

LA ECONOMÍA BOLIVIANA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2002

CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el primer semestre de 2002 hubo algunas señales de recuperación económica y bajas presiones inflacionarias en los países industrializados, liderados por la economía estadounidense. Pero se presentaron fuertes desequilibrios en los mercados de valores y cambiarios.

En el primer trimestre de 2002 la economía de los Estados Unidos creció a una tasa anual de 5% respecto del trimestre anterior; sin embargo, se desaceleró a 1,1% en el segundo trimestre. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima para todo el año un crecimiento en torno al 2,3%. La Zona del Euro creció en el primer trimestre en 0,3% y el FMI estima un crecimiento de 1,4% para al año; mientras que el Producto Interno Bruto (PIB) de Japón estima que declinaría en 1% en 2002.

La tasa de interés de los fondos federales de EEUU se mantuvo en 1,75%, el nivel más bajo en 40 años, y no se espera que suba en lo que resta del año, dada la ausencia de presiones inflacionarias. En efecto, la tasa de inflación a 12 meses en junio fue de 1,1%. Pese a la recuperación de la economía estadounidense, el dólar de este país, se debilitó frente al yen y al euro en el primer semestre de 2002 en 11,8% y 10,8%, respectivamente.

Las bolsas de valores soportaron fuertes ajustes en la mayoría de los países. Respecto a diciembre de 2001, el índice del Dow Jones bajó 8,5% y el Nasdaq 26%. El índice, medido en dólares estadounidenses, de las principales acciones de Europa (Euro Top 300) cayó 15%; sin embargo, la Bolsa de Tokio se recuperó en 10%.

En cambio, el panorama económico de América Latina muestra pocas señales de recuperación y fuertes perturbaciones financieras y cambiarias. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima que la región no crecería o que incluso se contraería en 2002. Una buena parte de los países de Latinoamérica, incluso aquellos para los que se proyectaba una expansión económica, muestran debilidad en su crecimiento. El Banco Mundial (BM) anticipa también un menor nivel de Inversión Extranjera Directa (IED) en la región.

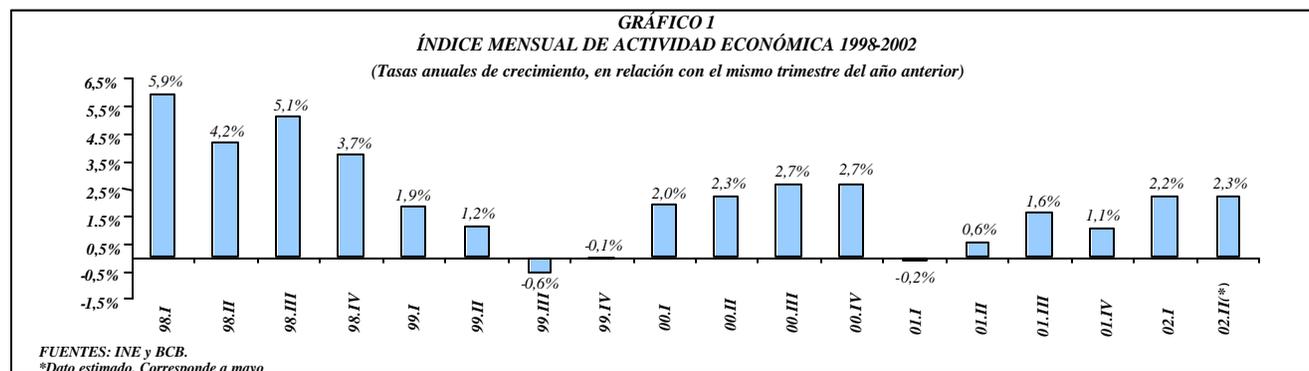
Las perturbaciones cambiarias y financieras se concentraron más en los países del Mercado Común del Sur ((MERCOSUR), debido a la profundización de la crisis de Argentina y a las percepciones negativas de inversores respecto al panorama electoral de Brasil. En el semestre, el "spread" de los bonos de ambos países se amplió en 6.276 y 978 puntos básicos y sus monedas se depreciaron en 280% y 46,7%, respectivamente. Uruguay y Paraguay fueron afectados por dichas perturbaciones. A consecuencia de ello Uruguay, que dejó flotar su moneda a partir del 20 de junio de 2002, registró en el primer semestre del año una depreciación de 48%; mientras que la moneda de Paraguay se depreció en 25%.

Las perspectivas mundiales para el 2002 son aún inciertas. El FMI espera recuperación moderada de la producción y volumen del comercio mundial en torno del 2,5%. En nuestra región, se espera que Argentina y Brasil logren el apoyo del FMI para estabilizar sus economías y que las medidas del Gobierno brasileño aplaquen los temores de los inversionistas.

El mayor dinamismo de la demanda internacional podría favorecer la recuperación de los precios de los productos básicos. En el primer semestre, el Índice de los Precios de los Productos Básicos de Exportación de Bolivia subió en 3,5%, si se excluyen los combustibles el aumento fue de 5,8%. Con base en el índice de precios de exportación de los Estados Unidos (excluidos los productos agrícolas), la relación de términos de intercambio mostró leve mejoría: 1,2% en el mismo período.

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA NACIONAL

La actividad económica nacional muestra algunas señales de recuperación. Con base en el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) que calcula el Instituto Nacional de Estadística (INE), se observa que luego de un leve descenso en el primer trimestre de 2001, se registraron tasas de crecimiento cada vez mayores, a excepción del cuarto trimestre de 2001. Entre enero y mayo de 2002, el IMAE registró un incremento de 2,3% respecto del mismo período del año anterior (Gráfico 1). De continuar con esta tendencia, se espera que la economía alcance el crecimiento estimado para todo el año entre 2,5% y 3,0%.



La recuperación estuvo liderada por el sector petróleo y gas natural (23,5%) y, en menor medida, por el sector comunicaciones (6,42%), electricidad, gas y agua (3,40%), minería (3,40%), agricultura (2,58%) e industria manufacturera (1,25%). En cambio, la actividad de construcción y obras públicas descendió significativamente (20,8%) y también, aunque en menor medida, la actividad del comercio (2,80%).

La crisis sigue afectando mucho a la construcción privada, actividad intensiva en empleo y no transable en el comercio internacional. Empero, cabe resaltar que el índice promedio de producción de cemento subió en 5,2% en el primer semestre de 2002 respecto del primer semestre de 2001.

Sobre la base del PIB al primer trimestre de 2002, la recuperación de la demanda interna estuvo más asociada al aumento del gasto en consumo final de los hogares (2,1%), además no se ve recuperación de la inversión bruta (-2,8%) y las existencias siguieron acumulándose (1,8%).¹

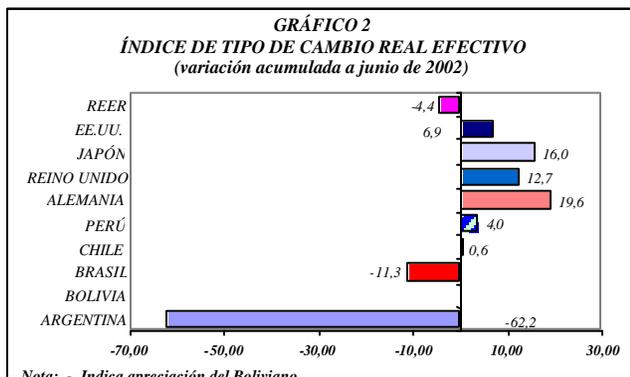
PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO

La inflación acumulada en el primer semestre de 2002 fue de 0,02%, menor a la inflación del mismo período de 2001 que alcanzó a 0,74%. En cambio, la inflación subyacente —excluye los productos estacionales y

más volátiles— fue mayor en el primer semestre de 2002 que en el de 2001 (0,4% y -0,1% respectivamente), lo que indicaría que durante este año hubo "shocks" deflacionarios más importantes que el año pasado. En efecto, de los primeros seis meses, cuatro de ellos fueron deflacionarios.

En junio de 2002 la inflación a 12 meses fue 0,20%, mientras que en junio de 2001 de 2,68%. De continuar la tendencia, el nivel de inflación sería menor al 3,5% previsto a principios de año. Este comportamiento estaría explicado por factores internos (congelamiento de los precios de hidrocarburos y mayor producción agrícola), y externos (deflación importada que resultaría de las fuertes depreciaciones nominales de importantes socios comerciales).

En el primer semestre de 2002, el tipo de cambio nominal se depreció 5,0%, mayor al 3,1% del primer semestre de 2001. No obstante el mayor ritmo de depreciación nominal y la menor inflación interna, el tipo de cambio real efectivo multilateral (REER) se apreció en 4,4%. Esta situación se debió a las fuertes depreciaciones nominales de Argentina y Brasil que se reflejaron en apreciaciones del tipo de cambio real efectivo bilateral de Bolivia con ambos países. En relación con los demás socios comerciales el REER registró depreciaciones reales (Gráfico 2).



SECTOR FISCAL

El déficit global del sector público aumentó de 3,0% del PIB en el primer semestre de 2001 a 4,4% del PIB en el primer semestre de 2002 (Bs788,9 y Bs1.216,6 millones, respectivamente)². El balance fiscal, excluyendo el costo de la reforma de pensiones, muestra un superávit de Bs92,5 millones, menor en 68,3% al superávit registrado en la gestión pasada.

El incremento del déficit global estuvo asociado, sobre todo a mayores gastos de capital y costos por pensiones y, en menor grado, al aumento de gastos corrientes. Así, la partida de egresos que mayor incremento tuvo fue la de gastos de capital, como resultado de la política fiscal anticíclica más expansiva, reflejada en las inversiones asociadas al Programa Nacional de Empleo, a los recursos obtenidos por el programa Highly Indebted Poor Countries (HIPC)—países pobres altamente endeudados— e iniciativas adicionales y al programa de conservación vial.

El incremento de los gastos se compensó, en parte, por mayores ingresos impositivos y por venta de hidrocarburos al exterior. Cabe destacar el aumento de las recaudaciones (rentas interna y aduanera), atribuible a la mayor actividad económica y a mayores importaciones y, en menor grado, a la mayor eficiencia en la administración tributaria gracias a la institucionalización de la Aduana Nacional y del Servicio de Impuestos Nacionales. Contribuyeron también a este resultado: la promulgación de la Ley de Regularización de Vehículos Automotores, el pago de impuestos en las actividades financiadas por la cooperación internacional, el aumento de la alícuota del Impuesto al Consumo Específico para las cervezas, vinos y singanis, y la profundización de Acuerdos Comerciales en el marco del MERCOSUR y la Comunidad Andina de Naciones (CAN).

Dos tercios del déficit global se financiaron con fuentes externas y un tercio con financiamiento interno. La importancia de la deuda interna en relación con la deuda total es creciente, su participación se incrementó de 22,1% en el 2001, a 26,6% en el 2002. Uno de los componentes más importantes del endeudamiento interno del sector público es el contraído con las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Estas, por ley, tienen que financiar parte del costo de la reforma de pensiones. El endeudamiento interno también se incrementa por la emisión de títulos valor del Tesoro General de la Nación (TGN) a las entidades financieras.

LA POLÍTICA MONETARIA

En los primeros meses de 2002, la política monetaria continuó siendo expansiva, como en los últimos años, evitando captar recursos del sistema financiero que pudieran ser destinados a actividades productivas. El saldo neto de los títulos que el BCB coloca mediante operaciones de mercado abierto se redujo de \$us60,8 en diciembre de 2001 a \$us44,2 millones a fines de marzo de 2002. Las tasas de estos instrumentos mostraron, casi en su generalidad, una tendencia decreciente en el primer trimestre, al igual que las tasas interbancarias para operaciones en moneda extranjera.

Los excedentes de liquidez del sistema financiero se redujeron, hasta abril, principalmente por transferencias netas de recursos al exterior. No hubo incremento del crédito bancario. La disminución de las tasas pactadas en el mercado interbancario, a niveles incluso por debajo de las tasas "overnight" de Estados Unidos, determinó que el BCB establezca en abril un nuevo instrumento denominado "Servicio Restringido de Depósitos en Moneda Extranjera" (aceptación de depósitos bancarios remunerados de corta duración). Esta operación, típica de bancos centrales para fines de regulación monetaria y para fijar pisos a las tasas de interés de muy corto plazo, contribuye también a desalentar la salida de divisas al exterior, y al

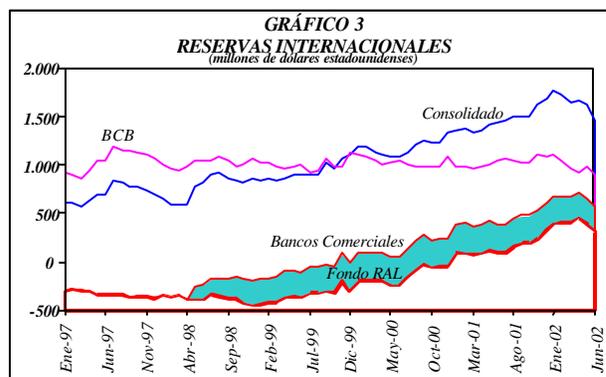
ser de muy corto plazo y por montos limitados, no afecta al nivel de crédito bancario al sector privado.

En el segundo trimestre, la política monetaria enfrentó un entorno más incierto en el sistema financiero nacional, en el cual incidieron las expectativas del público, motivadas tanto por el contexto internacional como por la coyuntura electoral interna. Estas expectativas acentuaron la disminución de los depósitos ya observado en meses previos e incidieron en una mayor demanda de recursos de las entidades financieras al BCB. Frente a esta coyuntura, el ente emisor mantuvo niveles de liquidez requeridos por el sistema financiero, preservando de esta manera la estabilidad.

Entre abril y junio, el BCB dio créditos de liquidez con garantía del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (RAL) y reportos por un monto aproximado de \$us319 millones, que solventaron el retiro de depósitos del sistema. Estos recursos fueron concedidos sin alterar los instrumentos de política monetaria vigentes. Los reportos consisten en la concertación simultánea de una compra al contado, por parte del BCB, de títulos públicos en poder de las entidades bancarias, con el compromiso de su venta a futuro. En este caso el BCB actúa como reportador y provee liquidez al sistema con una determinada tasa de interés. Por su parte, los créditos con garantía del Fondo RAL constituyen un instrumento rápido y oportuno. La tasa de interés de estos créditos actúa como "techo" (tasa "lombarda") a las tasas de interés de corto plazo.

Los desafíos de la coyuntura pusieron de manifiesto la estabilidad y solvencia del sistema financiero. Asimismo, ratificaron la importancia que el BCB da al mantener un nivel adecuado de reservas internacionales que, junto a su crédito interno, constituyen las metas de los programas monetarios anuales. Éstos, consistentes con las medidas de política fiscal y de balanza de pagos, incluyen, además de los objetivos de crecimiento, el objetivo fundamental del BCB: mantener la estabilidad de precios.

Conviene recordar también uno de los rasgos del actual sistema de encaje legal. Con la constitución del Fondo RAL en moneda extranjera, gran parte del encaje legal está invertido en el exterior y constituye reservas internacionales del sistema financiero. Las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB no incluyen estos recursos y ninguna entidad del Estado, ni siquiera el BCB, puede disponer de ellos para financiar operaciones no relacionadas con las entidades financieras. Por tanto, para tener una idea completa de las reservas internacionales del país en su conjunto, se debe mirar el indicador de reservas netas consolidadas del sistema financiero total (Gráfico 3). Este indicador ha mejorado bastante, no sólo como resultado del Fondo RAL a partir de mayo de 1998, sino por el incremento de otros activos externos y la reducción de pasivos externos de corto plazo que ha tenido la banca en los años recientes. El nivel más alto se alcanzó en enero 2002 y permitió que el posterior descenso de depósitos sea financiado en forma ordenada.



Las presiones coyunturales sobre la liquidez incidieron en el alza de las tasas de reportos en el BCB, situándose a fines de junio en 11,5% para moneda nacional (MN) y 4,5% para moneda extranjera (ME), respecto del 8,5% y 3,0% de fines de diciembre de 2001, respectivamente. Asimismo, las tasas interbancarias subieron de 5,9% en MN y 0,6% en ME en febrero de 2002, cuando registraron su nivel más bajo en el año: 8,3% y 3,5% en junio, respectivamente. Por su parte, las tasas pasivas también se incrementaron a partir de abril, y las tasas activas, luego de una tendencia decreciente hasta marzo, experimentaron incrementos en los meses sucesivos, aunque los niveles de junio de 2002 se encuentran todavía por debajo de los observados en diciembre de 2001.

Por otra parte, con el fin de diversificar el mercado y de incentivar el uso voluntario de la moneda nacional, en febrero de este año el Comité de Operaciones de Mercado Abierto decidió subastar títulos de deuda denominados en moneda nacional con mantenimiento de valor con relación a la Unidad de Fomento de Vivienda (UFV). Las tasas para estos instrumentos a un año alcanzaron a 9,81%, menor en 2,1 puntos porcentuales a la tasa en MN. Se colocó un total de títulos con esta denominación por UFV 17,8 millones.

OPERACIONES DEL RESTO DEL SISTEMA FINANCIERO

El semestre mostró la persistencia de algunos de los factores que habían caracterizado el desempeño bancario durante el 2001: la contracción del crédito al sector privado y la caída en las captaciones del público. La disminución del crédito se desaceleró, habiendo alcanzado en el primer semestre de 2002 a la mitad de la observada en el primer semestre de 2001. La disminución de los depósitos, que inicialmente estuvo asociada a los bajos rendimientos ofrecidos por el sistema, se vio acentuada por la coyuntura externa o la incertidumbre política interna.

En la primera mitad de 2002, la caída de los depósitos del público en la banca se aproximó a \$us348 millones. Las reducciones más significativas fueron en depósitos a la vista, ahorro y plazos fijos menores a 90 días. Los depósitos a plazo mayores a 720 días tuvieron un pequeño incremento.

Durante la mayoría de los meses de 2001 y hasta abril de 2002, las entidades bancarias realizaron transferencias netas de recursos al

exterior para incrementar sustancialmente sus RIN. Este comportamiento se revirtió en los meses de mayo y junio de 2002, cuando se registraron importantes repatriaciones de recursos del exterior para satisfacer las necesidades de liquidez de la banca.

El crédito del sistema bancario al sector privado descendió en el primer semestre de 2002 en el equivalente a \$us161 millones. En similar período del año anterior el descenso fue de \$us298 millones.

Las operaciones de instituciones financieras no bancarias como las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) y otras, continuaron incrementándose moderadamente hasta mayo, compensando parcialmente la contracción de depósitos del sector bancario. Esta tendencia cambió bruscamente durante junio, como reflejo de la incertidumbre y de la disminución del rendimiento de los portafolios.

En el segundo trimestre, los medios de pago (M¹) aumentaron en Bs265,6 millones, pero este incremento no compensó el descenso de Bs610,8 millones del primer trimestre. Esta situación originó que en el semestre, M¹ disminuya en Bs345,2 millones respecto a su nivel de diciembre de 2001. La oferta monetaria ampliada M³ disminuyó en 5,5% como reflejo de la disminución de los depósitos bancarios. En una coyuntura caracterizada por mínimas presiones inflacionarias, la demanda real de dinero muestra tasas anuales positivas de crecimiento. A junio, M1 registró una variación real anual de 8,6% y M² una variación de 14,4%, lo que deberá contribuir a la reactivación.

CUADRO N° 1
AGREGADOS MONETARIOS
(en millones de Bs. de 1991)

	Jun-01	Dic-01	Jun-02	Var. Jun/01-Jun/02
M ¹	3.210	3.748	3.576	11,39%
M ³	13.950	14.509	13.710	-1,72%

SECTOR EXTERNO

El saldo de las RIN netas del BCB al 30 de junio de 2002 fue de \$us905,3 millones, cifra menor en \$us172,1 millones al saldo del 31 de diciembre de 2001. El nivel actual de reservas brutas³ permite cubrir más de seis meses de importaciones de productos y servicios.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se incrementó de 4,3% del PIB en el primer semestre de 2001, a 6,5% del PIB en el primer semestre de 2002⁴. Este resultado se explica por los mayores déficit comercial y de servicios, y por la reducción de las transferencias unilaterales. En cambio, disminuyeron las salidas por renta neta de factores —pago de intereses por deuda externa y remesas de utilidades al exterior—, como muestra el siguiente cuadro.

CUADRO N° 2
BALANZA DE PAGOS
(En millones de dólares estadounidenses)

DETALLE	ENE - JUN 2001	ENE - JUN 2002 (p)	VARIACIÓN ABSOLUTA
CUENTA CORRIENTE (como % del PIB)	-175,4 -4,3	-250,8 -6,5	-75,4
Balanza Comercial	-258,9	-304,2	-45,3
Exportaciones, FOB	595,1	566,1	-29,0
De las cuales Gas Natural	102,0	94,6	-7,4
Importaciones, CIF	-854,0	-870,3	-16,3
Renta de Factores (Neto)	-111,7	-90,9	20,8
Transferencias	210,5	170,5	-40,0
Servicios (Neto)	-15,4	-26,2	-10,8
CUENTA CAPITAL	124,3	40,9	-83,4
Transferencias de Capital	1,6	1,5	-0,1
Inversión de cartera	-16,3	8,3	24,6
Inversión Directa	303,9	272,0	-31,9
Préstamos (netos) al Sector Público	54,1	82,3	28,2
Préstamos (netos) al sector privado	-34,8	-59,2	-24,5
Otro capital	-184,2	-264,0	-79,8
Del cual: Errores y Omisiones	-52,7	-252,3	-199,6
BALANCE GLOBAL	-51,1	-209,9	6,5
TOTAL FINANCIAMIENTO	51,1	209,9	158,8
1. RESERVAS INTERNACIONAL NETAS (aumento: -)	50,1	201,5	151,3
2. ALIVIO HIPC (REPROGRAMACIÓN)	1,0	8,4	7,4

Fuente: Banco Central de Bolivia- Asesoría de Política Económica
(p) preliminar

El mayor déficit comercial se debe sobre todo, a la reducción de las exportaciones. Según datos preliminares, el valor de las exportaciones totales en el primer semestre de 2002 se redujo en 4,9% respecto del registrado en el primer semestre de 2001. Este resultado se debió, en su mayor parte, a la disminución del valor de las exportaciones mineras (25,5%) y de hidrocarburos (1%). Las primeras como resultado de la disminución de los volúmenes de exportación (24,8%) y los segundos por los menores precios porque sus volúmenes aumentaron (35,7%). Se vieron, en cambio, aumentos apreciables en el valor de las exportaciones no tradicionales (13,6%), sobre todo entre los derivados de la soya.

Las importaciones en el primer semestre de 2002 crecieron en 1,9% respecto de las registradas en similar período de 2001. Esto sobre todo por el aumento de las importaciones de bienes intermedios (3,6%) y de capital (12,7%), pues las de bienes de consumo cayeron bastante (6,8%).

La cuenta capital registró menores entradas netas que en el primer semestre de 2001. Los menores ingresos de capital fueron más para las operaciones del sector privado, pues los desembolsos netos al sector público fueron mayores. La IED no llegó al nivel del primer semestre de 2001, aunque sigue como la fuente más importante de captación de recursos externos (cubrió casi 108,5% del déficit en cuenta corriente). Asimismo, los desembolsos netos al sector privado cayeron y la salida de otro capital aumentó. Ambas transacciones se atribuyen al sector privado.

Cabe anotar que el retiro de depósitos en \$us del sistema financiero hizo disminuir las reservas internacionales del BCB. Debido a que estas operaciones, en su mayor parte, no habrían tenido como contrapartida una transacción con el exterior, se incrementaron significativamente los débitos en errores y omisiones de la balanza de pagos.

A junio del presente año, el saldo nominal de la deuda externa pública de mediano y largo plazo registró \$us4.130,9 millones (\$us206,6 millones menos que en junio de 2001). Cabe destacar que en el primer semestre de 2002, el país se benefició con los alivios de deuda establecidos en el marco de la Iniciativa HIPC (I y II) y otros adicionales, por un total de \$us79,9 millones (amortizaciones \$us48,2 millones e intereses \$us31,7 millones). El alivio a través del HIPC I fue \$us22,6 millones, del HIPC II \$us43,0 millones y de las iniciativas adicionales \$us14,3 millones.

¹ INE (2002). Nota de Prensa N° 102. El Producto Interno Bruto crece en 1,95%.

² Déficit de los primeros semestres con respecto al PIB semestral. En 2002, la cifra de déficit es preliminar y el PIB fue estimado con el crecimiento del IMAE a mayo (2,28%) y una variación del deflactor del 1%.

³ Incluyendo aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas.

⁴ Déficit de cada semestre como porcentaje del PIB semestral.