menor en 2011 y 2012 respecto a la observada en 2010, patrón similar al esbozado en el IPM de enero de 2011, aunque con una revisión al alza, especialmente en 2012 (Cuadro V.1).

Actualmente las perspectivas revelan cuatro aspectos importantes que afectarían el curso de la economía mundial: i) la debilidad (mayor que la anticipada) de la actividad de los EE.UU.; ii) la renovada volatilidad financiera proveniente de preocupaciones acerca de la profundidad de los ajustes fiscales en la periferia de la Zona Euro; iii) los efectos rezagados del terremoto y *tsunami* en el Japón, que se tradujeron en trastornos sobre la oferta mundial, con una incidencia muy fuerte en la producción industrial, la confianza y gasto de los consumidores; y iv) señales de sobre calentamiento en muchas economías emergentes y en desarrollo, que están siendo atenuadas por medio de políticas contractivas.

En el bienio en curso, el crecimiento esperado de la economía estadounidense se desaceleraría como efecto de los siguientes factores, algunos de ellos transitorios: i) mayores precios de los productos básicos; ii) clima adverso en el mercado financiero; y iii) trastornos en las cadenas de oferta, como efecto transmisión del terremoto en el Japón.

Por el contrario, en la Zona Euro el crecimiento fue más alto al esperado, liderado por el impulso de la mayor inversión en Alemania y Francia, pero fue contrapesado por los problemas en Grecia, Italia, España, Portugal e Irlanda. La incertidumbre sobre los países de la periferia continuaría, mientras que la dinámica en las economías más fuertes se moderaría en la medida que se acentúe el proceso de normalización monetaria, frente a mayores presiones inflacionarias.

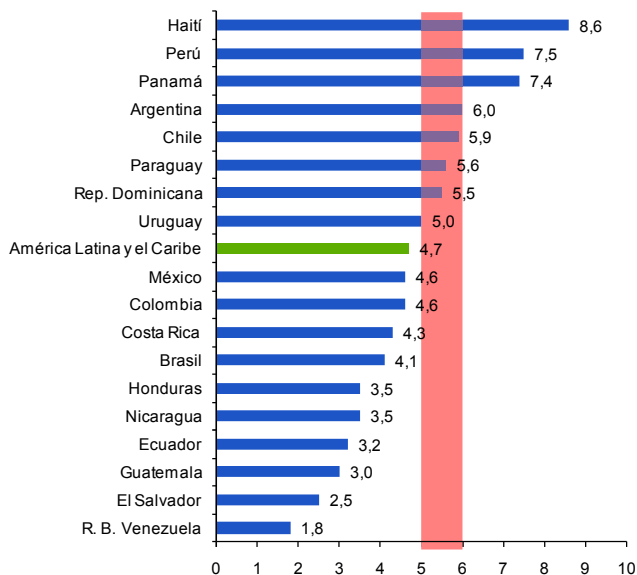
El crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo continuará siendo mayor al de las economías avanzadas, aunque se desacelerarían respecto a los niveles observados en 2010, tanto por la base estadística de comparación como por las políticas monetarias más restrictivas aplicadas en estos países. Al igual que en años previos, China e India serían los países con mayor velocidad de expansión de la actividad económica, pero con cierta desaceleración como resultado del proceso de normalización monetaria.

En América Latina y El Caribe el crecimiento superaría el 4,7%<sup>23</sup> en 2011 (Gráfico V.1), para converger a una tasa levemente superior a 4%<sup>24</sup> en 2012 (Gráfico V.2). Esta expansión sería mayor en América del Sur como efecto de los altos precios de los productos básicos e impulso de la demanda interna; mientras que la recuperación en Centro América y El Caribe ha recobrado fuerza, aunque sigue restringida por el menor crecimiento de las economías avanzadas, con las cuales tienen un vínculo comercial y financiero mayor. En este entorno, Bolivia tendría un desempeño mejor que el promedio latinoamericano en ambos años.

<sup>23</sup> Cifra estimada por la CEPAL en el "Estudio económico de América Latina y el Caribe 2010-2011".

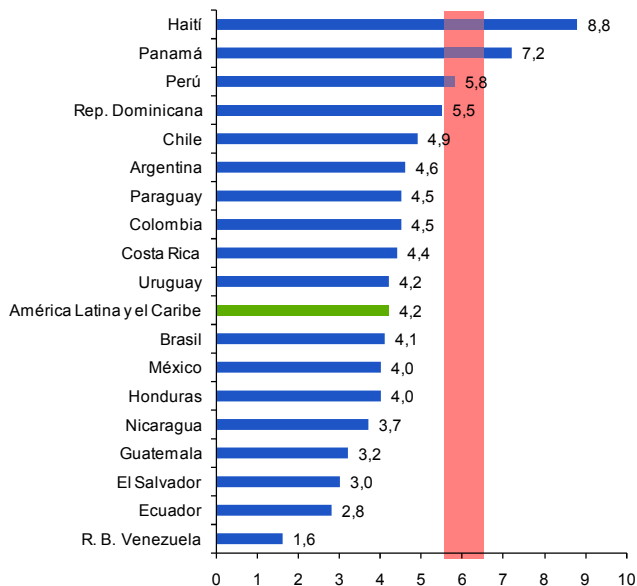
<sup>24</sup> Idem.

**GRÁFICO V.1: CRECIMIENTO PROYECTADO DEL PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2011**  
(Variación anual, en porcentaje)



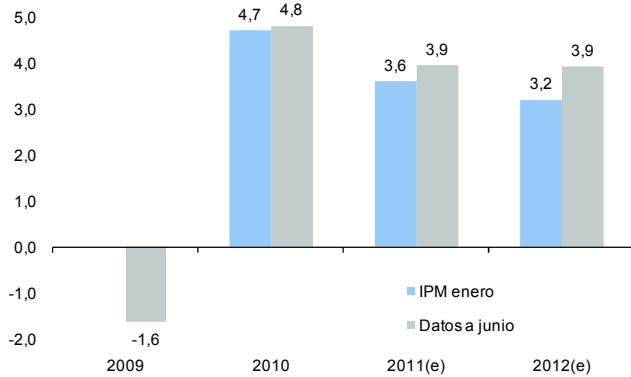
FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2011 y actualización de junio de 2011) y Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: El área muestra el intervalo en el cual se encontraría el crecimiento boliviano según estimaciones del BCB  
 Para el caso de América Latina y el Caribe se toma la cifra publicada por la CEPAL

**GRÁFICO V.2: CRECIMIENTO PROYECTADO DEL PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2012**  
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2011 y actualización de junio de 2011) y Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: El área muestra el intervalo en el cual se encontraría el crecimiento boliviano según estimaciones del BCB  
 Para el caso de América Latina y el Caribe se toma la cifra publicada por la CEPAL

**GRÁFICO V.3: CRECIMIENTO DEL PIB EXTERNO RELEVANTE PARA BOLIVIA**  
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países - FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (abril de 2011 y actualización junio de 2011) - *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2011) - *JPMorgan, Global Data Watch* (junio de 2011)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por el comercio exterior boliviano del crecimiento de los 13 principales socios comerciales (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)  
(e) estimado

**CUADRO V.2: INFLACIÓN EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADOS**  
(Variación acumulada a diciembre, en porcentaje)

	2010		2011(e)		2012(e)	
	CF <sup>1/</sup>	FMI <sup>2/</sup>	CF <sup>1/</sup>	FMI <sup>2/</sup>	CF <sup>1/</sup>	FMI <sup>2/</sup>
<b>Economías Avanzadas</b>	<b>1,9</b>	<b>n.d.</b>	<b>2,1</b>	<b>n.d.</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
Estados Unidos	1,4	2,9	2,1	2,0	1,4	1,4
Zona del Euro	2,2	2,6	2,1	1,0	1,7	1,7
Japón	0,0	0,3	2,0	0,3	2,6	2,6
<b>Economías en Desarrollo de Asia</b>	<b>5,9</b>	<b>n.d.</b>	<b>5,6</b>	<b>n.d.</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
China	4,7	4,8	4,2	3,7	2,0	2,0
India	8,6	7,8	7,7	6,7	5,9	5,9
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>
Argentina	10,4	10,2	11,0	14,2	11,0	11,0
Brasil	5,9	6,2	5,9	5,2	4,5	4,5
Chile	3,0	4,4	4,5	3,3	3,2	3,2
Colombia	3,2	3,4	3,2	3,6	3,1	3,1
México	4,4	3,6	3,5	3,7	3,0	3,0
Perú	2,1	5,5	3,5	2,7	3,0	3,0
R.B. de Venezuela	27,2	28,2	32,4	26,9	30,1	30,1
Inflación relevante para el EP. de Bolivia <sup>3/</sup>	8,1	6,7	6,7	2,4	2,4	2,4

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (abril 2011 y actualización junio 2011), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2011), *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2011)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: <sup>1/</sup> Considera los datos de junio de 2011. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de enero de 2011

<sup>2/</sup> Considera los datos de junio de 2011. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de enero de 2011

<sup>3/</sup> Inflación en dólares estadounidenses que calcula el BCB con base en el Índice de Precios Externos (IPE), que consiste en el promedio ponderado de la inflación de los 13 principales socios comerciales expresados en dólares estadounidenses. Corresponde a la variación promedio anual

(p) proyectado  
(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecasts*

A pesar de que el crecimiento externo relevante para Bolivia sería mayor en 2011 y 2012 que el previsto en el IPM de enero, el patrón es similar a la evolución de la actividad económica global: desaceleración en 2011 respecto a 2010 y estabilización en 2012 (Gráfico V.3).

Con respecto a los mercados internacionales de materias primas, en 2011 éstos continuarían volátiles y en niveles altos. Los riesgos que se ciernen se concentran en los problemas políticos y sociales en Medio Oriente (petróleo) y en el frágil equilibrio entre las existencias y la demanda (alimentos). Esta perspectiva sugiere la continuidad de ingresos de origen externo para economías exportadoras de materias primas.

En cuanto a la inflación internacional, que aumentó por los mayores precios de las materias primas en los primeros meses de 2011, exhibiría cierta inercia hacia el alza para luego descender paulatinamente hasta llegar a las metas propias de cada país, coadyuvada por los efectos de la normalización de la política monetaria, la baja probabilidad de importantes incrementos de precios de materias primas y la desaceleración en las economías avanzadas (Cuadro V.2).

De esta forma, se estima que la inflación internacional relevante para Bolivia - medida como la variación porcentual interanual del índice de precios externos que incluye tanto la inflación en moneda extranjera como los movimientos de las paridades cambiarias-sería cercana a 7% promedio en 2011 (Gráfico V.4), la cual es mayor que la prevista en enero, pero cuyo incremento ya se ha plasmado en los primeros meses del año. Pese a la revisión hacia el alza, la perspectiva de la inflación relevante para Bolivia en 2011 es menor que la observada en 2010.

## V.2 CONTEXTO NACIONAL

Hasta el primer trimestre de 2011 el sector real mostró un importante impulso gracias a la dinámica de varias actividades no extractivas y la continuidad de la expansión del sector hidrocarburos en un contexto externo más favorable que en la gestión previa. Por el lado del gasto, la demanda interna continuó apuntalando el crecimiento económico. De hecho, el crecimiento del PIB del primer trimestre (5,7%) fue más alto que lo anticipado por el Índice Global de Actividad Económica (5,4%).

En ese sentido, el crecimiento del PIB en 2011 estaría en el rango 5%-6%, medio punto porcentual por encima de la previsión del IPM de enero. En 2012 se espera un crecimiento en el intervalo 5,5%-6,5%, debido al efecto de importantes inversiones públicas en sectores estratégicos, complementadas con recursos de origen externo y el dinamismo del crédito doméstico al sector privado.

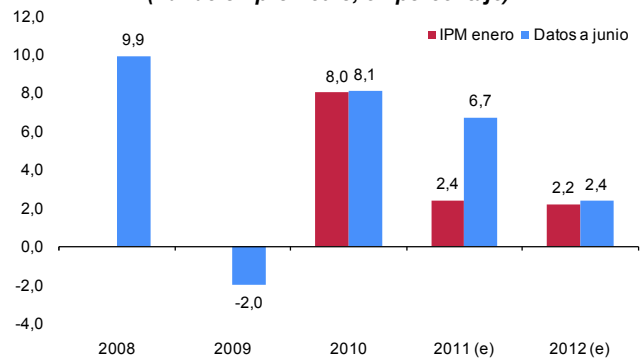
En 2011 el crecimiento sería impulsado por el buen desempeño de varias actividades no extractivas como el transporte y almacenamiento; comunicaciones; servicios financieros; electricidad, gas y agua y la construcción; señalando adicionalmente un repunte del sector agropecuario. Las actividades extractivas no renovables continuarían contribuyendo a la dinámica económica, sobre todo por el destacable desempeño del sector de hidrocarburos.

En efecto, se espera un dinamismo importante del transporte de carga y flujo de pasajeros a nivel interdepartamental; y adicionalmente el efecto de mayores envíos de hidrocarburos a los mercados interno y externo. Por su parte, el buen desempeño del sector financiero continuaría y, consecuentemente, los servicios financieros tanto de intermediación como los secundarios, seguirían aportando significativamente al crecimiento económico. También se espera que las inversiones públicas en sectores productivos e infraestructura generen un buen desempeño, tanto del sector construcción y otros servicios, como en electricidad, gas y agua.

El sector agropecuario, continuaría su proceso de recuperación productiva iniciado en los primeros meses de 2011, en virtud a menores eventos climáticos adversos y a la consolidación de las políticas gubernamentales de apoyo, incluyendo los créditos, la innovación tecnológica y la inversión en riego. La industria manufacturera presentaría un dinamismo creciente debido a la contribución de los minerales no metálicos (cemento) y de la refinación de petróleo, ésta a su vez impulsada por las actividades hidrocarburíferas.

En lo que respecta al sector de hidrocarburos, en los primeros cinco meses de la presente gestión superó las previsiones anticipadas en el IPM de enero de 2011. Además del crecimiento de las exportaciones, coadyuvaron a esta dinámica la expansión del consumo de gas natural en el mercado interno y la recuperación

**GRÁFICO V.4: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA**  
(Variación promedio, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países - FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (abril de 2011 y actualización junio de 2011) - *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2011) - *JPMorgan, Global Data Watch* (junio de 2010)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de los 13 principales socios comerciales (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)  
(e) estimado

de la producción de hidrocarburos líquidos. En el segundo semestre de 2011 se prevé que el sector mantendrá un crecimiento similar al acumulado al mes de mayo de la presente gestión. El mayor uso del gas natural en el mercado interno, las previsiones positivas de crecimiento de la actividad industrial de la economía brasileña, los mayores volúmenes de gas natural comprometidos bajo el contrato firmado con ENARSA a la Argentina y la ejecución de las inversiones programadas por YPF en toda la cadena productiva fundamentan las previsiones.

Por tipo de gasto, se espera que la demanda interna continúe siendo el puntal de la actividad económica. En efecto, las inversiones tanto privadas como públicas (en infraestructura caminera, residencial y en la industria), junto con el creciente consumo de bienes y servicios de los hogares implicarían mayores contribuciones al crecimiento económico. Las políticas económicas y sociales tendientes a dinamizar el crédito, apoyar a las empresas públicas y redistribuir el ingreso coadyuvarían en dicha dinámica.

Respecto a las cuentas externas, se estima superávit sucesivos en la cuenta corriente de la balanza de pagos de alrededor de 3,3% y 2,7% del PIB para los años 2011 y 2012, respectivamente. La moderación respecto a los superávits previos es explicada por el incremento de importaciones de bienes de capital e insumos destinados a proyectos de inversión tanto públicos como privados en los sectores de hidrocarburos y minería principalmente, que sería compensado por mayores exportaciones, debido a incrementos en volúmenes y precios. Se estima que la inversión extranjera directa neta alcanzará niveles por encima de 4% del PIB en el bienio en curso, superando a los observados en gestiones pasadas (Cuadro V.3).

Puesto que a partir del segundo trimestre de 2011 la tasa de inflación tendió a moderarse, la política monetaria continuará con el proceso de normalización monetaria, pero a un ritmo cada vez menor, dado el decreciente nivel de liquidez en la economía. El accionar de las políticas del BCB continuará con su orientación contracíclica y dirigida a lograr que la tasa de inflación converja a su meta de mediano plazo (4%). A su vez, los movimientos en el tipo de cambio continuarán orientados a amortiguar eventuales presiones inflacionarias de origen externo y a coadyuvar al proceso de remonetización. Estas políticas y las del

**CUADRO V.3: PERSPECTIVAS DE LA BALANZA DE PAGOS**  
(En porcentajes)

	2005-2008	2009	2010	2011(e)	2012(e)
Cuenta Corriente	10,5	4,7	4,6	3,2	2,7
Balance Global	11,8	1,9	4,7	4,1	3,4
Exportaciones de Bienes	33,8	28,2	31,8	34,2	35,1
Importaciones de Bienes	26,3	25,4	27,2	30,3	32,0
Inversión Extranjera Directa (neta)	1,3	2,4	3,3	4,1	4,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Proyecciones del BCB  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: (e) estimado

Órgano Ejecutivo repercutirían favorablemente en la inflación.

### V.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

En esta sección se esboza el comportamiento más probable que tendría la evolución del nivel de precios en el segundo semestre de 2011 y en toda la gestión 2012, considerando el comportamiento esperado de la economía nacional y el contexto internacional, descritos en las dos secciones previas.

El escenario más probable que podría tomar la inflación durante el segundo semestre de 2011 muestra una trayectoria descendente, inclusive a un ritmo mayor al del ascenso observado entre enero y junio de 2011, conforme lo estimado en el IPM de enero.

Sin embargo, el alza más pronunciada de los indicadores de tendencia inflacionaria repercutiría en un nivel ligeramente mayor de inflación en 2012, respecto a lo previsto en el IPM de enero. Empero, este cambio no modificaría la trayectoria decreciente de la inflación, la cual se situaría en 2012 por debajo de la inflación de 2011, para converger a la meta de mediano plazo en el horizonte de política de dos años desde la publicación del presente IPM.

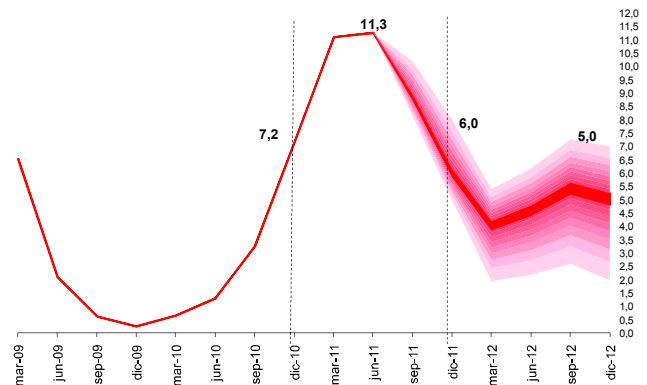
Los determinantes que fundamentan la trayectoria prevista de la tasa de inflación para el cierre de 2011, consideran que los efectos de segunda vuelta provocados por el ajuste transitorio de los precios de los combustibles fueron plenos en el primer semestre del año; y que la menor exposición del sector agropecuario a efectos meteorológicos adversos, junto a una base estadística de comparación elevada, atenuarían el ritmo de la inflación interna.

En este sentido, los análisis cuantitativos y cualitativos considerados por el BCB señalan que el escenario más probable en el que se situaría la tasa de inflación al cierre de la presente gestión estaría en torno a 6%, ratificando la proyección anunciada en el IPM de enero. Con base al marco descrito anteriormente, en el año 2012 la tasa anualizada de inflación cerraría en torno a 5%, en el mismo rango anunciado en esa ocasión (Gráfico V.5).

### V.4 BALANCE DE RIESGOS

En esta oportunidad, el balance de riesgos contiene elementos comunes que podrían afectar tanto al alza

**GRÁFICO V.5: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA**  
(Variación porcentual anualizada)



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

como a la baja de la inflación con relación a la proyección, según evolucione el contexto nacional e internacional.

Entre ellos destaca el rumbo de la inflación importada. Por una parte, los precios de los productos básicos habrían alcanzado sus niveles máximos y, luego de la estabilidad observada recientemente, podrían ir hacia la baja. Pero, por otra parte, el frágil equilibrio entre demanda y oferta mundiales y regionales (además de conflictos geopolíticos) podrían generar alzas de los precios de *commodities*. También se debe mencionar la continuidad de diferenciales de tasas de política entre economías emergentes y en desarrollo y las avanzadas, que podría plasmarse en mayores entradas de capital, apreciación de las monedas de los socios comerciales y, por ende, mayor inflación importada para Bolivia.

Las expectativas también desempeñarían un rol crucial en la evolución de la inflación. El azuzamiento de éstas, ya sea por prácticas de especulación o de carácter mediático, presionaría los precios al alza; mientras que, en la dirección opuesta, la moderación paulatina de éstas, en línea con el descenso de la inflación observada, aceleraría la estabilización. Acorde con lo descrito en el Capítulo II, éstas estarían descendiendo a junio del presente.

Los riesgos en una sola dirección son contados. Hacia la baja y en términos netos, está el desempeño del sector agropecuario por la mayor oferta de productos agropecuarios estratégicos, como resultado de las políticas gubernamentales de apoyo a la producción e inversión en riego, así como medidas orientadas al control del ocultamiento de productos. Estos efectos podrían ser menores si se observan problemas de carácter climático. También hacia la baja está una desaceleración más fuerte que lo previsto en economías avanzadas.

En la medida que se consoliden los efectos de las políticas de control de la inflación, se espera que ésta siga una trayectoria decreciente, cerrando a fines de 2011 en torno al 6%, en el rango previsto en el IPM de enero de 2011 (5% a 8%).

Por su parte, en el IPM precedente se previó que en el año 2012 la variación de precios cerraría en un intervalo entre 2% y 7%. Las revisiones a estas

proyecciones confirman el rango anterior y señalan que la trayectoria más probable de la tasa de inflación estaría en torno a 5% al cierre de 2012.

Es importante señalar que el Órgano Ejecutivo y el BCB evalúan de forma constante el balance de riesgos asociado a la variación de los precios y hacen un continuo seguimiento a la evolución de esta variable, en especial a los indicadores de tendencia inflacionaria, como la inflación núcleo, de cuya evaluación se desprenden las medidas más apropiadas para controlar la inflación y mitigar cualquier choque externo o interno negativo.

El BCB orientará sus esfuerzos a cumplir con el objetivo señalado en la CPE de "...mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda", teniendo presente que esta misión tiene como fin último "contribuir al desarrollo económico y social" de la economía en su conjunto.



# Abreviaturas y siglas de uso frecuente en esta publicación

\$us	Dólares estadounidenses
€	Euro
ASFJ	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
BBL	Barriles
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BM	Banco Mundial
Bs	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
CAP	Coficiente de Adecuación Patrimonial
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CF	<i>Consensus Forecasts</i>
CIF	Costos, Seguros y Fletes ( <i>Cost, Insurance and Freight</i> )
CIN	Crédito Interno Neto
CIN-SPNF	Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero
COMIBOL	Corporación Minera de Bolivia
CPE	Constitución Política del Estado
d/c	Del cual
DEG	Derechos Especiales de Giro
DPF	Depósito a Plazo Fijo
DS	Decreto Supremo
e	Estimado
E.P. DE BOLIVIA	Estado Plurinacional de Bolivia
EE.UU.	Estados Unidos
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EFSF	Mecanismo de Facilidad Europea de Estabilización Financiera ( <i>The European Financial Stability Facility</i> )
EFSM	Mecanismo de Estabilización Financiera Europea ( <i>European Financial Stabilisation Mechanism</i> )
ENARSA	Energía Argentina Sociedad Anónima
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
FMI	Fondo Monetario Internacional

FOB	Puesto a Bordo ( <i>Free On Board</i> )
FOMC	Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de EE.UU. ( <i>Federal Open Market Committee</i> )
GSA	Hace referencia al contrato firmado con PRETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
Has.	Hectáreas
ICC	Índice del Costo de la Construcción
IED	Inversión Extranjera Directa
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPC-A	Índice de Precios al Consumidor de Alimentos
IPC-I	Índice de Precios al Consumidor Importado
IPC-MC	Índice de Precios al Consumidor de la Mano de obra Calificada
IPC-MNC	Índice de Precios al Consumidor de la Mano de obra No Calificada
IPC-N	Núcleo Inflacionario
IPC-REM	Índice de Precios al Consumidor de todas las Actividades Remuneradas
IPC-S	Índice de Precios al Consumidor Subyacente
IPC-SA	Índice de Precios al Consumidor Sin Alimentos
IPE	Índice de Precios Externos
IPE-STC	Índice de Precios Externos que no considera los movimientos cambiarios
IPM	Informe de Política Monetaria
IPPBX	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (Considera cotizaciones internacionales excepto para el gas natural)
IPPBX s/h	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación sin hidrocarburos de Bolivia
IPPIM	Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero
ITCER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
LF	Libra Fina
LT	Letras del Tesoro
M1	Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV
M'1	Agregado monetario conformado por: M1 + Depósitos a la vista en ME y MVDOL
M2	Agregado monetario conformado por: M1 + Caja de Ahorros en MN y UFV
M'2	Agregado monetario conformado por: M2 + Caja de Ahorros en ME y MVDOL
M3	Agregado monetario conformado por: M2 + Depósitos a Plazo y Otros depósitos, en MN y UFV
M'3	Agregado monetario conformado por: M3 + Depósitos a Plazo y Otros, en ME y MVDOL
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
MMBbl	Millones de barriles
MMBTU	Millones de BTU ( <i>Millions of British Thermal Units</i> )
MMm3/d	Millones de metros cúbicos por día
MN	Moneda Nacional
MVDOL	Moneda nacional con mantenimiento de valor respecto al dólar estadounidense
n.d.	No disponible
NAMO	Norte de África y Medio Oriente
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OTF	Onza Troy Fina
p	Preliminar
p.e.	Por ejemplo
pb	Puntos básicos o puntos base

---

PEC	Programa de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interno Bruto
pp	Puntos porcentuales
R.B. DE VENEZUELA	República Bolivariana de Venezuela
R.D.	Resolución de Directorio
RAL	Requerimiento de Activos Líquidos
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROE	Rentabilidad sobre patrimonio ( <i>Return On Equity</i> )
S&P	<i>Standard &amp; Poor's</i>
SPNF	Sector Público No Financiero
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TGE	Tesoro general del Estado
TM	Toneladas Métricas largas
UE	Unión Europea
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
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