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, tsunami, 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 influjos 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.