

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

JULIO 2009



Banco Central de Bolivia

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

JULIO 2009

Banco Central de Bolivia



Índice

PRESENTACIÓN	5
RESUMEN EJECUTIVO	9
I. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	15
I.1 Evolución reciente de la inflación.....	15
I.2 Inflación por divisiones.....	19
I.3 Inflación por ciudades.....	21
I.4 Indicadores adicionales de presiones inflacionarias.....	22
I.4.1 Precios al productor	22
I.4.2 Costos de la construcción	22
I.4.3 Remuneraciones.....	23
I.5 Factores que explican el comportamiento de la inflación.....	23
I.5.1 Efectos de la crisis global	24
I.5.2 Efectos de las políticas aplicadas por el BCB.....	27
I.5.3 Favorable desempeño del sector agropecuario	27
I.5.4 El Desvanecimiento de las expectativas inflacionarias	29
Recuadro I.1 "Desinflación" y estabilización de precios	31
II. CONTEXTO INTERNACIONAL.....	37
II.1 Actividad económica mundial	37
II.2 Precios de los productos básicos	40
II.3 Inflación internacional.....	42
II.4 Mercados financieros y movimiento de capitales.....	44
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO.....	47
III.1 Actividad económica y gasto.....	47
III.1.1 Actividad económica.....	48
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto.....	50
III.2 Finanzas públicas	51
III.3 Demanda externa y balanza de pagos.....	52
III.4 Intermediación financiera.....	54
III.5 Comportamiento de los agregados monetarios.....	56
Recuadro III.1 Tendencias recientes de la dolarización financiera	59

IV. POLÍTICAS DEL BCB	61
IV.1 Política monetaria	62
IV.1.1 El programa monetario	62
IV.1.2 Operaciones de mercado abierto	64
IV.1.3 Encaje legal	67
IV.2 Política cambiaria	68
IV.2.1 Orientación de la política cambiaria	68
IV.2.2 Medidas complementarias	71
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	73
V.1 Contexto internacional	73
V.2 Contexto nacional.....	76
V.3 Perspectivas de inflación.....	77
V.4 Balance de riesgos.....	79
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE UTILIZACIÓN FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN	83

Presentación

La política monetaria del Banco Central de Bolivia (BCB), conforme con lo dispuesto en el Artículo 327° de la Constitución Política del Estado, tiene como función "mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social".

Una inflación baja y estable contribuye al bienestar de la población, genera un mejor clima de confianza, preserva el valor real de los ingresos y la riqueza y crea las condiciones para la aplicación de políticas económicas y sociales que promuevan mayor crecimiento económico y contribuyan a la erradicación de la pobreza.

En este marco, el BCB cumple con presentar al país el *Informe de Política Monetaria* (IPM) de julio de 2009, que tiene dos propósitos: el primero, examinar y explicar la evolución general de los precios a los consumidores observada en el primer semestre del año en curso, la situación económica que determinó este comportamiento y la aplicación de las políticas monetaria y cambiaria; y el segundo, señalar las perspectivas y riesgos sobre la inflación para lo que resta del bienio 2009-2010.

Para tal efecto el IPM describe la evolución de la inflación en la primera mitad de 2009, el contexto económico internacional y nacional, las políticas empleadas para el control de la inflación y las perspectivas más probables de la economía, en especial la inflación, para lo próximos tres semestres con el respectivo balance de riesgos. El IPM aporta con información macroeconómica clara y concreta para la mejor toma de decisiones por parte de los agentes económicos así como para conocimiento del

público en general, constituyéndose en un medio para rendir cuentas a la sociedad sobre el accionar del BCB y, de esa forma, promover la transparencia en el servicio público.

El análisis realizado permite afirmar que durante los primeros seis meses del año la inflación continuó reduciéndose pero a un ritmo mucho más acelerado que el previsto a principios de año, de tal forma que la inflación a doce meses se contrajo de 11,8% en diciembre de 2008 a 2,1% en junio de 2009, casi diez puntos porcentuales. Por esta razón, la inflación observada estuvo por debajo del escenario previsto en el anterior IPM, debido principalmente a la caída de la inflación importada, al efecto de las políticas económicas internas aplicadas, al desvanecimiento de las expectativas inflacionarias y la ausencia de fenómenos climáticos adversos.

La política monetaria continuó con la orientación expansiva adoptada en el último trimestre de 2008, cambio asumido con la finalidad de apuntalar la demanda agregada y con el objeto de amortiguar los efectos de la crisis internacional en la economía boliviana, sin descuidar el comportamiento de los precios, la remonetización de la economía y la estabilidad cambiaria y financiera. En este sentido, en el contexto de una política contracíclica prudente, se expandió el crédito interno neto al sistema financiero mediante la redención neta de títulos emitidos en Operaciones de Mercado Abierto (OMA), lo que contribuyó a reducir significativamente las tasas de rendimiento de estos instrumentos, y que comenzó a transmitirse, aunque con rezago, a las tasas interbancarias y de intermediación financiera. Por otra parte, se modificaron los requerimientos de encaje legal para que los costos económicos de la dolarización

sean asumidos por los agentes que optan por esta alternativa y para contribuir al aumento de la cartera en moneda nacional.

El análisis resultante del balance de riesgos muestra que en el escenario más probable la inflación terminaría en torno a 3% en 2009 y 4,5% en 2010, en un proceso de convergencia a la meta de mediano plazo (4%). Esta proyección no está exenta de riesgos, los cuales se relacionan con la probabilidad de ajustes de precios relativos internos, la velocidad a la cual se recuperaría la actividad mundial y especialmente su relación con el comportamiento de los precios internacionales de alimentos y combustibles, factores climáticos que inciden en la oferta de bienes y las perspectivas sobre la evolución de la divisa estadounidense, entre los más importantes. Estos riesgos están balanceados.

Finalmente, el BCB reitera su compromiso con la función asignada por la Ley superior del Estado Plurinacional de Bolivia: el control de la inflación, así como en la labor de atenuar los efectos de la crisis internacional en la economía nacional, en especial en los mercados monetario, cambiario y financiero, de forma coordinada con la política económica del Órgano Ejecutivo, para contribuir al desarrollo económico y social del país.

El presente IPM fue aprobado en la sesión ordinaria del Directorio del ente emisor en fecha 21 de julio del presente año y representa la visión institucional sobre las acciones que se están tomando para cumplir con la tarea encomendada al BCB.

La Paz, julio de 2009

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 17 de julio de 2009. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

Resumen ejecutivo

Durante el primer semestre de 2009, la inflación continuó con el descenso iniciado a partir de julio de 2008, aunque en una magnitud significativamente mayor que la prevista en el *Informe de Política Monetaria* (IPM) de enero. En efecto, la variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en los primeros seis meses del año fue negativa (-0,6%) y la tasa de inflación interanual fue 2,1% en junio, casi 10 puntos porcentuales (pp) por debajo de la observada en diciembre de 2008 (11,8%) y cerca de 15pp menor a la de similar mes de 2008 (17,3%). La menor inflación se observó en las distintas capitales del país donde se recaba información para el IPC.

Cabe destacar que la fuerte reducción de precios experimentada en Bolivia obedece a un proceso de estabilización (o "desinflación") y se explica por la corrección de precios especialmente en una división específica del IPC (Alimentos y Bebidas no Alcohólicas) y no a un proceso deflacionario, que se define como una caída generalizada de precios. Prueba de ello es que la economía, el consumo y el crédito continuaron creciendo, al contrario de lo que acontecería en una fase de deflación. Además se debe tomar en cuenta, que la caída en los precios de los alimentos es beneficiosa para la población boliviana en su conjunto, ya que aumenta el poder de compra, particularmente de los sectores más vulnerables.

De igual forma, las medidas de inflación relevante para las políticas monetaria y cambiaria (inflación subyacente y núcleo inflacionario) descendieron, hasta situarse entre 2% y 3% al cierre del primer semestre. Este descenso revela que las políticas aplicadas en los meses previos tuvieron efectos en reducir el incremento de precios. Por otra parte, en los dos últimos meses

la inflación núcleo interanual se ubicó por encima de la inflación total, hecho que sugiere que la tendencia de la inflación se estaría estabilizando, convergiendo a sus niveles de mediano plazo.

Los indicadores adicionales de inflación (como los precios al productor manufacturero, los costos de construcción y las remuneraciones) también se desaceleraron, en línea con lo observado con la inflación total.

Los principales factores que promovieron la caída de la inflación fueron cuatro: i) la caída de la inflación internacional como resultado de la recesión económica global, reflejada en la disminución de los precios internacionales de alimentos, combustibles y materias primas (*commodities*); ii) el efecto de las políticas del Banco Central de Bolivia (BCB) y las medidas del Gobierno, ambas orientadas a controlar las presiones inflacionarias; iii) el favorable desempeño del sector agropecuario, que implicó el normal abastecimiento en los centros de abasto; y iv) el desvanecimiento de las expectativas de inflación y, consecuente con ello y con las políticas de provisión gubernamentales, el abatimiento de la especulación en los mercados.

En el contexto internacional, la recesión económica, la peor desde la Segunda Guerra Mundial, habría dejado de profundizarse, en el primer semestre de 2009, aunque continuaron las perspectivas de un crecimiento negativo para todo el año. En los países desarrollados se observó una contracción económica generalizada, principalmente en Japón, la Zona del Euro, el Reino Unido y en Estados Unidos, país en el que se originó la crisis económica actual. En estos países el desempleo aumentó tanto por la menor caída de la actividad económica como por la quiebra de importantes empresas financieras e industriales.

La recesión también se extendió a los países emergentes y en desarrollo, aunque en una magnitud más moderada y diferenciada. Las excepciones más notables fueron China e India, países que se caracterizaron por un fuerte dinamismo en los últimos años, puesto que la desaceleración que experimentaron de niveles iguales o mayores a 10% a cifras en torno a 6%, implica todavía altas tasas de crecimiento (las mayores del mundo), por lo cual estos países serán fundamentales en la recuperación económica global.

En el caso de América Latina, México fue el más afectado debido a la significativa relación comercial y financiera con EE.UU. y las consecuencias adversas de la gripe A(H1N1), principalmente sobre el turismo. Por su parte, Brasil y Chile, países con importante grado de apertura financiera, también experimentaron una recesión en el primer trimestre. Otras economías de la región experimentaron sólo una desaceleración del crecimiento, aunque Argentina comenzó a mostrar una caída pronunciada en su producción industrial.

En los últimos meses, los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas en la mayoría de los países muestran que la crisis estaría tocando fondo. Asimismo, paulatinamente están mejorando los precios de las materias primas. No obstante, las condiciones de estos mercados son todavía inciertas, puesto que dependen de las características de oferta y demanda de cada materia prima en particular. Por ejemplo, los precios de combustibles y minerales se recuperaron parcialmente, mientras que los de carácter agrícola se mantuvieron estables, salvo el de la soya, que cayó en la primera mitad del año.

Debido a la recesión mundial y los menores precios de materias primas, la inflación disminuyó en la mayoría de los países, inclusive observándose tasas negativas, especialmente en las economías avanzadas. Esta caída dio mayor margen de acción a las políticas monetarias, las cuales tuvieron una orientación expansiva y coadyuvaron a la inyección de liquidez para evitar una propagación mayor de la crisis económica. De igual forma, los indicadores de inflación subyacente se han estabilizado cerca de los niveles o rangos meta de los países.

Los indicadores financieros, como los índices accionarios y los *spreads* de crédito, mejoraron moderadamente. Pese a ello, persiste la incertidumbre

sobre el estado futuro de las economías avanzadas, puesto que las inyecciones de liquidez y los programas de estímulo fiscal incrementaron la deuda pública; y la expansión monetaria podría generar un repunte posterior de la inflación, aunque de menor magnitud a la de los años 2007-2008. Por este motivo, el dólar se depreció en el primer semestre del año, luego de la apreciación experimentada a fines de 2008 por el fenómeno de "huída a la calidad", que implicó un aumento inicial de la tenencia de títulos públicos de EE.UU. por los inversores.

El Producto Interno Bruto (PIB) boliviano continuó creciendo, pero a una tasa más moderada, habiendo disminuido de 4,2% en el último trimestre de 2008 a 2,1% en el primer trimestre de 2009, como resultado de la crisis económica mundial. No obstante, esta cifra positiva es superior a la observada en la mayoría de los países de la región, muchos de los cuales experimentaron tasas de crecimiento económicas negativas.

A nivel sectorial, la producción de gas disminuyó 19,9% en términos interanuales durante el primer trimestre como consecuencia de la menor demanda de Brasil, mientras que la producción minera continuó creciendo a una tasa importante (19,9%), aunque más moderada que la fuerte expansión promedio de 2008 (56,3%). La construcción (7,4%) y la industria (1,6%) se desaceleraron por el menor dinamismo de la demanda interna y externa, mientras que la producción agropecuaria tuvo un crecimiento positivo (2,7%) por las favorables condiciones climáticas. Desde la perspectiva del gasto, el crecimiento de la demanda interna (5,9%) continuó siendo el motor de la actividad económica, destacándose el dinamismo de la inversión (24,1%), mientras que la demanda externa neta mostró cifras negativas.

Las operaciones del sector público en el primer semestre arrojaron un superávit equivalente al 2,4% del PIB anual estimado para 2009. Este resultado fue determinado por la austeridad fiscal en el gasto corriente y los importantes ingresos de exportación de hidrocarburos por los todavía altos precios del gas boliviano de exportación. El superávit se reflejó en el incremento de los depósitos del Sector Público No Financiero (SPNF), aunque en una proporción menor que la observada en 2008.

En el sector externo, en los primeros cinco meses del año la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit equivalente al 1,6% del PIB estimado para el año, principalmente como resultado de un saldo positivo de la balanza comercial y de las remesas netas provenientes del exterior. Sin embargo, en términos absolutos, el valor de las exportaciones disminuyó 30% respecto al observado en 2008, debido a la caída de las cotizaciones internacionales de los productos exportados, aunque conviene notar que el monto de las exportaciones supera al de 2007 y de años anteriores. En el caso de las importaciones de bienes, su valor disminuyó en 8,5%, una reducción moderada, considerando que la participación de los bienes intermedios y de capital se ha incrementado de 75% a 80% del total de las importaciones cuando se comparan entre los primeros cinco meses de 2008 y 2009.

El saldo positivo de la balanza de pagos se reflejó en un incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) consolidadas del sistema financiero de \$us522 millones entre el cierre de 2008 y fines de junio de 2009, totalizando \$us9.162 millones, de las cuales \$us7.956 millones corresponden al BCB. El incremento también se explica por la caída paulatina de la demanda de dólares en el Bolsín y de las transferencias netas al exterior a lo largo del semestre. Es importante señalar que el nivel de las RIN en porcentaje del PIB es el más alto de la región y de la historia económica boliviana.

Por su parte, la intermediación financiera continuó mostrando buenos y sólidos indicadores de solvencia, morosidad y liquidez. Las captaciones como las colocaciones continuaron creciendo, aunque persistió la brecha positiva entre los depósitos y los créditos. Pese a las expectativas injustificadas de depreciación de la moneda nacional, entre fines de 2008 y principios de 2009 que se tradujeron en un mayor ritmo de dolarización de las operaciones financieras, se observó a finales del semestre una profundización de la remonetización. Las medidas de encaje adoptadas por el BCB (descritas más adelante) se orientaron a dinamizar las operaciones financieras en moneda nacional y promover el crecimiento de esta cartera. En este sentido, los esfuerzos del BCB y de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) se han orientado a que en los próximos meses exista un mayor

esfuerzo de parte de las entidades financieras para dinamizar el mercado de créditos.

En un entorno de desaceleración de la tasa de crecimiento de la actividad económica y caída de la inflación nacional, las políticas del BCB continuaron con la orientación expansiva iniciada en el último trimestre de 2008. Manteniendo su carácter contracíclico, las políticas del ente emisor se orientaron a preservar la confianza en el sistema financiero y a apuntalar la demanda agregada, sin descuidar el cumplimiento de la función asignada por la Constitución Política del Estado y la Ley 1670: mantener una inflación baja y estable para contribuir al desarrollo económico y social del país.

El Programa Monetario y Financiero acordado con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas refleja esta orientación. Para la gestión 2009 se establecieron metas de expansión del crédito interno neto total y al SPNF del BCB, un moderado déficit fiscal y una leve pérdida de RIN. Con ello, el Directorio del BCB aprobó una directriz de redención neta de títulos públicos a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA). Al primer semestre se cumplieron holgadamente todas las metas.

En esa línea, la oferta de títulos en OMA se redujo y continuó la redención neta de títulos para inyectar liquidez en los mercados monetario y financiero. Por esta razón, las tasas del mercado monetario disminuyeron de niveles superiores al 10% a fines de 2008 a tasas en torno a 1% al cierre del primer semestre. Se espera que este esfuerzo se transmita a las tasas de interés del sistema financiero.

Para promover la remonetización y el crecimiento de la cartera en moneda nacional, el BCB aprobó y puso en vigencia modificaciones al Reglamento de Encaje Legal. A partir de enero del presente año la tasa adicional para depósitos en moneda extranjera aumentó de 7,5% a 30% y se anuló el mecanismo de compensación por el crecimiento de los depósitos en moneda nacional. Por otra parte, se aprobó una modificación que reduce el encaje en moneda nacional en función al crecimiento de la cartera en moneda nacional, la misma que se aplicaría a partir del mes de agosto de 2009.

Por su parte, la política cambiaria fue consistente con la menor inflación observada y esperada. Además, proveyó la estabilidad necesaria en un contexto externo de depreciación de las monedas de los principales socios comerciales con relación al dólar estadounidense en los últimos meses de 2008 y de posterior apreciación, evitando una sobre-reacción innecesaria en el mercado cambiario. El alto nivel de RIN, la continua prudencia en la conducción de la política cambiaria y una mayor oferta de divisas (siempre superior a la demanda) hicieron que se estableciera el mercado cambiario. También fueron determinantes la aprobación y vigencia del nuevo Reglamento de Operaciones Cambiarias, que limitó los márgenes para el tipo de cambio de venta y compra de divisas en las operaciones cambiarias de las entidades financieras y el aumento (disminución) de las comisiones para transferencias hacia (desde) el exterior, con el fin de evitar movimientos especulativos.

En cuanto al escenario futuro más probable para lo que resta del bienio 2009 - 2010, existen perspectivas favorables acerca del inicio de la recuperación de la economía a nivel mundial, entre ellas la estabilización paulatina de los mercados financieros internacionales y los pronósticos un poco más alentadores de diversas instituciones y analistas con relación al crecimiento futuro de la actividad productiva. Sin embargo, las debilidades persisten, especialmente en el mercado financiero internacional, y generan todavía incertidumbre sobre la celeridad de este proceso de recuperación.

En lo concerniente a América Latina, se espera que en 2009 en muchas de los países las tasas de crecimiento disminuyan con relación a las registradas en gestiones pasadas como consecuencia de la recesión global, con economías que se contraerían como el caso de México, Chile y Brasil. La Comisión Económica para América Latina (CEPAL) señaló que es posible esperar una recuperación económica para el segundo semestre de este año. Pero, las perspectivas para 2010 apuntan a que irían recuperándose de manera gradual y con tasas moderadas. Esta reversión vendría explicada por un ascenso de precios de las materias primas, mayor inversión y la concreción de los efectos de los estímulos monetarios y fiscales en estas economías. En todo caso Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú muestran señales tempranas de recuperación según la CEPAL en base a indicadores para dichos países.

A nivel nacional se espera que el crecimiento del PIB para 2009 esté en torno al 4%, menor a la proyección del IPM de enero de 2009. No obstante, las estimaciones de instituciones internacionales señalan que en 2009 Bolivia registraría uno de los crecimientos más altos de la región. En esta línea, se espera que esta desaceleración se revierta en la siguiente gestión como efecto de la recuperación paulatina de la economía global, el dinamismo inyectado por proyectos mineros de gran envergadura como el Mutún, la ampliación de la metalúrgica Vinto o el Ingenio de Santa Elena de Huanuni, entre otros. También se prevé un aumento en la demanda de gas natural por parte de Argentina y Brasil, debido a la recuperación del dinamismo de sus respectivos sectores productivos, así como mayores inversiones por parte de Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos desde el segundo semestre de 2009. De esta forma, se mantiene la proyección de crecimiento para el siguiente año del IPM anterior (en torno a 5%).

En lo que respecta a la balanza de pagos, se espera que en 2009 la cuenta corriente termine con un déficit cercano a 2,5% del PIB, que estaría explicado por un menor valor de exportaciones y remesas recibidas como consecuencia de la desaceleración de la economía mundial y un nivel estable de las importaciones.

Las perspectivas sobre la evolución de la inflación para el segundo semestre de 2009 indican que continuará el período de estabilización. Para la gestión 2010, se prevé un leve incremento en el primer semestre por efectos de base de comparación y debido a las secuelas que tendría la probable ocurrencia del fenómeno "El Niño" sobre la división de alimentos, si éste se manifiesta entre finales de 2009 o inicios de 2010, para luego mostrar una trayectoria estable gradual hacia fines de ese año.

En general, la recuperación de la economía mundial, la estabilización de la inflación internacional, un buen desempeño económico nacional acompañado de un ambiente climatológico propicio, serían los principales elementos que promoverían el afianzamiento de la inflación boliviana en un nivel bajo y estable. De esta forma, el análisis realizado señala que a finales de 2009 la inflación cerraría en un nivel cercano a 3%,

mientras que en 2010 esta cifra (4,5%) estaría levemente por encima de la meta de mediano plazo (4%).

Entre los principales factores de riesgo que podrían implicar desvíos de la inflación con respecto a su proyección central están la evolución positiva de la economía internacional, la probabilidad de ajuste de precios regulados, la manifestación de fenómenos

climatológicos y la evolución de las paridades de los socios comerciales de Bolivia, entre los más importantes. Se debe destacar que los riesgos están balanceados.

Finalmente, conviene remarcar que el BCB está comprometido con el objetivo de velar por la estabilidad de precios para contribuir al desarrollo económico y social del país.

I. Comportamiento reciente de la inflación

Durante el primer semestre de 2009 la inflación interanual acentuó su ritmo decreciente iniciado en julio de 2008 en una magnitud mayor a la prevista en el Informe de Política Monetaria (IPM) de enero de 2009. Este comportamiento se debió a la abrupta caída de la inflación internacional, especialmente de alimentos y combustibles, como consecuencia de la recesión mundial, el efecto de las políticas económicas aplicadas en el país, el buen desempeño del sector agropecuario por las favorables condiciones climáticas, el desvanecimiento de las expectativas inflacionarias y el abatimiento de la especulación que determinaron la reducción principalmente de los precios de los alimentos de la canasta familiar. Estos factores explican el descenso en la variación de los indicadores de tendencia (inflación núcleo y subyacente) y de los principales índices de presiones inflacionarias que muestran un retorno de la inflación a sus tasas naturales.

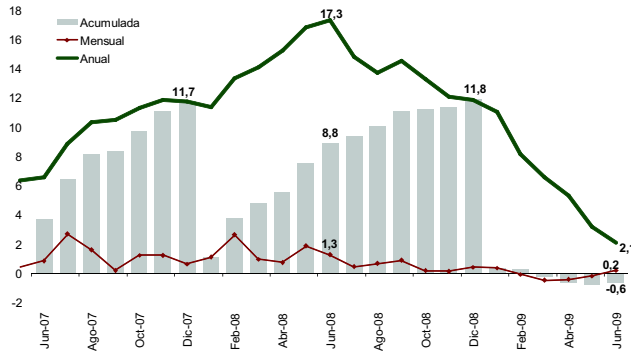
I.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En los primeros seis meses de 2009 la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) calculado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) alcanzó 2,1%, mostrando que la inflación esta retornando hacia niveles normales.

La reducción de la tasa de inflación interanual en el primer semestre fue significativa, puesto que es menor en casi 10 puntos porcentuales (pp) respecto a diciembre de 2008 (11,8%) y 15pp con respecto a junio de 2008 (17,3%), luego de haber sido afectada por una serie de choques tanto de oferta como de demanda y de origen interno y principalmente externo, como fueron el incremento de la inflación importada (por el

alza de los precios de alimentos y combustibles a nivel mundial y la depreciación del dólar), los efectos negativos de fenómenos climáticos consecutivos (El Niño en 2007 y La Niña en 2008), el dinamismo de la demanda agregada y expectativas de alza de precios derivadas de presiones especulativas.

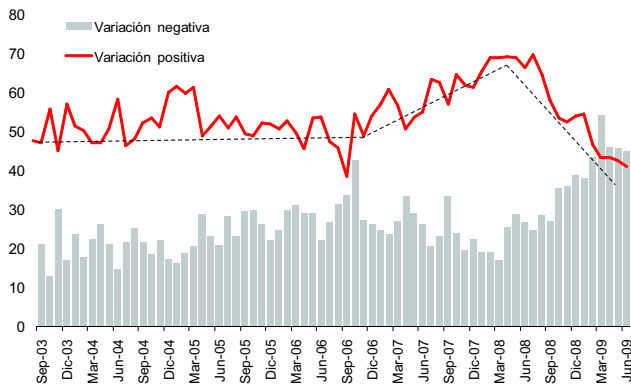
GRÁFICO I.1: INFLACIÓN MENSUAL, ACUMULADA Y ANUAL (En porcentaje)



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

Las tasas de inflación mensuales negativas en cuatro de los seis meses del semestre determinaron la rápida caída de la variación anual.¹ Este comportamiento no se había registrado en los últimos 73 años,² lo que determinó que la variación acumulada en el semestre sea -0,6% a junio (Gráfico I.1). Sin embargo, se debe considerar que entre diciembre de 2006 y enero de 2009 el IPC se incrementó 24,9%, lo cual señala que el fenómeno observado corresponde a una fuerte corrección hacia la baja "des-inflación",³ que significaría que los niveles de precios estarían retornando a sus niveles considerados normales o estables, aspecto totalmente distinto a una posible amenaza de deflación, puesto que esta se entiende como una caída generalizada y continua de los precios, cuyo análisis se aborda en el Recuadro I.1.

GRÁFICO I.2: PORCENTAJE DE PRODUCTOS QUE AUMENTARON Y DISMINUYERON DE PRECIO(*)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (*) Ajustado por el cambio de año base del IPC de 2007

Este hecho es consistente con la evolución del porcentaje de artículos incluidos en el IPC que experimentaron incrementos y reducciones de precios en cada mes. El indicador de artículos que muestra las variaciones positivas, que en promedio fue 55% de productos por mes, se incrementó marcadamente desde finales de 2006 hasta junio de 2008, cuando el 66% de los artículos registraron variación positiva, posteriormente tuvo una fuerte caída, llegando a junio de 2009 a 41%. Coherente con lo anterior, el indicador que muestra las variaciones negativas experimentó un incremento en lo que va de 2009, concluyéndose que la caída no fue generalizada (Gráfico I.2).

¹ En febrero fue -0,1%, en marzo -0,5%, en abril -0,4% y en mayo -0,2%, cuatro tasas consecutivas de variación de precios.
² Entre 1931 y 1990 se calculaba un índice de precios para la ciudad de La Paz. Entre 1991 y marzo de 2008 para las ciudades de La Paz, Cochabamba, Santa Cruz y El Alto. Desde abril de 2008 se calcula en todas las ciudades capitales.
³ En inglés existe el término "disinflation", que se traduciría como "des-inflación", que significa caída de la inflación. En español, este término no existe; y el más cercano es estabilización.

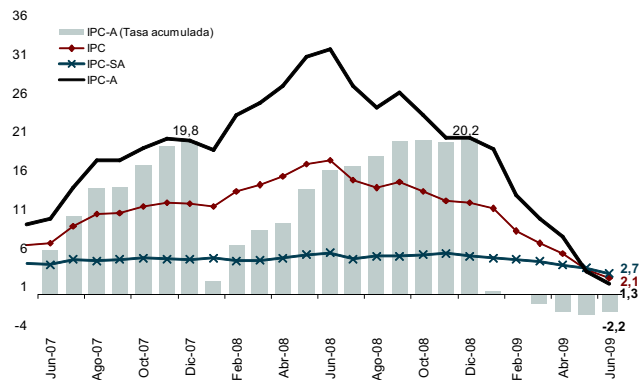
Asimismo, el principal componente que explica la caída brusca de la inflación es el descenso de los precios de los alimentos a nivel internacional. En efecto, el IPC de productos alimenticios (IPC-A) registró una sustancial disminución de 31,6% en junio de 2008 a 1,3% en junio de 2009, para ubicarse en 0,8pp por debajo de la variación del IPC total (Gráfico I.3).

Por su parte, el IPC sin alimentos ni bebidas (IPC-SA) tuvo un comportamiento menos volátil y continuó con una leve tendencia descendente iniciada a principios de esta gestión, anotando una variación anual de 2,7%, que significa 2,2pp por debajo del observado a fines de 2008. Aunque aparentemente esta caída es pequeña, se debe tomar en cuenta que este indicador se situó en torno al rango de 4% a 5% en los dos años previos, por lo que, el descenso observado es en realidad significativo y reafirma la percepción de la moderación del incremento de precios de productos no alimenticios.⁴

La reducción de la inflación en los últimos seis meses es concordante con la evolución de los indicadores de tendencia inflacionaria, estimados por el BCB. La inflación subyacente (IPC-S) registró una variación anual a junio de 1,7%, que implica una reducción de 7,6pp con relación al dato de diciembre de 2008. Mientras que el núcleo inflacionario (IPC-N) mostró una caída de 6,2pp en similar período, ubicándose en 2,8% (Gráfico I.4).

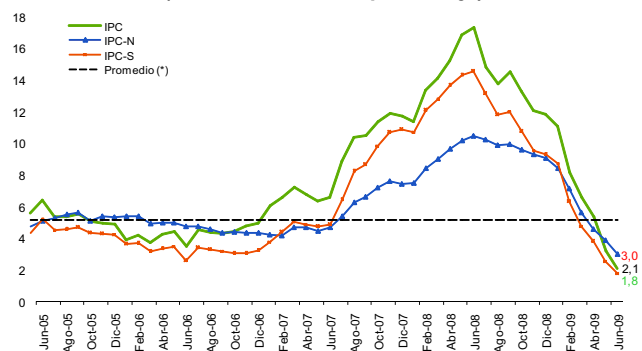
La caída en la inflación subyacente obedece a la menor volatilidad registrada en la variación de precios, en especial de alimentos. En cambio, el comportamiento del núcleo se explica por la menor variación que registraron algunos de los subgrupos que componen este índice, como se señala más adelante. Si bien la trayectoria de la variación anual del IPC-N ha mostrado un comportamiento descendente, por segundo mes consecutivo se ubicó por encima del IPC total, hecho que sugiere que la inflación de tendencia se estaría estabilizando, es decir retornando a niveles considerados más normales.

GRÁFICO I.3: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN CON Y SIN ALIMENTOS
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: IPC-A es el índice de precios al consumidor de alimentos y bebidas
 IPC-SA es el índice de precios al consumidor sin alimentos ni bebidas

GRÁFICO I.4: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL, SUBYACENTE Y NÚCLEO
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) Promedio de la inflación anual de los últimos diez años
 IPC-N es el núcleo inflacionario
 IPC-S es el indicador de inflación subyacente

⁴ Los Indicadores IPC-SA e IPC-A son estimados por el BCB con información del INE.

El comportamiento del núcleo inflacionario durante el primer semestre se explica en gran medida por la caída en la variación de precios del rubro "Alimentos", cuya tasa de inflación anual pasó de 12,4% en diciembre de 2008 a 4,7% en el primer trimestre y a 0,3% al finalizar el primer semestre. Los precios de los artículos que integran el componente "No alimentos" dentro del núcleo, mostraron un comportamiento descendente pero menos acentuado que los alimentos, bajando de 7,6% en diciembre de 2008 a 3,6% en junio de 2009 (Cuadro I.1).

La inflación fuera del núcleo, que agrupa a un conjunto de bienes con precios más volátiles y susceptibles a choques específicos o cuyos precios se encuentran regulados, registró una abrupta caída desde el 14,2% en diciembre a 1,5% a finales de junio. Al igual que en el caso del núcleo, el comportamiento de los precios de los alimentos explicó la trayectoria de este indicador, destacando la evolución de los precios de los alimentos no perecederos que registraron una variación anual negativa de 13,7%, que revierte el fuerte incremento de 81% al primer semestre de 2008. Este comportamiento estuvo influido por el descenso en los precios de la harina de trigo y el arroz, debido al buen desempeño del sector agropecuario y a las medidas del Gobierno aplicadas desde 2007 para impulsar la producción y mejor distribución de este tipo de productos en los mercados.

Por su parte, el servicio de transporte registró una variación anual positiva a junio de este año. El incremento en las tarifas del transporte interprovincial y los incrementos en las tarifas de los minibuses, en Tarija y Potosí explican este comportamiento.

Los bienes y servicios regulados también experimentaron un cambio moderado (-0,1%), explicado fundamentalmente por el incremento de las pensiones escolares a principios de la presente gestión, mientras que los precios de los combustibles (gasolina, gas natural y gas licuado) no registraron variación ya que continuaron subvencionados por el Gobierno.

En resumen, considerando lo ocurrido en el semestre (ver última columna del Cuadro I.1), la reducción del

CUADRO I.1: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO
(Variaciones, en porcentaje)

	Anual					Semestral
	Jun-08	Sep-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09	I-Sem 09
Núcleo	10,44	9,91	9,06	5,62	2,84	0,23
Alimentos	18,23	15,60	12,44	4,67	0,30	-0,72
No alimentos	7,48	7,78	7,61	5,90	3,60	0,51
Bienes	7,88	8,20	7,14	5,12	2,41	0,14
Servicios	6,69	6,98	8,56	7,45	5,99	1,25
Fuera del núcleo	23,20	18,40	14,24	7,43	1,47	-1,39
Alimentos	37,32	31,28	23,20	10,17	2,51	-2,92
Perecederos	32,74	28,82	22,42	10,20	4,74	-1,98
No Perecederos	80,62	52,55	29,62	9,91	-13,69	-10,48
Transporte	0,70	-2,21	-1,44	1,13	1,05	-0,47
Regulados	12,33	7,79	7,40	7,28	-0,13	1,17
Combustibles	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inflación total	17,32	14,51	11,85	6,56	2,10	-0,64

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

núcleo inflacionario y de los componentes fuera de este, obedece principalmente a la caída en los precios de los alimentos, -0,7% y -2,9% respectivamente. Adicionalmente, en el caso de la inflación fuera del núcleo se destaca la fuerte caída de los precios de los alimentos perecederos (-10,5%) y del componente que agrupa a los artículos relacionados al transporte, que experimentaron una reducción de 0,5%.⁵

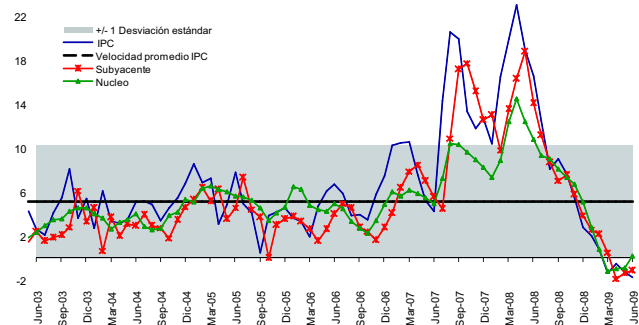
Concordante con lo anterior, los indicadores de velocidad de expansión de la inflación total y de los índices de tendencia muestran una moderación en su descenso. En particular la velocidad de expansión del núcleo inflacionario registró un valor positivo después de tres meses de arrojar datos negativos, que refuerza la idea de una estabilización en el índice inflacionario (Gráfico I.5).

I.2 INFLACIÓN POR DIVISIONES⁶

En el primer semestre de 2009, la mayor parte de las doce divisiones que componen el IPC redujeron su ritmo de crecimiento como resultado de la desaceleración de la actividad económica mundial que se transmitió a la economía boliviana a través del canal de menores precios de las importaciones. De las 12 divisiones que componen el IPC, 5 de ellas mostraron tasas negativas, resaltando los alimentos y bebidas no alcohólicas, mientras que las restantes 7 registraron tasas positivas, destacándose las divisiones de bebidas alcohólicas y educación.

La división que registró la mayor desaceleración en su tasa de crecimiento - y que contribuyó de manera importante a la reducción de la inflación global, debido a la significativa ponderación que tiene dentro de la

GRÁFICO I.5: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN DEL NÚCLEO E INFLACIÓN TOTAL(*)
(Variación anualizada, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: (*) Calculada como la variación anualizada del promedio móvil de la serie desestacionalizada

⁵ Sin embargo, la variación semestral fue negativa, principalmente por la reducción de las tarifas del transporte interdepartamental por factores estacionales.

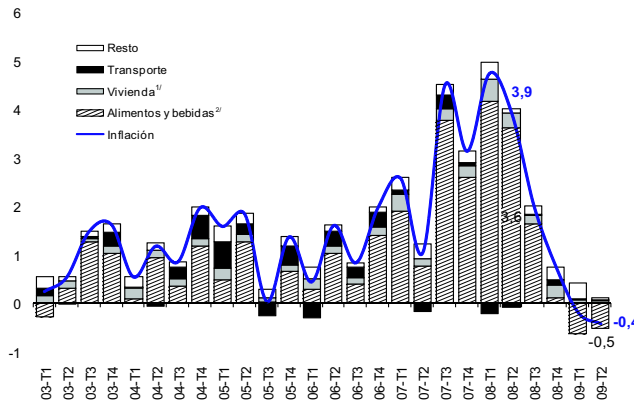
⁶ Como ya se mencionó en publicaciones pasadas, a partir de la implementación de la nueva base de cálculo del IPC, los antiguos "capítulos" pasan a denominarse "divisiones" para cumplir con las prácticas y estándares internacionales.

CUADRO I.2: VARIACIÓN DEL IPC POR DIVISIONES
(Variación semestral, en porcentaje)

Divisiones del IPC	2008		2009
	1er. Semestre	2do. Semestre	1er. Semestre
1. Alimentos y bebidas no alcohólicas	17,13	1,64	-4,00
2. Bebidas alcohólicas y tabaco ^{1/}	5,80	7,46	4,61
3. Prendas de vestir y calzados	3,62	2,56	0,26
4. Vivienda, servicios básicos y combustibles	4,14	0,50	1,06
5. Muebles, artículos y servicios domésticos	7,68	6,65	-0,71
6. Salud	2,91	4,47	1,43
7. Transporte	-1,96	1,49	-0,37
8. Comunicaciones ^{1/}	-0,36	-2,28	-0,15
9. Recreación y cultura	0,85	0,53	-0,37
10. Educación	2,51	0,63	5,57
11. Restaurantes y hoteles ^{1/}	8,58	8,11	1,74
12. Bienes y servicios diversos	5,58	4,29	0,63
IPC total	8,85	2,76	-0,62

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Estas divisiones son calculadas a partir de marzo de 2008 y se cuenta con información sólo desde febrero de ese año

GRÁFICO I.6: INCIDENCIAS DEL IPC POR DIVISIONES
(Variación trimestral, en puntos porcentuales)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Agrupa las siguientes divisiones: vivienda, servicios básicos y combustibles, y muebles, artículos y servicios domésticos
^{2/} Agrupa las siguientes divisiones: alimentos y bebidas no alcohólicas, bebidas alcohólicas y tabaco, y restaurantes y hoteles

canasta del IPC- fue la correspondiente a alimentos y bebidas no alcohólicas,⁷ que en los primeros seis meses del año, mostró una reducción de 4,0%, en línea con la caída de los precios internacionales de alimentos y como un fenómeno de corrección de precios relativos.

Por el contrario, los precios de las divisiones de educación y bebidas alcohólicas y tabaco mostraron incrementos más altos en el primer semestre (5,6% y 4,6%, respectivamente), debido fundamentalmente a factores estacionales como el inicio de actividades académicas en el país y la conmemoración de eventos públicos concentrados en la primera mitad del año (Cuadro I.2).

Como se mencionó anteriormente, la reducción de la inflación a partir del tercer trimestre de 2008 fue impulsada por la disminución de los precios de los alimentos. De esta forma, los precios de la división de alimentos mostraron una disminución de su incidencia de 3,6% en inflación total en el segundo trimestre del pasado año a 0,6% al segundo trimestre de 2009 (Gráfico I.6).

En lo relativo a los artículos con mayor incidencia inflacionaria durante esta primera mitad del año, se puede destacar el cambio en la composición y concentración de las divisiones con relación a lo ocurrido en la pasada gestión. Durante estos primeros seis meses del año, sólo cuatro artículos correspondientes a la división de alimentos y bebidas no alcohólicas estaban en la lista de los diez artículos con mayor incidencia inflacionaria, mientras que en el segundo semestre de 2008, ocho de los diez artículos más inflacionarios estaban concentrados en alimentos. Actualmente, la lista de los artículos más inflacionarios se halla distribuida entre un grupo más heterogéneo de divisiones que incluyen alimentos, bebidas

⁷ La ponderación de la división de alimentos en Bolivia es 39,3% (que incluye las divisiones 1, 2 y la mayor parte de la 11 del Cuadro I.2) una de las más altas de la región. Pero esto simplemente refleja el hecho de que una gran parte de la población boliviana gasta un porcentaje alto de sus ingresos en productos de primera necesidad, en este caso alimentos, por lo que las variaciones en este rubro tienen una fuerte incidencia sobre la tasa de variación del IPC. Antes del cambio de base, este porcentaje representaba casi la mitad del total de la canasta (49,1%).

alcohólicas, educación, vivienda, y recreación y cultura (Gráfico I.7).

Asimismo, los artículos con la menor incidencia inflacionaria durante el primer semestre de 2009 fueron los alimentos - entre ellos algunos tan importantes en la canasta del IPC como la papa con una ponderación de 1,7% o el pollo con una ponderación similar - y este descenso fue mucho más significativo que el experimentado por productos similares durante la segunda mitad del 2008 (Gráfico I.7).

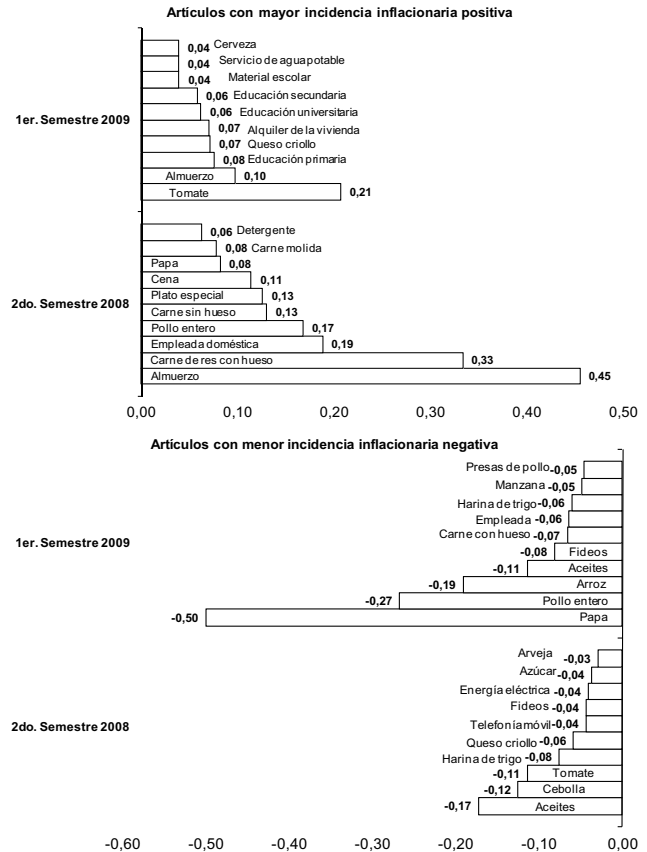
I.3 INFLACIÓN POR CIUDADES

De las nueve ciudades capitales, cuatro mostraron tasas de inflación anual negativas, destacándose la de Sucre (-2,3%), mientras que, las restantes cinco presentaron tasas positivas de variación de precios, en torno al 2% con la excepción de Tarija (1,0%) y Trinidad (4,4%).

Las tasas anuales de inflación de las tres ciudades que componen el eje central del país consolidaron su convergencia hacia la tasa nacional (2,1%) durante el primer semestre de 2009: La Paz (2,0%), Cochabamba (2,6%) y Santa cruz (2,6%), (Gráfico I.8). En este último departamento se produjo un hecho destacable durante el mes de mayo, el sector de transporte urbano incrementó los pasajes de manera transitoria, sin embargo, ante las presiones del público y de su gobierno regional se vieron obligados a retroceder en esta medida.⁸

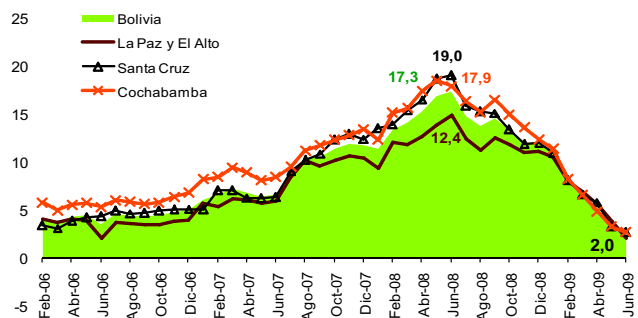
Las tasas de inflación del resto de las ciudades del país mostraron un comportamiento similar al experimentado por las del eje troncal en estos primeros seis meses del año, a excepción de las ciudades de Potosí (-3,3%), Cobija (-4,1%) y Oruro (-2,5%), cuyas economías atravesaron por disminuciones de precios más pronunciadas. En el caso de los departamentos de Potosí y Oruro, esta reducción puede estar asociada a la caída de los precios internacionales de los minerales, lo que pudo haber mermado el ingreso de estos departamentos. En el caso de Cobija, el descenso de precios se explica principalmente por la reducción de tarifas de servicios básicos (agua), pensiones de

GRÁFICO I.7: ARTÍCULOS DEL IPC CON MAYOR Y MENOR INCIDENCIA INFLACIONARIA
(Variación semestral, en puntos porcentuales)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Para el cálculo de las variaciones al primer semestre de 2009 se consideran los precios de junio respecto a diciembre, mientras que para el segundo semestre se considera la variación de diciembre 2008 con respecto a junio del mismo año

GRÁFICO I.8: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL EJE CENTRAL DEL PAÍS^{1/}
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Estas ciudades están comprendidas tanto en el IPC base 1991 como en el IPC base 2007

⁸ Sin embargo, la posibilidad de un ajuste de tarifas de transporte aun está latente y se podría manifestar en varios departamentos del país.

educación secundaria y el precio de algunos alimentos (Cuadro I.3).

I.4 INDICADORES ADICIONALES DE PRESIONES INFLACIONARIAS

Al primer semestre de 2009, los principales indicadores de presiones inflacionarias (precios al productor manufacturero, costos de construcción y actividades remuneradas) mostraron un comportamiento descendente en línea con lo observado en el nivel general de precios.

CUADRO I.3: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN POR CIUDAD (Variación porcentual)

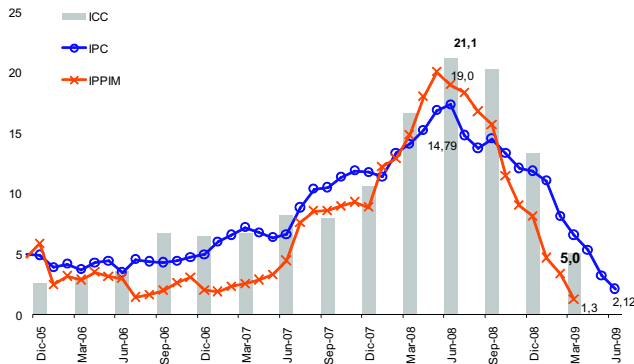
	2008		2009	
	1er. Semestre	2do. Semestre	1er. Semestre	Jun-09/Jun-08 ^{1/}
Bolivia	8,85	2,76	-0,62	2,12
La Paz	7,59	3,28	-1,22	-1,06
Santa Cruz	9,27	2,47	0,15	2,01
Cochabamba	8,97	3,11	-0,47	2,62
Oruro	6,78	2,13	-2,51	-0,44
Sucre	7,15	-0,13	-0,94	-2,28
Trinidad	4,17	1,71	-0,71	4,36
Potosí	6,48	1,05	-3,29	2,62
Tarja	5,47	5,14	-0,74	0,99
Cobija	7,84	3,32	-4,21	-1,03

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Corresponde a la variación anual

1.4.1 Precios al Productor

El INE calcula y publica de forma trimestral el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPI), que permite conocer el comportamiento de los precios de la industria manufacturera. El IPPIM guarda una estrecha relación con el comportamiento del IPC, ya que existen muchas actividades industriales que influyen y definen los precios finales a los cuales se venderán varios de los artículos consumidos por las familias bolivianas. Por ejemplo, entre las más importantes están: la matanza de ganado y preparación de carne, la fabricación de productos lácteos, la producción de aceites comestibles, la molienda, etc.

GRÁFICO I.9: INFLACIÓN, ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN (ICC) E ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO (IPPIM)^{1/} (Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} El último dato disponible del IPPIM corresponde a marzo de 2009
 ICC es el índice de costos de la construcción
 IPPIM es el índice de precios al productor industrial manufacturero

En este sentido, la evolución del IPPIM ha sido coherente con el comportamiento del IPC: desde mediados de junio del pasado año la tasa de crecimiento del indicador cayó sucesivamente pasando de 19% hasta cerca de 1,3% a finales del primer trimestre de 2009. Este desempeño se debe a la reducción de los precios de varios insumos de carácter importado que son utilizados en los distintos procesos industriales, así como a la mayor disponibilidad de productos agropecuarios nacionales, derivada de un ambiente climático favorable y las políticas de incentivo gubernamental a la

1.4.2 Costos de la Construcción

El Índice de Costos de Construcción (ICC) muestra el comportamiento de los costos en los que se incurre para la edificación de casas, locales no residenciales (oficinas, centros comerciales, etc.), así como proyectos de infraestructura (carreteras, instalaciones deportivas, entre otras). El ICC también tiene una fuerte relación con la división de vivienda, servicios básicos y combustibles del IPC, en particular, con los precios de

artículos como el cemento, los ladrillos, la pintura, y servicios de albañilería.

En el primer trimestre del año, la tasa anual de crecimiento del ICC fue sólo del 5% comparada con la tasa de 21% que se observó a mediados de 2008. Esta reducción, similar a la observada en el IPC, se debe principalmente a una caída en los precios de las residencias, asociada a la reducción del costo de materiales e insumos de construcción (Gráfico I.9). Sin embargo, los precios de los materiales todavía permanecen altos si se comparan con los precios registrados en gestiones pasadas.

1.4.3 Remuneraciones

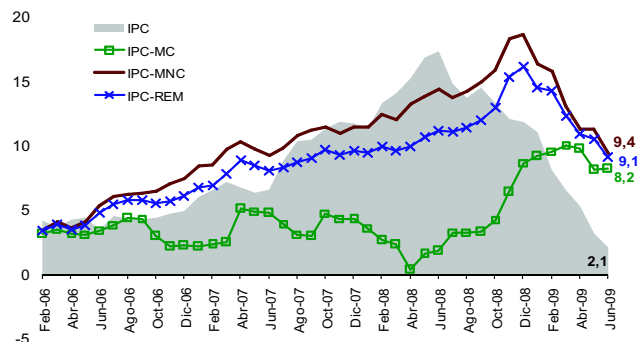
Utilizando componentes que corresponden a servicios personales incluidos en el IPC, el BCB ha construido tres índices de precios de actividades remuneradas: uno para la mano de obra calificada (IPC-MC) que incluye actividades relacionadas con la salud como el costo de una consulta médica general, otro índice de precios para la mano de obra no calificada (IPC-MNC) que considera las remuneraciones a servicios tales como la albañilería y la empleada doméstica, y el tercero que consolida a los dos anteriores (IPC-REM).

En el Gráfico I.10, se puede apreciar que durante los primeros seis meses del año, las remuneraciones de la mano de obra, tanto calificada como no calificada, se han ajustado a la desaceleración del IPC. Por ejemplo, el IPC-MC registró a junio una variación anual de 8,2%, explicada básicamente por una ralentización en el crecimiento de las remuneraciones percibidas por los profesionales del sector salud, mientras que el IPC-MNC presentó una variación anual de 9,4% en el mismo mes como resultado de un descenso del crecimiento en las remuneraciones del servicio de empleada doméstica. Por su parte, el indicador global (IPC-REM) experimentó un incremento de 9,1%. Por tanto, en la medida que en los tres casos las variaciones son mayores a las del IPC, esto implica que los ingresos reales aumentaron.

1.5 FACTORES QUE EXPLICAN EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN

El descenso de la inflación anual fue menor al nivel central proyectado en el IPM de enero de 2009. La crisis económica internacional que se reflejó en menores presiones de inflación importada, los efectos

GRÁFICO I.10: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

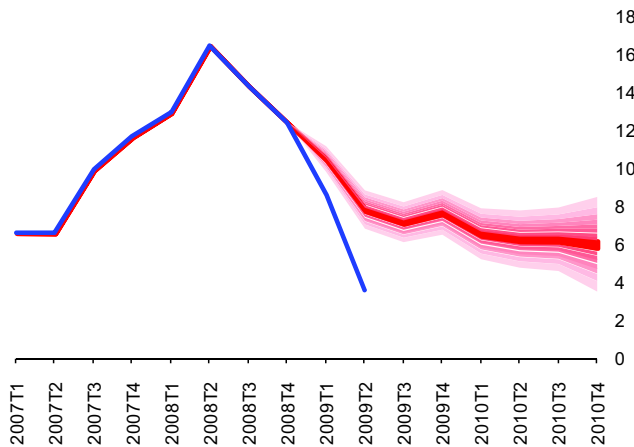
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: IPC-MC es el índice de precios de la mano de obra calificada

IPC-MNC es el índice de precios de la mano de obra no calificada

IPC-REM es el indicador de precios de todas las actividades remuneradas del IPC

GRÁFICO I.11: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La proyección realizada en enero de 2009, incluye la distribución de probabilidades hasta 95% en torno al nivel central. Los datos expuestos corresponden a la inflación anual calculada con base al IPC promedio trimestral

de las medidas de política adoptadas desde 2007 para controlar las presiones inflacionarias, la recuperación de la oferta de alimentos, el desvanecimiento de las expectativas y el abatimiento de la especulación, son los principales factores que explican el desalineamiento con relación al pronóstico de inicios de año (Gráfico I.11).

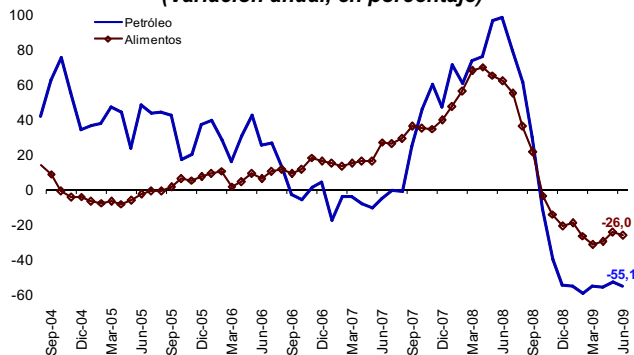
El análisis efectuado por el BCB identificó los siguientes factores como los principales determinantes de la evolución descendente de la tasa de inflación durante el primer semestre: las repercusiones de la crisis mundial que implicaron menores presiones inflacionarias externas, los efectos diferidos de las políticas económicas aplicadas por el BCB y el Gobierno durante los meses previos, el mejor desempeño del sector agropecuario coadyuvado por las favorables condiciones climáticas que permitieron la constante y continua provisión de alimentos a los distintos mercados del país que abatieron las presiones especulativas y las expectativas inflacionarias. A continuación se analiza con mayor detalle cada uno de estos aspectos.

1.5.1 Efectos de la crisis económica global

En el primer semestre de 2009 aminoró la fuerza de la contracción económica global, como se analiza en el Capítulo II de este IPM. Aunque se han vislumbrado algunas señales de recuperación para finales de 2009, la perspectiva de crecimiento anual es negativa para la mayor parte de economías desarrolladas y algunas emergentes y en desarrollo, no obstante se prevé una recuperación en el 2010.

Los efectos de esta crisis se han transmitido a la región en general y a nuestra economía, en particular por dos vías: menores precios de exportación como producto de la caída en los precios de los principales *commodities* (combustibles y alimentos); y la desaceleración de la demanda.

GRÁFICO I.12: EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE COTIZACIONES INTERNACIONALES DE PETRÓLEO Y ALIMENTOS
(Variación anual, en porcentaje)



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

a) Caída de los precios internacionales de materias primas

La contracción de la demanda mundial de *commodities* se tradujo en una marcada reducción en los precios de los principales alimentos y combustibles a escala global (Gráfico I.12).

Los menores precios internacionales se materializaron en menores presiones inflacionarias externas para nuestra economía. En efecto, la variación del índice de precios externos (IPE) relevante para la economía

boliviana experimentó una drástica caída entre septiembre de 2008 y febrero de 2009 como producto de las depreciaciones de las monedas de nuestros principales socios comerciales y la caída de sus inflaciones en monedas nacionales. A partir de marzo, el movimiento de las monedas de los países de la región se revirtió hacia la apreciación como consecuencia de la depreciación del dólar a nivel internacional.

Otra medida de inflación externa relevante para nuestro país, que no considera los movimientos cambiarios y sólo se centra en la evolución de los IPC de cada país socio comercial (IPE-STC), continuó descendiendo hasta ubicarse por debajo del 3% (Gráfico I.13). Esto implica que las presiones inflacionarias externas aún continúan hacia la baja a pesar de las apreciaciones experimentadas por los países con los que comercia Bolivia en los últimos meses.

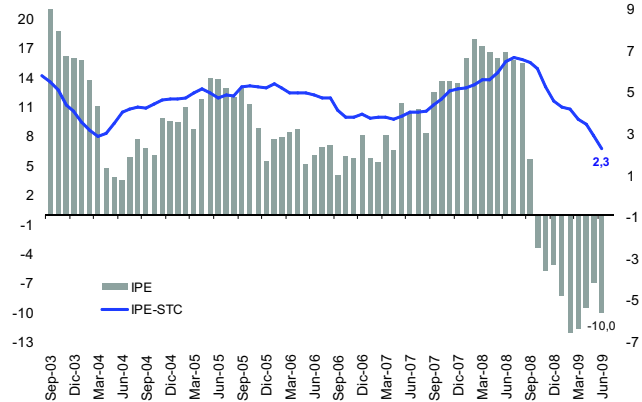
La caída del IPE-STC corresponde a la reducción de las tasas de inflación de prácticamente todos los socios comerciales, entre los que destacan Chile, Ecuador, Perú y Estados Unidos, que han estado registrando descensos significativos en sus tasas de inflación interanuales en lo que va del año.

Las menores presiones externas se han transmitido efectivamente a los precios internos desde hace varios meses. La variación anual del componente importado del IPC (IPC-I), indicador construido por el BCB, que incluye los rubros de la canasta que provienen del exterior, se redujo sistemáticamente desde julio de 2008 y con mayor intensidad en los primeros meses de 2009, alcanzando en junio de este año una variación interanual de 1,1% (Gráfico I.14).

La crisis económica no sólo contuvo las presiones inflacionarias al abaratar los bienes importados que forman parte del IPC, sino que además influyó en el componente de bienes transables (IPC-T) estimado por el BCB,⁹ que experimentó una importante caída en su tasa anual hasta ubicarse en -0,1%. Por su parte, los bienes de características no transables (IPC-NT) presentaron una reducción más moderada alcanzando una tasa anual de variación del orden del 4,9% (Gráfico I.15).

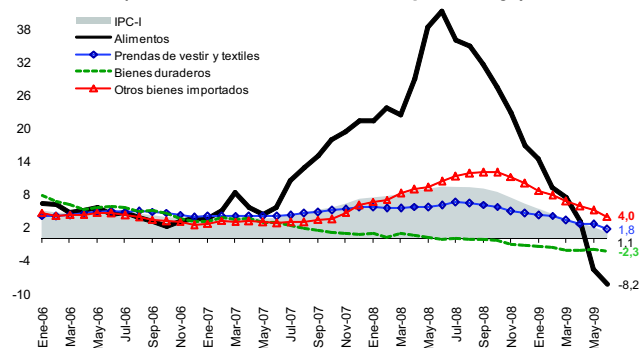
⁹ Es útil recordar que un bien transable es aquel que es susceptible de ser comercializado internacionalmente, aunque no implica necesariamente que éste sea efectivamente comprado o vendido en el exterior. En cambio, los bienes no transables no se comercializan fuera de la economía. Ejemplos de bienes no transables son algunos tipos de servicios (luz, agua, recojo de basura, etc.).

GRÁFICO I.13: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación a doce meses, en porcentaje)



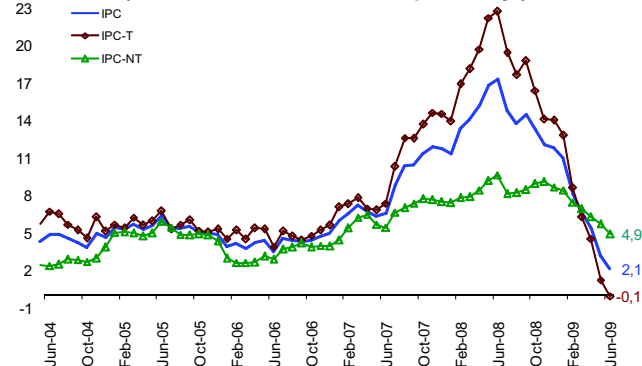
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia - Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPE es el índice de precios externos relevante para Bolivia IPE-STC es el índice de precios externos relevante para Bolivia que no considera los movimientos cambiarios

GRÁFICO I.14: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS(*)
(Variación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (*) Los ítems que se muestran en el gráfico corresponden sólo a productos importados
IPC-I es el índice de precios al consumidor de los artículos importados

GRÁFICO I.15: EVOLUCIÓN DEL COMPONENTE TRANSABLE Y NO TRANSABLE DEL IPC
(Variación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPC-T es el índice de precios de artículos transables
IPC-NT es el índice de precios de artículos no transables

El comportamiento del IPC-T e IPC-NT, entre junio de 2008 y junio 2009, muestra la importancia que tuvo la crisis internacional en la reducción de precios, ya que los productos transables fueron los que experimentaron la mayor caída (23pp). En cambio, los producidos al interior de la economía y no comercializados internacionalmente (no transables), presentaron una reducción moderada, disminuyendo en 4pp.

b) Desaceleración de la demanda externa y del consumo interno

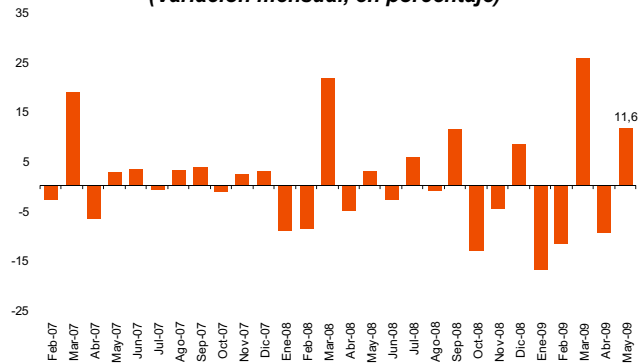
La crisis internacional afectó también a la dinámica de crecimiento de las economías de países socios comerciales de Bolivia y, por ende, al crecimiento interno. Al primer trimestre de 2009, la tasa de crecimiento anual del PIB fue de 2,1%, tasa menor al 4,2% del último trimestre de 2008. El consumo privado también se desaceleró como consecuencia del menor influjo de remesas, influyendo en cierta forma en la reducción de la inflación.

El difícil panorama económico originado desde la Segunda Guerra Mundial en la economía estadounidense y en la economía mundial, ha eliminado oportunidades de empleo para muchos inmigrantes en todo el mundo, reduciendo el flujo de dinero que llega a los países de origen de estos trabajadores. Esto ocurre principalmente en la industria de la construcción que tradicionalmente pagaba sueldos altos y que a menudo estaba dominada por trabajadores de procedencia latinoamericana.

En el caso de Bolivia, las variaciones mensuales de los volúmenes de remesas que el país recibe de sus ciudadanos en el exterior a mayo de 2009, que habían registrado variaciones negativas moderadas en los meses de enero, febrero y abril, se vieron compensadas por los incrementos de los meses de marzo y mayo (Gráfico I.16).

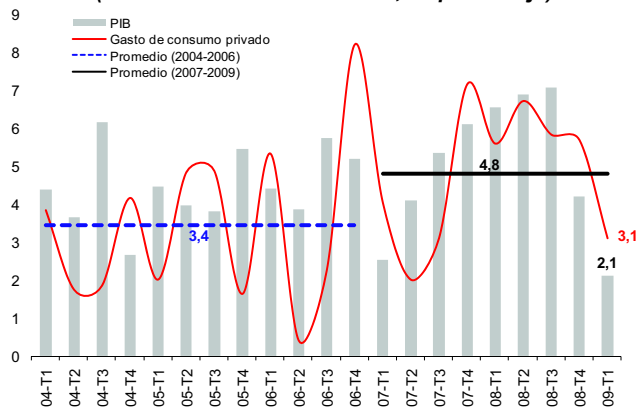
Como resultado, la tasa de crecimiento a cuatro trimestres del consumo final de las familias que había permanecido estable, por encima del 5%, hasta finales de 2008, mostró una desaceleración al primer trimestre de 2009, ubicándose alrededor del 3,1%. Sin embargo, el promedio de los últimos dos años es superior al registrado en el periodo 2004-2006 y se encuentra por encima del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), tal como se puede apreciar en el Gráfico I.17.

GRÁFICO I.16: EVOLUCIÓN DE LAS REMESAS
(Variación mensual, en porcentaje)



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

GRÁFICO I.17: EVOLUCIÓN DEL PIB Y DEL CONSUMO PRIVADO
(Variación a cuatro trimestres, en porcentaje)



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

1.5.2 Efecto de las Políticas Aplicadas por el BCB

Ante la irrupción de la crisis económica global y la consecuente disminución de las presiones inflacionarias a partir del tercer trimestre de 2008, el BCB cambió la orientación contractiva de su política monetaria hacia una de carácter expansivo, con el fin de amortiguar los efectos colaterales de la crisis externa. En el marco de sus atribuciones, en materia monetaria redujo sustancialmente la colocación de títulos públicos y modificó la normativa de encaje legal con el fin de proveer mayor liquidez a la economía. En materia cambiaria y concordante con sus fundamentos, mantuvo estable el tipo de cambio.

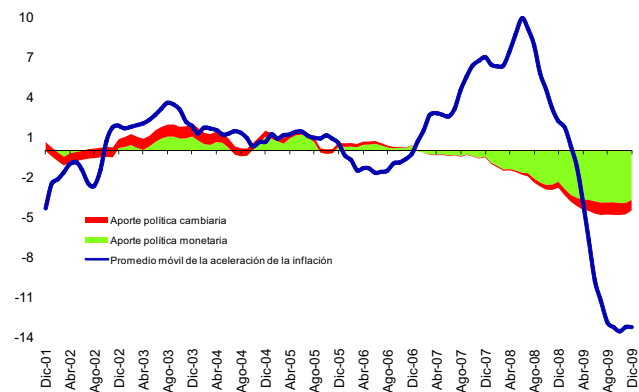
La reducción de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) ha sido uno de los principales instrumentos utilizados por el BCB para inyectar liquidez a la economía. Más aún, la reciente disminución del encaje legal en moneda nacional (descrita en detalle en el Capítulo IV) persigue similar fin, además de buscar dinamizar el mercado crediticio en moneda local.

Es importante recordar que las medidas de política monetaria y cambiaria actúan con un rezago de aproximadamente 18 meses según estimaciones del BCB y estudios internacionales. Es decir, la intervención que se realiza hoy tiene efectos varios meses después. En efecto, las medidas aplicadas por el ente emisor en 2007 y 2008 se hicieron evidentes a partir del tercer trimestre de 2008 y con mayor ímpetu durante el primer semestre de 2009 con la clara disminución de la tendencia inflacionaria (Gráfico I.18). Estas medidas contribuyeron de manera importante en la actual coyuntura de baja inflación y aportaron al mantenimiento de un entorno macroeconómico favorable y estable para el país. Estos logros son importantes para la consecución de mayores tasas de crecimiento.

1.5.3 Favorable Desempeño del Sector Agropecuario

Al primer trimestre de 2009, la actividad económica del sector agropecuario registró una tasa de variación anual de 2,7%, marcando su quinto trimestre consecutivo de crecimiento positivo, luego de haber enfrentado los embates de fenómenos climatológicos en las gestiones 2007 y 2008 (El Niño, La Niña y una serie de heladas e inundaciones adicionales) que contrajeron la producción y dificultaron el transporte (debido al deterioro de los caminos) de productos

GRÁFICO I.18: EFECTO ESTIMADO DE LAS POLÍTICAS DEL BCB (En porcentaje)



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

alimenticios hacia los principales centros de expendio en las ciudades capitales del país.

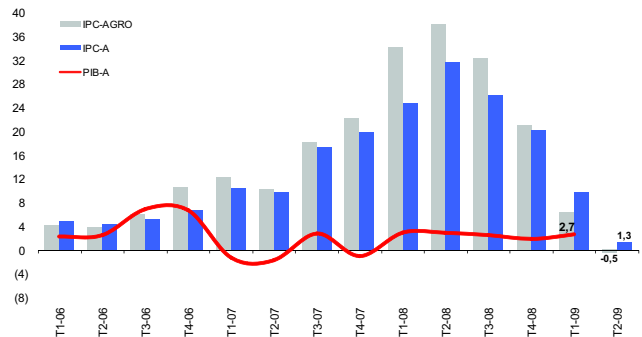
Así, en los primeros seis meses del año no se presentaron fenómenos climáticos adversos de magnitud y, si bien se prevé un invierno fuerte no hay proyecciones de impactos considerables sobre el sector agrícola.

Durante el primer semestre, de acuerdo a información del Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras, se incrementó la oferta de productos alimenticios como consecuencia de la recuperación de las hectáreas perdidas por inundaciones en las gestiones pasadas e incluso, en muchos casos, se verificó un incremento de la superficie cultivable.

En efecto y como se mostró anteriormente, la inflación anual del capítulo de alimentos y bebidas (IPC-A) registró descensos significativos durante el primer semestre del 2009. Adicionalmente, y a diferencia de lo observado en trimestres previos, la tasa de inflación de los productos agropecuarios (IPC-AGRO) registró una variación anual negativa debido a la corrección de precios experimentada en el último año. Entre los productos que experimentaron mayor reducción de precios se encuentran principalmente tubérculos, frutas, verduras y otros (Gráfico I.19).¹⁰

Para este descenso fue importante la intervención del Gobierno que aplicó políticas de incentivos para la producción de alimentos, como la creación de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA) destinada a estimular la producción de bienes agrícolas (arroz, trigo, maíz y soya) mediante créditos y asistencia técnica en diferentes departamentos. Como se puede constatar con los datos del IPC, los precios de estos productos (especialmente, el arroz, la harina de maíz y el aceite de soya) anotaron importantes reducciones en los últimos meses.

GRÁFICO I.19: INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y CRECIMIENTO DEL PIB AGRÍCOLA
(Variaciones en cuatro trimestres, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPC-AGRO es el índice de precios de productos agropecuarios

¹⁰ Los fenómenos naturales afectaron fuertemente a la producción agropecuaria, en especial en 2007, si bien el PIB agrícola (PIB-AGRO) mostró una tasa de crecimiento anual positiva en los primeros trimestres de 2008, ellas obedecieron a un efecto de base de comparación, ya que en similares trimestres de 2007 la producción agrícola se encontraba con tasas negativas. Es recién en la segunda mitad del año 2008 que se observa una recuperación del sector con un leve incremento en la superficie cultivada de muchos productos (arroz, soya, etc.), aspecto que se consolidó al primer trimestre de 2009.

1.5.4 El Desvanecimiento de las Expectativas Inflacionarias

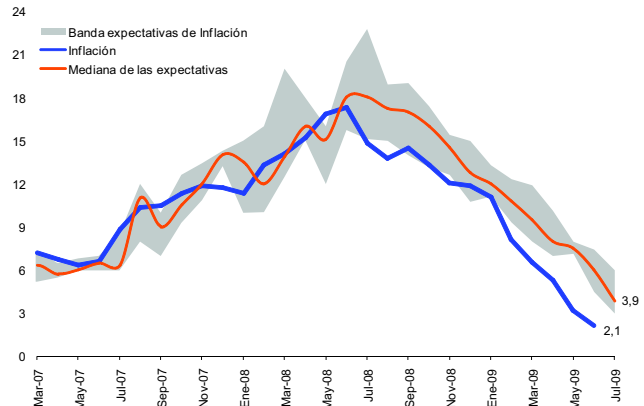
Otro aspecto que explica el descenso reciente de los precios son las expectativas sobre la evolución futura de la inflación. Con base en los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) realizada mensualmente por el BCB a un grupo selecto de aproximadamente 30 analistas económicos, académicos y ejecutivos de empresas privadas, se observa que las expectativas de inflación anual disminuyeron significativamente desde junio de 2008 y durante todo el primer semestre de 2009 hasta ubicarse en 3,9% en el mes de julio (Gráfico I.20).

Según la EEE, la inflación terminaría el año 2009 con una tasa en torno a 3,3%, nivel cercano a la proyección del BCB (Ver Capítulo V). Sin embargo, se espera que conforme la inflación observada siga descendiendo, las expectativas continúen disminuyendo en lo que resta del año.

Otro indicador de las expectativas de inflación del sector privado es el Coeficiente de Compensación Inflacionaria de Instrumentos Financieros (CCIIF o *Break-even inflation*), medido como la diferencia del rendimiento entre un instrumento financiero en moneda nacional frente a uno indexado de similar plazo de vencimiento. La compensación exigida para instrumentos a un año alcanzó un nivel máximo cercano al 12% hacia finales de 2008 y experimentó una caída aproximada de 10pp para situarse en 1,8% al cierre del primer semestre de 2009 (Gráfico I.21),¹¹ mostrando una clara señal del desvanecimiento de dichas expectativas.

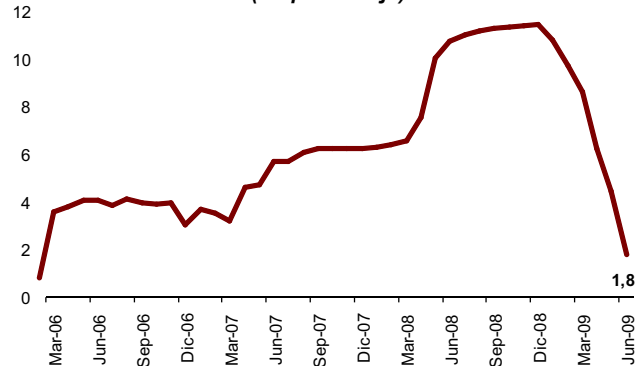
El descenso en la inflación esperada responde principalmente a la reducción efectiva de las tasas de inflación en los últimos meses, que llevó a que las personas modificaran sus expectativas de inflación hacia la baja. Este es un aspecto relevante, pues reduce la incertidumbre y la especulación y evita que los "ajustes de segunda vuelta" generen inflación.

GRÁFICO I.20: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO(*)
(Variación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) La banda muestra el rango entre el 25% y 75% de las respuestas ordenadas de menor a mayor

GRÁFICO I.21: COEFICIENTE DE COMPENSACIÓN INFLACIONARIA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS A UN AÑO PLAZO(*)
(En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) En abril y mayo no se adjudicaron títulos en UFV, por lo que las tasas de estos meses corresponden a los de la última subasta efectuada en marzo de 2009

¹¹ Para el cálculo del coeficiente de compensación se consideran las Letras del Tesoro subastadas por el BCB, y se asume que sus principales demandantes, las entidades financieras, actúan racionalmente en función a la información económica relevante.

Asimismo, la evolución del coeficiente de compensación se debió en gran medida a la orientación expansiva de la política monetaria del BCB, que incidió en la reducción de las tasas de interés del mercado monetario con el fin de dinamizar la economía y de este modo amortiguar los efectos contractivos de la crisis financiera internacional.

RECUADRO I.1: "DESINFLACIÓN" Y ESTABILIZACIÓN DE PRECIOS

En los últimos meses se han realizado algunos comentarios relativos a que Bolivia estaría o podría entrar en un proceso deflacionario, debido a consecutivas cifras negativas en la variación del IPC. Este Recuadro concluye que, con base al análisis de los datos del IPC, no existen fundamentos sólidos para afirmar que Bolivia se encuentre en un proceso deflacionario, sino más bien, está en una fase de estabilización, cuya naturaleza es sustancialmente diferente, luego del fuerte incremento de precios registrado desde 2007 hasta mediados de 2008.

Definiciones y antecedentes

La deflación es un fenómeno poco común cuya definición es exactamente la contraria a la de su antónimo "inflación": es el decremento persistente y generalizado de precios. También difiere significativamente del concepto de estabilización o de desinflación. Históricamente han ocurrido dos importantes deflaciones: en los años treinta del siglo XX como producto de la Gran Depresión y la deflación de Japón en la década de los noventa.

La deflación es una caída "generalizada":¹² Cada mes el IPC registra los bienes que aumentan de precios, los que se mantienen estables y otros que muestran variaciones negativas.¹³ Las caídas de precios en sectores específicos y puntuales de la economía son normales y obedecen, en muchos casos, a mejoras en la productividad o avances tecnológicos que permiten producir el mismo bien a un menor costo. Un claro ejemplo de este tipo de productos son las computadoras personales y la mayor parte de electrodomésticos, que año a año registran caídas en los precios y mejoras en la calidad.¹⁴ Incluso la caída continua de precios en un sector específico, si bien puede ser perjudicial para esa industria, no necesariamente constituye una amenaza para la economía en su conjunto. La deflación *per se* sólo ocurre cuando la declinación de precios se ha expandido a prácticamente todos los sectores de la economía, es decir, a todas las divisiones que conforman el IPC, y esta caída a su vez debe ser persistente.

La mayor parte de las deflaciones registradas en la historia ocurrieron por un colapso en la demanda agregada, normalmente una caída en el gasto de tal proporción que las empresas deben recortar precios con el fin de vender y agotar los inventarios. Si bien desde el punto de vista de los consumidores este fenómeno es beneficioso, puesto que aumenta el poder de compra de sus saldos monetarios, es perjudicial para las empresas y la economía en su conjunto. En efecto, uno de los problemas que la deflación genera es que los agentes económicos deciden postergar sus decisiones de consumo con la expectativa de que los precios pueden seguir descendiendo, particularmente de bienes duraderos. Este hecho reduciría el consumo agregado y agravaría la situación de las empresas, las que tendrán que reducir aun más sus precios, postergar decisiones de inversión y ajustar sus costos, con efectos negativos en la actividad y el empleo.

¹² "Deflation: Making Sure It Doesn't Happened Here", alocución de Ben Bernanke (actual presidente de la Reserva Federal) en la inauguración del *National Economist Club* el 21 de noviembre de 2002 en Washington DC.

¹³ Véase el Gráfico I.2 en este capítulo.

¹⁴ Recuérdese que hace unos quince años el precio promedio de una computadora personal de marca sobrepasaba los \$us3,000 mientras que hoy en día el precio de una con características claramente superiores está en torno a los \$us1,000.

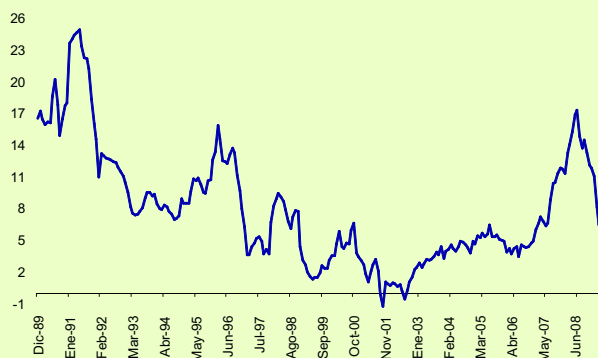
Desde el punto de vista de la teoría monetaria, la deflación hace que las tasas nominales sean muy bajas o tiendan a cero,¹⁵ lo que implica desafíos a los bancos centrales, ya que una vez que la tasa de interés nominal tiende a cero la autoridad monetaria pierde esta variable como instrumento para promover la recuperación económica¹⁶ y se ve obligada a buscar otras fuentes alternativas para inyectar dinero a la economía. Otro problema que genera la deflación es que incrementa el costo real de las obligaciones y genera pérdidas a los deudores, ya que si una persona debe Bs100 con interés cero a un año plazo y el IPC cae en 10%, en términos reales la deuda se habrá transformado en Bs110, incremento que puede generar dificultades de pago y una contracción del crédito a escala macroeconómica.

Por el contrario, la "desinflación" corresponde a un periodo en el que el crecimiento de los precios retorna a su comportamiento natural o tendencial y no necesariamente al nivel de precios en sí. Suele ocurrir después de un fuerte, y normalmente atípico, incremento de precios (inflaciones elevadas o hiperinflaciones). En la mayor parte de los casos este episodio ocurre por la intervención de la autoridad monetaria y/o fiscal, quienes implementan medidas de ajuste ante el incremento de la inflación. A diferencia de la deflación, la estabilización es beneficiosa para la economía, ya que cuando los choques externos o internos han cesado, las distorsiones económicas generadas por el aumento de precios se mitigan al reducirse el crecimiento de los precios. Asimismo, al estabilizarse en tasas bajas pero positivas se evitan los problemas de la deflación comentados anteriormente.

¿Se encuentra Bolivia en una deflación?

La inflación en la economía Boliviana ha estado sujeta a importantes fluctuaciones a lo largo de las últimas décadas. Luego del proceso hiperinflacionario de mediados de los 80 cuando la tasa de inflación alcanzó niveles récord históricos, comenzó un proceso de desinflación que se consolidó en la segunda mitad de los años 90s. Entre 2007 y el segundo trimestre de 2008 la economía nacional fue afectada por una serie de choques de origen interno y externo, ajenas al accionar de la política económica, que elevaron la inflación anual hasta un máximo de 17,3% en junio de 2008. A partir de ese mes la tasa de inflación comenzó una senda decreciente hasta alcanzar 2,1% en junio de 2009 (Gráfico I.22).

GRÁFICO I.22: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN 1990-2009
(Variación anual, en porcentaje)



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

¹⁵ El tipo de interés nominal es la suma de la tasa de interés real y la inflación esperada. Si la inflación prevista se mueve con la inflación efectiva y la tasa de interés real no es demasiado variable, entonces el tipo de interés nominal disminuye cuando la inflación disminuye, hecho conocido como el efecto Fischer. Si la tasa de deflación es igual o superior a la tasa de interés real, el efecto de Fischer predice que la tasa de interés nominal podría ser igual a cero.

¹⁶ Este fenómeno es conocido en la literatura económica como "la trampa de liquidez."

El periodo de fuerte incremento de precios tuvo una duración de 18 meses, lapso en el cual la inflación anual se incrementó de 5% a finales de 2006 a 17% a mediados de 2008 (12pp). En cambio, en el periodo de estabilización que comenzó en julio de 2008, la inflación anual se redujo a 2% (una caída de 15pp). No obstante, parte de esta fuerte caída se debe al efecto estadístico de base comparación, mientras que los indicadores de tendencia inflacionaria (en particular el núcleo) se han estabilizado en tasas en torno a 3%, cifra que es razonable para una economía en desarrollo.

La estabilización (corrección de la importante alza) determinó que se registren cuatro meses consecutivos de variación negativa del IPC. Empero, esta caída no fue en todas las divisiones del IPC, sino que obedeció principalmente a la dinámica de la división de alimentos y bebidas, tal como ocurrió con el incremento de los años 2007-2008 y, en menor medida, en la división de muebles, artículos y servicios domésticos.

De hecho, analizando la incidencia acumulada por trimestre de las divisiones que conforman el IPC, resulta evidente que Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (que incluyen alimentos básicos como granos, carnes, legumbres, verduras, tubérculos, frutas y alimentos elaborados como galletas, fideos pan, etc.) fue la que registró la mayor incidencia negativa (-1,5%) que sumada a su importante peso en la canasta (27,4%) explica el comportamiento descendente del IPC.¹⁷ Mientras que, Muebles, Artículos y Servicios Domésticos mostró una incidencia marginal negativa (Cuadro 1.4).

CUADRO 1.4: INCIDENCIAS ACUMULADAS DE LA INFLACIÓN
(En puntos porcentuales)

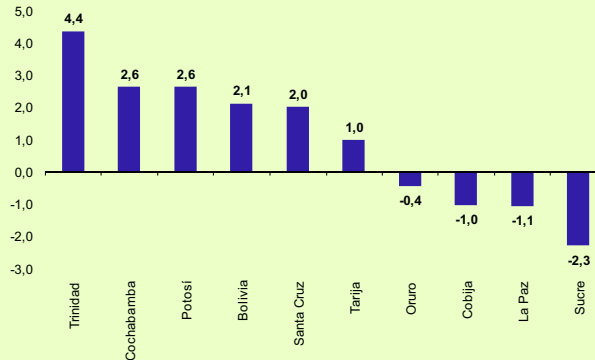
División del IPC	Peso	Jun-08	Sep-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09
1 Alimentos y bebidas no alcohólicas	27,4	6,37	7,38	7,06	-0,89	-1,49
2 Bebidas alcohólicas y tabaco	0,9	0,06	0,09	0,15	0,05	0,05
3 Prendas de vestir y calzados	6,3	0,20	0,30	0,38	0,02	0,04
4 Vivienda, servicios básicos y combustibles	11,1	0,32	0,27	0,35	0,08	0,14
5 Muebles, artículos y servicios domésticos	6,7	0,44	0,68	0,88	-0,02	-0,02
6 Salud	2,5	0,10	0,14	0,29	0,05	0,07
7 Transporte	12,5	-0,31	-0,30	-0,18	0,01	0,02
8 Comunicaciones	3,5	-0,03	-0,05	-0,06	0,01	0,01
9 Recreación y cultura	6,3	-0,01	-0,01	0,00	0,03	0,01
10 Educación	4,7	0,08	0,09	0,09	0,19	0,20
11 Restaurantes y hoteles	11,1	1,52	2,25	2,64	0,22	0,28
12 Bienes y servicios diversos	7,1	0,11	0,19	0,23	0,04	0,05
Inflación anual	100	8,85	11,03	11,85	-0,20	-0,62

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

¹⁷ De hecho, si se excluye esta división, la inflación acumulada a junio habría sido de 0,9 en lugar de -0,6%.

En la misma línea, analizando el comportamiento de la tasa de inflación anual por ciudad a junio de 2009, se evidencia que del total de departamentos sólo cuatro muestran tasas negativas, reforzando la noción de que el país no atraviesa una fase de deflación, ya que al igual que en el caso de las divisiones, se requeriría de una caída generalizada en todo el país (Gráfico I.23).

GRÁFICO I.23: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN POR CIUDADES
(Variación anual, en porcentaje)



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

Con relación a la actividad económica, como se citó previamente, la deflación suele estar acompañada de una fuerte contracción de la demanda agregada que implica tasas de crecimiento del producto negativas. Este hecho se desestima completamente con los datos reportados por el INE, ya que al primer trimestre de 2009 el PIB creció a una tasa anual de 2,1%, si bien esta cifra muestra una desaceleración del crecimiento con relación a trimestres pasados, se prevé que la variación anual del producto estará en torno a 4,0% para finales de 2009.

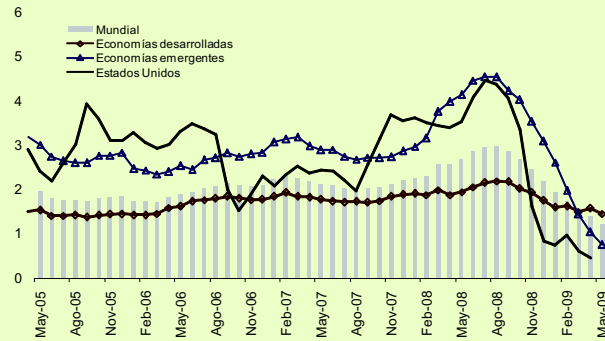
Asimismo, una deflación es la postergación de las decisiones de consumo, hecho que podría implicar una considerable caída de la demanda agregada. Sin embargo, por las características de la división en la que se registró la caída de precios (Alimentos y Bebidas) no es probable que el consumo de estos productos sea restringido, ya que no es lo mismo postergar la adquisición de un bien durable que retrasar la compra de alimentos (imprescindibles para la subsistencia de las personas). Adicionalmente, el consumo privado creció en 3% y por encima del producto, aunque a una tasa menor comparada con el trimestre anterior.

Con relación al posible encarecimiento de las obligaciones financieras, ante una fase de constantes caídas de precios, y la consecuente caída del crédito a nivel agregado, se debe tomar en cuenta que, por el contrario, el incremento de poder de compra, producto de la caída de los precios de los alimentos, estaría dejando un margen más amplio a los deudores para hacer frente a sus obligaciones. Adicionalmente, los datos del sistema financiero muestran que durante el primer semestre de 2009 la cartera al sector privado se incrementó en más de Bs500 millones (ver Capítulo III de este Informe).

El comportamiento descendente de la tasa de inflación en Bolivia es similar al observado en la mayor parte de las economías en desarrollo y desarrolladas, donde las consecuencias de la crisis global implicaron menores presiones inflacionarias. En lo que va 2009, varias economías registraron bajas tasas de inflación, en términos interanuales, incluso algunas como la estadounidense presentaron variaciones de precios negativas. Sin embargo, según estadísticas del Fondo Monetario Internacional (FMI), los

indicadores de tendencia inflacionaria (núcleo) a nivel mundial y regional continúan en terreno positivo (Gráfico I.24).

**GRÁFICO I.24: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN NÚCLEO MUNDIAL
SEGÚN TIPO DE ECONOMÍA
(Variación anual, en porcentaje)**



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

Por lo tanto, la actual reducción de precios experimentada en Bolivia obedece a un proceso de estabilización, explicado casi por completo, por la corrección de precios en una división puntual del IPC (Alimentos y Bebidas no Alcohólicas) y no a un proceso que implicaría una caída generalizada de precios.

Además la economía, el consumo y el crédito continúan creciendo a tasas positivas, contrario al previsto cuando una economía se encuentra en una fase de deflación. Se debe tomar en cuenta además, que la caída en los precios de los alimentos es muy benéfica para la población boliviana en su conjunto, ya que aumenta el poder de compra, particularmente el de los sectores más vulnerables.¹⁸

En el futuro previsible, las posibilidades de una deflación son remotas, en gran parte debido a la fortaleza subyacente de la economía ante la crisis internacional y por las perspectivas de inflación para los próximos semestres (Ver capítulo V de este Informe).

No obstante, ante cualquier posibilidad el BCB cuenta con los medios necesarios para hacer frente a un proceso de esta naturaleza. El objetivo principal del BCB, señalado en la Ley N°1670 y en la Nueva Constitución Política del Estado, es procurar una inflación baja y estable a lo largo del tiempo, lo que significa evitar y mitigar tanto altas inflaciones así como periodos de deflación.

¹⁸ El gasto de consumo de alimentos en una familia promedio representa cerca al 40% del gasto de consumo total, este dato se hace más importante en la medida que nos acercamos a los estratos más pobres de la población (primer quintil) donde este gasto se ubica en torno al 55%.

II. Contexto internacional

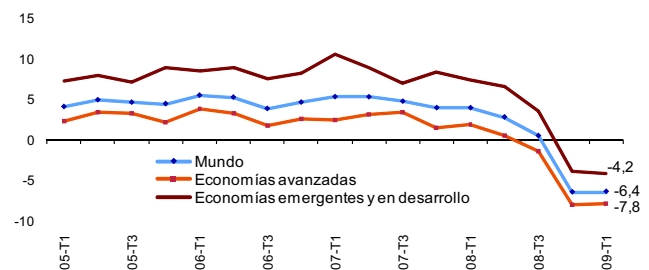
La economía mundial continuó deteriorándose en el primer semestre de 2009, aunque a un ritmo más moderado y con comportamiento diferenciado entre regiones: más acentuado en los países avanzados que en las economías emergentes y en desarrollo, estas últimas impulsadas hacia el alza por el dinamismo de China e India. Una señal relativa a este hecho es que los precios internacionales de los productos básicos se recuperaron levemente, hasta llegar a los niveles observados en 2007.

Consistente con la recesión económica global diferenciada, continuó la caída en la tasa de inflación mundial, aunque la inflación subyacente se estabilizó paulatinamente. Asimismo, se observó menor aversión al riesgo en los inversionistas, una recuperación de las bolsas de valores y la declinación de los spreads soberanos de las economías emergentes, lo cual indujo a una estabilización de los mercados financieros, aunque todavía permanece la situación de incertidumbre así como los riesgos para la estabilidad económica y financiera.

II.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

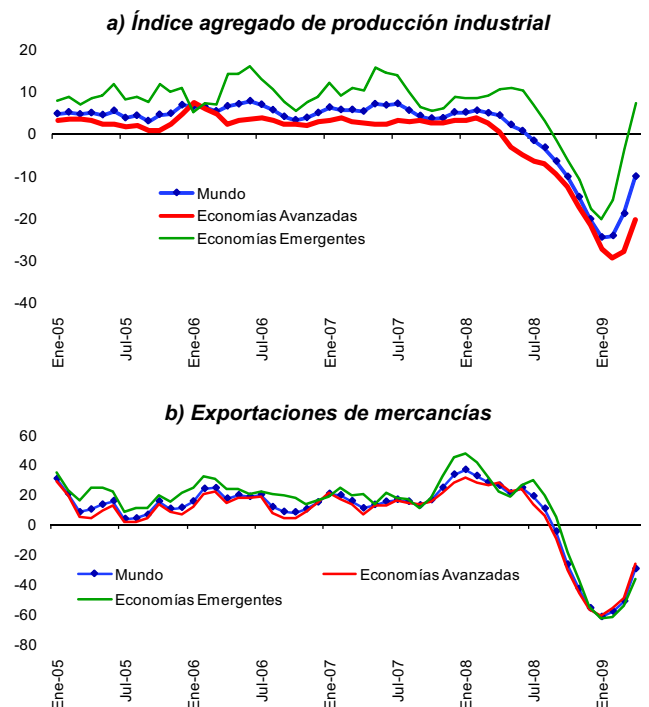
Los efectos de la crisis financiera global continuaron traspasándose con fuerza al sector real de la economía, a pesar de los estímulos monetarios y fiscales que se adoptaron para mitigar los efectos de la crisis. La economía mundial se contrajo de forma sincronizada durante el primer trimestre de 2009, especialmente en los países desarrollados (Gráfico II.1). Pese a que la recesión global no ha terminado, algunos indicadores líderes a nivel mundial revelan que el ritmo de la contracción se ha moderado substancialmente (Gráfico II.2) y que existen algunas señales de estabilización.

GRÁFICO II.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(Variación trimestral anualizada, en porcentaje)



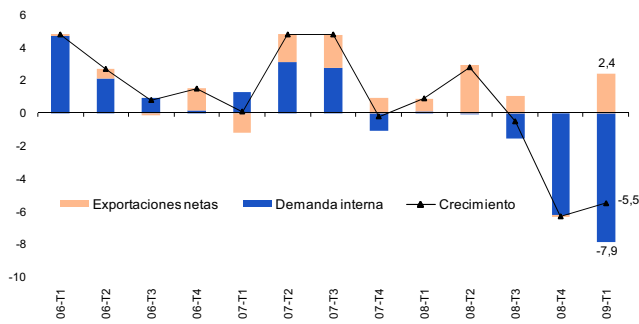
FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (actualización a julio de 2009)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.2: INDICADORES DE COYUNTURA
(Variación mensual anualizada, en porcentaje)



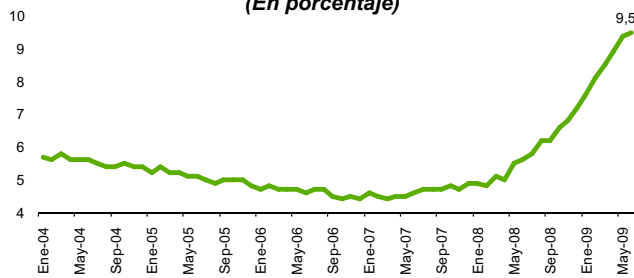
FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (actualización a julio de 2009)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.3: CRECIMIENTO DEL PIB DE EE.UU.
(Variación trimestral anualizada e incidencias, en porcentaje)



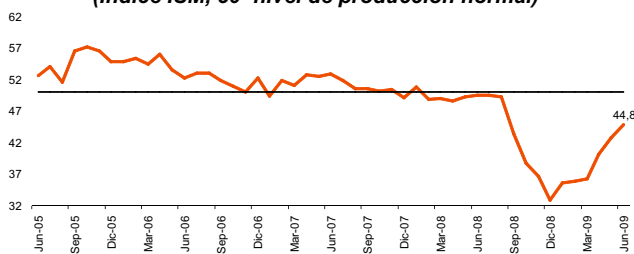
FUENTE: Bureau of Economic Analysis
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

GRÁFICO II.4: TASA DE DESEMPLEO EE.UU.
(En porcentaje)



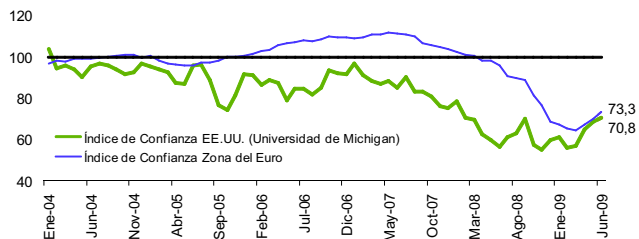
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.5: ÍNDICE MANUFACTURERO EN EE.UU.
(Índice ISM, 50=nivel de producción normal)^{1/}



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} El índice de producción manufacturera del Institute for Supply Management (ISM) se encuentra en equilibrio cuando toma el valor de 50, correspondiente al nivel de producción normal

GRÁFICO II.6: ÍNDICES DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES EN EE.UU. Y LA ZONA DEL EURO
(Índices mensuales, 1966=100 y 2000=100 respectivamente)^{1/}



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} El nivel de referencia que toman estos índices es 100

Estados Unidos continuó experimentando una profunda recesión, evidenciada en la contracción del PIB por tres trimestres consecutivos. Al primer trimestre de 2009 el PIB del país del norte cayó 5,5% en términos anualizados debido a la debilidad de la demanda interna, caída que fue menor a la registrada durante el cuarto trimestre de 2008, cuando disminuyó 6,3% (Gráfico II.3). Si bien, al inicio de la crisis los sectores más afectados fueron la construcción y el sistema financiero, este fenómeno tuvo una intensa transmisión a la actividad industrial y a otros sectores, de tal forma que la tasa de desempleo a junio de 2009 aumentó a 9,5% (Gráfico II.4).

Sin embargo, de acuerdo con las últimas cifras relacionadas con la actividad económica, al segundo trimestre los índices de producción industrial y los índices de confianza se estarían estabilizando (Gráficos II.5 y II.6). Se prevé el inicio de la recuperación, aunque lenta, desde fines de 2009, pero con altas tasas de desempleo que persistirían aún más allá de la recuperación prevista para 2010.

La Zona del Euro muestra una situación más desalentadora, puesto que se encuentra en medio de la peor recesión desde que fue creada y continúan las correcciones a la baja. El PIB se contrajo nuevamente en el primer trimestre (-2,5%) como consecuencia de la caída de la demanda interna y además de sus exportaciones netas (Gráfico II.7). El mercado laboral experimentó un fuerte empeoramiento, pues la tasa de desempleo también se ubicó en 9,5% en el mes de mayo (Gráfico II.8).

Sin embargo, y al igual que en Estados Unidos, se observó una leve recuperación en algunos de sus principales indicadores en los últimos meses, marcando el inicio de una probable mejoría en el desempeño real de esta Zona económica (Gráfico II.9). Una señal alentadora es que en mayo del presente año, la producción industrial creció 0,5%, después de caídas consecutivas.

La economía japonesa ha sido una de las economías desarrolladas más afectadas por la actual crisis. Durante el primer trimestre, continuó presentando una contracción de su PIB (Gráfico II.10) explicada por la prolongada caída de sus índices de producción industrial y, sobre todo, de sus envíos al exterior, los cuales después de una fuerte disminución se han

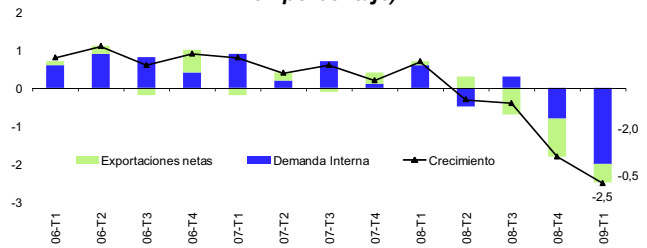
estabilizado (Gráfico II.11). Las condiciones de crédito más restrictivas indujeron a las empresas a reducir sus planes de inversión de capital. El consumo también se contrajo debido a una disminución de los salarios y el aumento del desempleo.

A partir del cuarto trimestre de 2008, la crisis económica internacional comenzó a afectar fuertemente a las economías emergentes, que hasta ese momento habían mostrado cierta resistencia. Sin embargo, esta situación se revirtió gradualmente debido en parte a que éstos países continuaron aplicando programas de estímulo monetario y fiscal para paliar la crisis intentando incrementar la demanda interna y sostener las tasas de crecimiento. Cabe también señalar que las tasas de crecimiento positivas de China e India fueron importantes para evitar un mayor deterioro de la economía mundial, mostrando una posibilidad de continuidad del "desacoplamiento"¹⁹ con EE.UU. y otras economías avanzadas; y dando señales de recuperación, particularmente para algunos productos básicos (Gráfico II.12).

De igual forma, América Latina está sufriendo una fuerte contracción, no vista desde los años noventa. México experimentó una caída importante por sus lazos comerciales con Estados Unidos y Canadá, además que tuvo la revisión hacia la baja más importante de su tasa de crecimiento debido al efecto económico de la gripe A(H1N1). De igual modo, Venezuela experimentó la segunda revisión más fuerte a la baja de su crecimiento por la caída del precio del petróleo, que afectó a la inversión y el gasto del gobierno. Brasil y Chile también experimentaron importantes caídas en el primer trimestre. En el caso de Argentina, este país va a iniciar programas fiscales con el fin de evitar que la economía tenga una fuerte contracción. En resumen, las economías más grandes de América Latina están sumergidas en la peor recesión después de dos décadas. (Gráfico II.13).

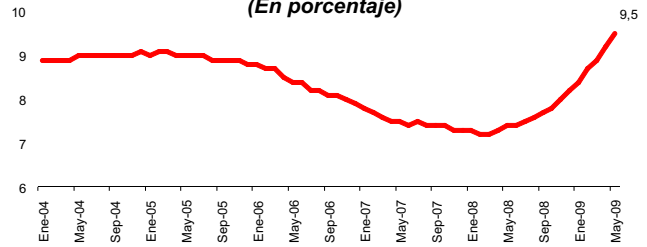
Al igual que en las economías desarrolladas, las disminuciones en el crecimiento económico en el primer trimestre del año afectaron al empleo en los países de

GRÁFICO II.7: CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO
(Variación trimestral anualizada e incidencias, en porcentaje)



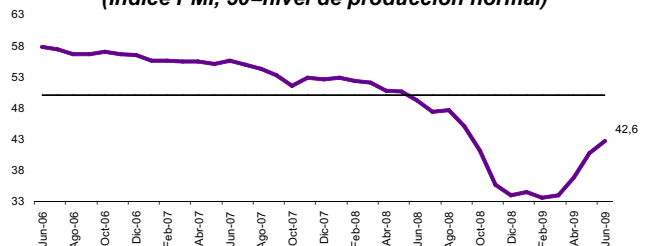
FUENTE: Bloomberg.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

GRÁFICO II.8: TASA DE DESEMPLEO ZONA DEL EURO
(En porcentaje)



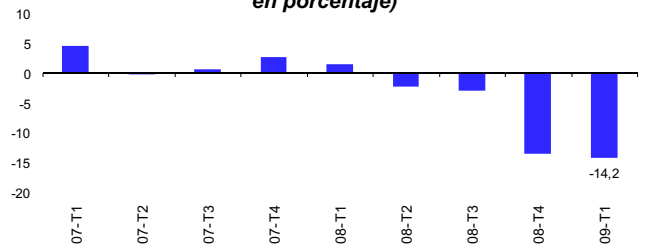
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.9: ÍNDICE MANUFACTURERO DE LA ZONA EURO
(Índice PMI, 50=nivel de producción normal)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ¹⁾ El índice *Purchasing Managers Index* (PMI) de la Zona del Euro también se encuentra en equilibrio cuando está en 50, que señala un nivel de producción normal

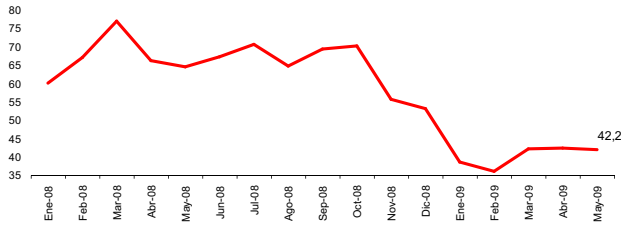
GRÁFICO II.10: CRECIMIENTO DEL PIB JAPÓN
(Variación trimestral anualizada, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

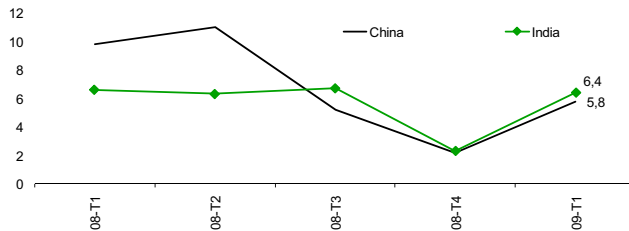
¹⁹ Para mayores detalles al respecto, véase el Recuadro III.1 "La hipótesis del desacoplamiento" del IPM de julio de 2008.

GRÁFICO II.11: EXPORTACIONES MENSUALES DE JAPÓN
(En miles de millones de dólares estadounidenses)



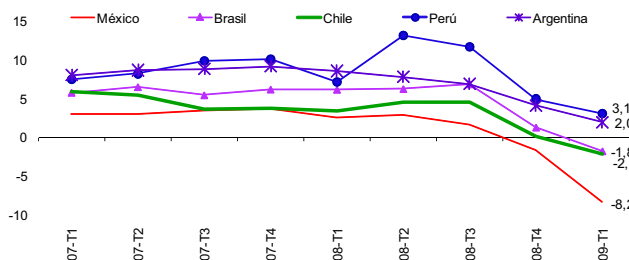
FUENTE: *Bloomberg*
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.12: CRECIMIENTO ECONÓMICO DE CHINA E INDIA
(Variación trimestral anualizada, en porcentaje)



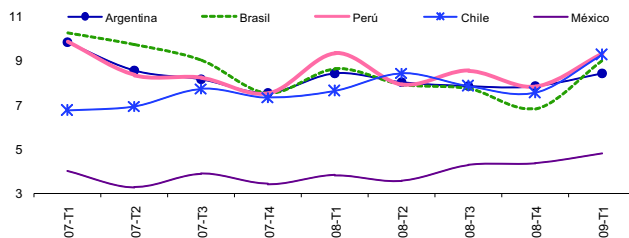
FUENTE: *JP Morgan*
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.13: CRECIMIENTO ECONÓMICO DE AMÉRICA LATINA
(Variación en 4 trimestres, en porcentaje)



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

GRÁFICO II.14: TASA DE DESEMPLEO EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS
(En porcentaje)



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

la región. La tasa de desempleo aumentó de forma generalizada (Gráfico II.14), en Argentina (8,4%), Brasil (9%), Chile (9,2%), Perú (9,3%) y México (4,8%).

Esto es concordante con las tasas negativas de variación a doce meses de la producción industrial durante el primer semestre de 2009, aunque con una tendencia al alza en los casos de Brasil y Argentina, reflejadas en una leve mejora en las exportaciones frente al descenso que se presentó en el primer trimestre de 2009 (Gráfico II.15), cuando se observó una reducción de 30% en el valor de las exportaciones de bienes y de 7% en el volumen de las mismas, como resultado de la caída de los términos de intercambio y el menor dinamismo de la demanda mundial.

En resumen, la fuerte caída de la actividad económica global en el primer semestre se tradujo en una reducción del crecimiento externo relevante para Bolivia en 2009 de 0,5% a comienzos del año a un nivel en torno a -2,1% al mes de mayo, explicado principalmente por la caída de la demanda mundial y la reducción del precio de las materias primas.

II.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Los precios de las materias primas tendieron a estabilizarse luego de la caída experimentada a finales de 2008; e inclusive repuntaron levemente en los últimos meses, en consonancia con la moderación de la contracción económica mundial y algunos signos de leve recuperación. Cabe destacar que los niveles de precios de las materias primas exportadas por Bolivia al cierre del primer semestre se encuentran por encima de los observados en 2007, en el caso de los productos agrícolas y combustibles, y por encima de los observados en 2005, en el caso de los minerales. Dado que la caída de los términos de intercambio se constituye en uno de los principales canales de transmisión de la crisis, el efecto adverso sobre el valor de las exportaciones latinoamericanas en general y boliviana en particular fue sustancial en el primer trimestre de 2009, esperándose que haya sido mucho más moderado en el segundo trimestre, cuando los indicadores de coyuntura mostraron indicios de recuperación.

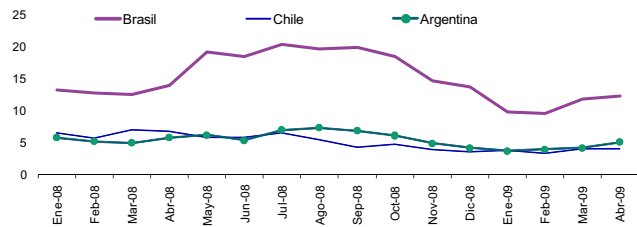
Durante los primeros meses del año los precios cayeron a medida que fue más evidente la recesión sincronizada de la economía mundial. No obstante, entre mayo y julio repuntaron levemente debido a problemas de oferta en los sectores energético y agrícola y una moderada expansión focalizada de la demanda por metales. Asimismo, la debilidad del dólar y las expectativas de mayor inflación en las economías avanzadas a mediano plazo han inducido a los inversionistas a dirigirse a estos mercados empujando nuevamente los precios al alza (Gráfico II.16).

Entre diciembre de 2008 y el 17 de julio de 2009, el Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación (IPPBX) registró una disminución de 16,6%, inducido por la caída de los precios de los hidrocarburos en 26,0%, que fue superior al incremento de precios observado en los productos mineros (24,2%) y a la leve caída de los precios agrícolas (0,7%) (Cuadro II.1). El índice de precios excluidos los hidrocarburos aumentó en 13,5%.

Respecto a los minerales, los precios se recuperaron por dos factores: por una parte, el efecto refugio contra la incertidumbre y las expectativas de inflación futura en los países desarrollados, como en los casos del oro y la plata; y, por otra, la demanda de importaciones de China, cuya producción industrial se recuperó gradualmente, como resultado de la ejecución de un vasto programa de inversión pública en infraestructura destinado a atenuar la contracción de la demanda externa. Asimismo, la mayor demanda china tendría como objetivo abastecer sus reservas estratégicas en un entorno de bajos precios de los minerales.

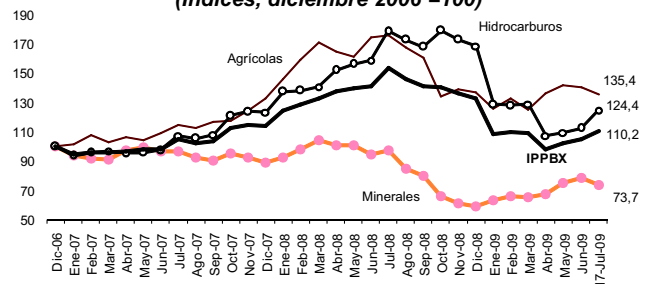
En el caso de los precios agrícolas y dada su naturaleza sensible a los riesgos climáticos, registraron en el periodo un comportamiento fluctuante. En particular, los precios de los granos mostraron crecimientos debido al aumento de la demanda de alimentos y la disminución de su oferta por la caída de los inventarios y de la producción en Argentina, Brasil y Estados Unidos, los mayores productores a nivel mundial. Los precios de los alimentos en general se fueron estabilizando y se mantienen en niveles de 2007 y comienzos de 2008

GRÁFICO II.15: EXPORTACIONES MENSUALES DE PAISES SELECCIONADOS
(En miles de millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.16: PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA
(Índices, diciembre 2006 =100)



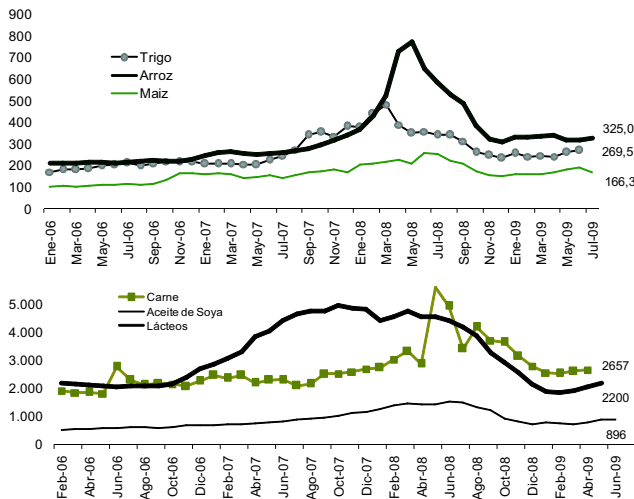
FUENTE: Bloomberg - Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

CUADRO II.1: RESUMEN DE COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN
(Diciembre 2008 - 17 de Julio 2009)

	31-dic-08	17-jul-09	Variación % acumulada en el año
Zinc (\$us/LF)	0,548	0,735	34,1
Oro (\$us/OTF)	882,1	938,1	6,4
Plata (\$us/OTF)	11,4	13,3	17,1
Estaño (\$us/LF)	4,9	6,0	23,8
Plomo (\$us/LF)	0,45	0,76	67,2
Soya (\$us/TM)	358,9	330,5	-7,9
Harina de Soya (\$us/TM)	330,4	297,5	-9,9
Aceite de Soya (\$us/TM)	740,9	770,6	4,0
Azúcar (\$us/TM)	318,8	452,8	42,0
Algodón (\$us/TM)	1.233,5	1.503,5	21,9
Café (\$us/Lb)	1,19	1,37	15,6
Petróleo (Brent) (\$us/barriil)	41,8	63,1	51,2
Gas (\$us/MPC)	8,57	5,85	-31,7
Ítem de memorandum (Base Dic. 2006 = 100)			
Índice de precios de minería	59,3	73,7	24,2
Índice de precios de agricultura	136,4	135,4	-0,7
Índice de precios del complejo soya	152,8	142,3	-6,8
IPPBX	132,2	110,2	-16,6
IPPBX s/h	78,4	88,9	13,5

FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: IPPBX s/h = Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación sin tomar en cuenta hidrocarburos
LF = libra fina, OTF = onza troy fina, TM = tonelada métrica, Lb = libra
MPC = millar de pie cúbico

GRÁFICO II.17: PRECIOS DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS SELECCIONADOS
(En dólares estadounidenses por tonelada métrica)

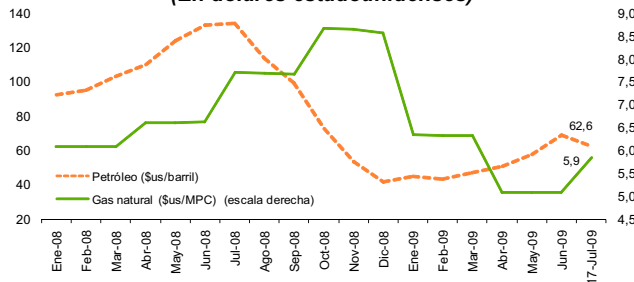


FUENTE: Food and Agriculture Organization (FAO)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

(Gráfico II.17). Los precios del complejo soya disminuyeron 6,8%.

Respecto al comportamiento de los precios de exportación del gas natural, desde diciembre de 2008 a la fecha de cierre de esta publicación, éstos cayeron en 31,7% manifestando con rezago el efecto adverso de la caída de los precios del petróleo durante el segundo semestre de 2008 (Gráfico II.18). El reciente repunte de los precios del petróleo, con un crecimiento en lo que va del año de 51,2%, ocasionado en buena parte por recortes en la producción de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y la disminución de inventarios en Estados Unidos, probablemente será transitorio en función de la estabilización después de la crisis y a la moderada recuperación de la economía mundial. El efecto favorable sobre los precios del gas natural que exporta Bolivia podría observarse en el segundo semestre de 2009, debido al rezago con el cual se calcula el precio del gas boliviano de exportación.

GRÁFICO II.18: PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO Y DEL GAS NATURAL EXPORTADO POR BOLIVIA
(En dólares estadounidenses)



FUENTE: Bloomberg - Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: MPC Millar de pies cúbicos

En resumen, los precios tendieron a recuperarse moderadamente, especialmente a partir del segundo trimestre de este año, pero su comportamiento futuro dependerá de la oportunidad y velocidad de la recuperación de la economía global.

II.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL

La profundización de la desaceleración de la economía mundial en el primer semestre del año y la fuerte caída de los precios internacionales de los productos básicos durante los primeros meses de 2009 continuaron disminuyendo las presiones inflacionarias a nivel global. En efecto, en los últimos meses se verificó una continua desaceleración de la tasa de inflación, registrándose incluso tasas negativas en algunos países desarrollados (Cuadro II.2).

Este comportamiento puso en el debate la posibilidad de una deflación en algunas economías para el 2009.²⁰ Sin embargo, la inflación subyacente se

CUADRO II.2: INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación en 12 meses, en porcentaje)

	2007	2008	Jun-09
Mundo	4,0	4,7	n.d.
Estados Unidos	4,1	0,1	-1,4
Zona del Euro	3,1	1,6	-0,2
Japón ¹	0,1	1,5	-1,1
Asia (sin Japón)	4,1	6,7	n.d.
América Latina	6,2	8,6	n.d.
Argentina	8,5	7,2	5,3
Brasil	4,5	5,9	4,8
Chile	7,8	7,1	1,9
Colombia	5,7	7,7	3,8
Perú	3,9	6,7	3,1
R.B. Venezuela	22,5	31,9	27,4

FUENTE: Bloomberg - Latin Focus Consensus Forecast
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ¹ Dato a mayo de 2009
n.d. No disponible

²⁰ Este aspecto se discute en el Recuadro I.1.

mantuvo en torno a los valores observados en los últimos años (Gráfico II.19), evidenciado que la tendencia de variación de precios se ha estabilizado. Por ejemplo, en el caso de los EE.UU., la variación porcentual en 12 meses del IPC total a junio fue negativa (-1,4%), pero si excluye alimentos y combustibles esta fue de 1,7%.

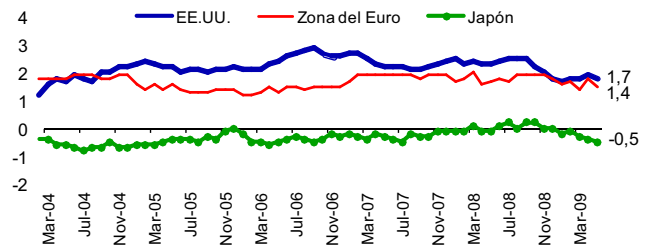
Otro factor que impediría la aparición de este fenómeno económico, y que mas bien podría incidir en una mayor inflación a mediano plazo, es el efecto de las inyecciones de liquidez por los bancos centrales y los incentivos y programas fiscales de los gobiernos (Cuadro II.3) para estabilizar el sistema financiero y moderar los efectos de la crisis internacional.

En las economías emergentes, también se observó una caída en la inflación debido a la disminución de las cotizaciones internacionales de materias primas (especialmente alimentos y combustibles) y, en menor medida, porque la caída o desaceleración de sus economías no fueron tan fuertes como los registrados en las economías avanzadas.

Las presiones inflacionarias en América Latina declinaron en lo que va del año como resultado de la brusca disminución de los precios de los alimentos y combustibles y el efecto negativo de la crisis en la demanda interna de los países de la región. A mayo, el promedio de la inflación regional bajó a 6,1%, desde niveles superiores a 12% a mediados de 2008, destacando la desaceleración en los países de Centroamérica. De esta forma, las inflaciones de los países están convergiendo a sus metas con excepción de Venezuela y Perú (Cuadro II.4).

Para Bolivia, la caída de la inflación en sus socios comerciales y la depreciación de sus monedas respecto a junio del año pasado se tradujeron en menores presiones inflacionarias externas. La variación del Índice de Precios Externos (IPE) relevante para la economía boliviana experimentó una drástica disminución entre septiembre de 2008 y mayo de 2009, de niveles en torno a 15% a tasas negativas de hasta -10% en el primer trimestre, las cuales llegaron a -6,8% a fines de junio (Gráfico II.20).

GRÁFICO II.19: INFLACIÓN SUBYACENTE EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica

CUADRO II.3: PLANES DE ESTÍMULO FISCAL EN 2009
(En porcentaje del PIB de cada país)

Rusia	4,1
Corea del Sur	3,9
Arabia Saudita	3,3
China	3,1
Chile	2,8
Sudáfrica	1,8
México	1,5
Argentina	1,5
Indonesia	1,3
India	0,6
Brasil	0,6

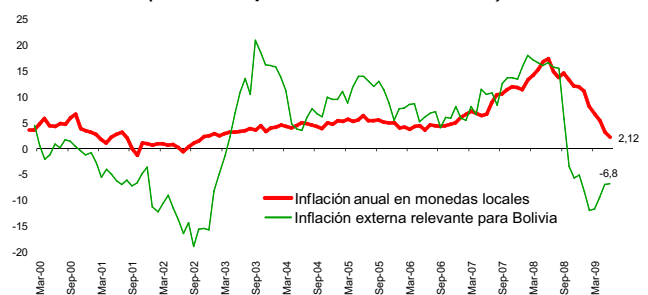
FUENTE: Bloomberg - FMI
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica

CUADRO II.4: INFLACIÓN EN PAÍSES SUDAMERICANOS SELECCIONADOS
(Variación porcentual)

	Acumulada a junio		Variación en 12 meses		Meta/Proyección	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
E.P. Bolivia	8,8	-0,6	17,3	2,1	12,0	8,0 ^{1/}
Brasil	3,6	2,6	6,1	4,8	4,5+/-2	4,5+/-2
Colombia	6,0	2,2	7,2	3,8	3,5 - 4,5	4,5 - 5,5
Chile	4,3	-0,8	9,5	1,9	2,0 - 4,0	2,0 - 4,0
Perú	3,5	0,0	5,7	3,1	1,0 - 3,0	1,0 - 3,0
Uruguay	5,4	2,8	8,4	6,5	4,0 - 6,0	3,0 - 7,0
R.B. de Venezuela	16,3	12,4	32,2	27,4	12,0	12,0

FUENTE: Bloomberg - Institutos Nacionales de Estadísticas
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Proyección efectuada en oportunidad del IPM de enero de 2009. La proyecciones recientes descritas en el capítulo V indican una tasa de inflación menor para 2009

GRÁFICO II.20: INFLACIÓN DE LOS SOCIOS COMERCIALES E INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación porcentual en 12 meses)



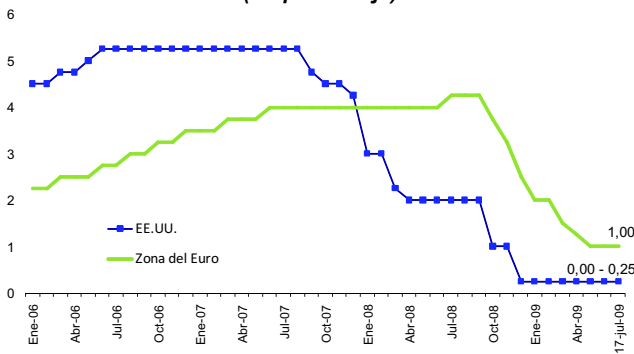
FUENTE: Institutos Nacionales de Estadística - Bloomberg - Latin Focus
Consensus Forecast - Bancos Centrales
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

II.4 MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTO DE CAPITALES

A partir de abril de 2009 y como resultado de los signos de moderación de la contracción económica, se ha observado una disminución de la aversión al riesgo entre los inversionistas, que ha incidido en una estabilización y recuperación leve de los mercados financieros tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes y en desarrollo. El rol de los gobiernos y los bancos centrales de la mayoría de las economías del mundo ha sido importante para la estabilización de los mercados. No obstante, la incertidumbre aún persiste; y se espera que el repunte observado en los mercados financieros acompañe el ritmo de estabilización y recuperación de la actividad económica para garantizar un escenario de recuperación de la demanda mundial.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (FED) no sólo redujo a niveles mínimos su tasa de interés de política (Gráfico II.21), sino también impulsó una agresiva política monetaria no convencional (conocida como *quantitative easing* ó *credit easing*), en forma de facilidades de préstamos a las instituciones financieras, provisión de liquidez directa a algunos mercados de crédito importantes y la compra de títulos.²¹ El propósito ha sido estabilizar los mercados financieros y proveer un soporte directo a los mercados de crédito para mejorar las condiciones crediticias. Esto además le permitió a la FED tener un efecto directo sobre las tasas de interés de largo plazo. De igual forma, el gobierno estadounidense planteó un conjunto de medidas para sanear la situación financiera de los bancos, entre las que destacan: una prueba de tensión (*stress test*), que despejó la incertidumbre sobre la calidad de los activos y exigió el fortalecimiento del patrimonio bancario en el corto plazo; y, un programa público-privado para la compra de activos de mala calidad de los bancos, según el cual los inversionistas privados aportarían capital y conseguirían un préstamo público con un fuerte grado de apalancamiento.²²

GRÁFICO II.21: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN ESTADOS UNIDOS Y LA ZONA DEL EURO
(En porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

²¹ Entre estas dos últimas medidas destacan, por una parte, una compra de papeles comerciales (pagarés de corto plazo) de alta calificación a los fondos mutuos y préstamos a inversionistas tenedores de activos titularizados, respaldados por nuevos préstamos al consumo o a la pequeña empresa; y, por otra parte, un programa de compras de bonos hipotecarios de *Fannie Mae* y *Freddie Mac* y un programa de compras de títulos del Tesoro estadounidense.

²² El Tesoro de EE.UU. apoyaría con el financiamiento de hasta alrededor el 80% de la compra de activos.

En la Zona del Euro los esfuerzos gubernamentales han sido menos intensos y han estado focalizados en cada país integrante de esta área monetaria, mientras que el Banco Central Europeo concentró su atención en medidas más convencionales como los recortes de su tasa de interés de política y la inyección de liquidez necesaria. Otras economías avanzadas como Inglaterra y Japón optaron también por ejecutar planes de estabilización financiera, una fuerte expansión monetaria y estímulos fiscales.

Como resultado, la aversión al riesgo entre los inversionistas disminuyó. En efecto, la tensión de los mercados monetarios disminuyó, los *spreads* de los mercados de bonos y de créditos de las economías avanzadas se estrecharon gradualmente (Cuadro II.5) y los mercados de acciones repuntaron levemente (Gráfico II.22).

Sin embargo, el sustancial apoyo fiscal otorgado por los gobiernos de las economías avanzadas elevaría el déficit fiscal promedio de 4,3% en 2008 a 9,8% y 8,4% en 2009 y 2010, respectivamente, lo que ha generado preocupación en los inversionistas sobre la sostenibilidad fiscal de aquéllas economías. A esto se suma la inquietud sobre el tamaño de las inyecciones de liquidez, que podría significar presiones inflacionarias en el mediano plazo. La curva de rendimientos de los títulos públicos de Estados Unidos muestra esta preocupación: al 17 de julio de 2009 se observó un empinamiento en los tramos largos reflejando la internalización de los riesgos por la difícil situación fiscal y las expectativas de inflación (Gráfico II.23).²³

En las economías emergentes y en desarrollo, los mercados financieros también tendieron a estabilizarse, aunque cabe mantener todavía cierta cautela. En el primer semestre de 2009, la percepción de riesgo en los mercados de bonos soberanos disminuyó alentada por la recuperación de los precios internacionales de los productos básicos y expectativas sobre una cuenta corriente más favorable para Asia y menos negativa para Europa Oriental y América Latina que a inicios

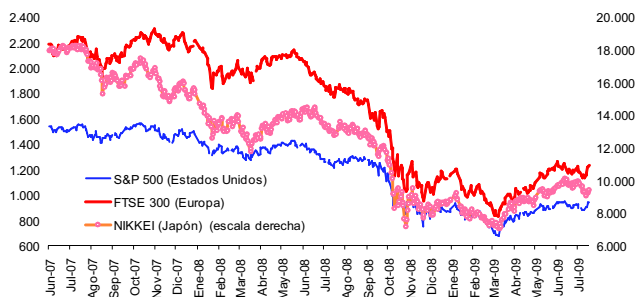
CUADRO II.5: SPREADS EN LOS MERCADOS MONETARIOS Y DE DEUDA (En porcentajes)

	17-Jul-09	17-Abr-09	17-Ene-09
Mercado monetario			
Spread LIBOR 3M - LT-EE.UU. 3M (p.b.)	0,34	0,97	1,03
Mercado de créditos			
Tasa preferencial	3,25	3,25	3,25
Hipoteca a 30 años EE.UU. (tasa de interés fija)	5,14	4,82	4,96
Mercado de bonos			
Spread bono corporativo "A" EE.UU. - BT-EE.UU. 5 años	2,59	3,71	3,93
Spread bono corporativo "A" EE.UU. - BT-EE.UU. 10 años	2,63	3,70	3,84

FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

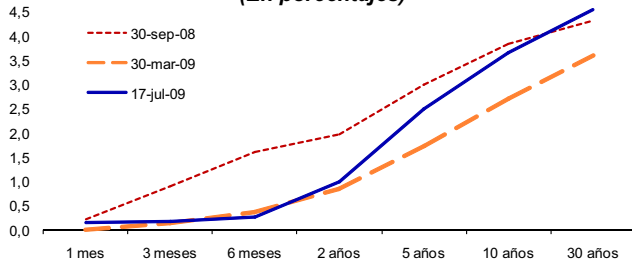
GRÁFICO II.22: ÍNDICES ACCIONARIOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES



FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.23: CURVA DE RENDIMIENTO DE TÍTULOS PÚBLICOS ESTADOUNIDENSES (En porcentajes)

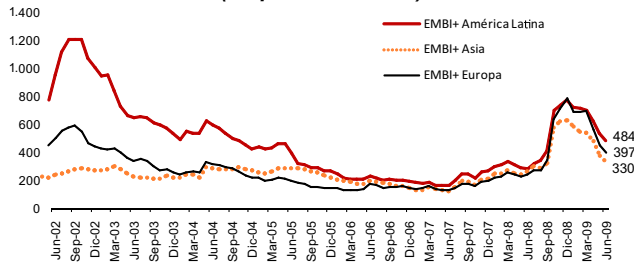


FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

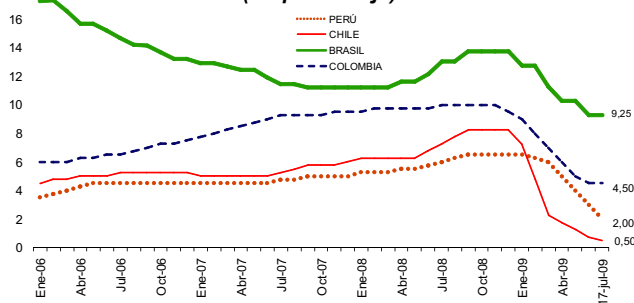
²³ Recientemente el G-8 solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) apoyo para diseñar una "estrategia de salida" que permita revertir ordenadamente la expansión monetaria y fiscal sin perjudicar a la recuperación de la economía. El FMI sugirió que, para tal cometido, la coordinación internacional será esencial.

GRÁFICO II.24: SPREAD DE LOS BONOS SOBERANOS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES (En puntos básicos)



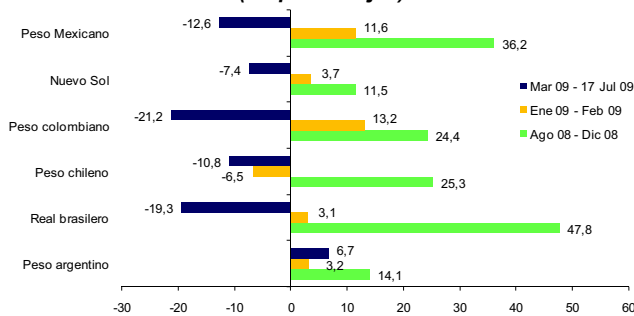
FUENTE: Banco Central de Chile
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO II.25: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN PAÍSES LATINOAMERICANOS ELECCIONADOS (En porcentaje)



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

GRÁFICO II.26: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA (En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Una variación negativa significa apreciación; una variación positiva significa depreciación

CUADRO II.6: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN PAÍSES SELECCIONADOS DE LATINOAMÉRICA (En miles de millones de dólares estadounidenses)

	Brasil	Chile	Argentina	Perú	Colombia	México
2000	32,8	4,9	10,4	0,8	2,4	17,9
2001	22,5	4,2	2,2	1,1	2,5	29,4
2002	16,6	2,5	2,1	2,2	2,1	21,1
2003	10,1	4,3	1,7	1,3	1,8	15,0
2004	18,2	7,2	4,1	1,6	3,0	22,9
2005	15,1	7,0	5,3	2,6	10,3	20,9
2006	18,8	7,3	5,5	3,5	6,7	19,3
2007	34,6	12,6	6,5	5,3	9,0	27,3
2008	45,1	16,8	8,0	4,1	10,6	22,0
T1:2008	4,7	6,5	3,1	2,8	2,8	6,0
T1:2009	5,3	3,5	1,3	1,4	1,8	2,7

Fuente: Bloomberg - Bancos Centrales
 Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

de 2009 (Gráfico II.24). De igual forma, contrariamente a la disminución esperada de los flujos de capital privado hacia las economías emergentes y en desarrollo,²⁴ análisis de instituciones internacionales recientes²⁵ muestran que las emisiones de acciones y bonos privados tuvieron una recuperación significativa, especialmente en Asia y Europa, además de estar acompañadas de una creciente mejora en su calidad crediticia. Sin embargo, se enfatiza también que las condiciones de crédito bancario siguen siendo restrictivas y que los mercados emergentes continúan vulnerables a las salidas de capitales en la medida que no se consolide la estabilización y recuperación de la economía mundial.

En América Latina, la fortaleza inicial de su sistema financiero y la importante intervención de los gobiernos y bancos centrales en los mercados clave permitieron mantener relativamente estables los mercados financieros e inducir, al menos gradualmente, inlfujos de capitales de corto y largo plazo. La disminución de las tasas de interés de política en la generalidad de los países (Gráfico II.25) no fue un obstáculo para el ingreso de capitales de corto plazo, que fueron atraídos por el leve repunte de los precios internacionales de los productos básicos y las expectativas de depreciación del dólar, el cual es equivalente a la apreciación cambiaria de las monedas de los países. En este último aspecto, las monedas de la región se apreciaron en promedio en torno al 14% entre marzo y el 17 de julio de 2009 (Gráfico II.26).

Por su parte, los flujos de inversión extranjera directa se contrajeron en la mayoría de los países en el primer trimestre de 2009, y se espera en toda la gestión 2009 se observe una caída de la inversión extranjera directa, luego de su máximo en 2008 (Cuadro II.6). Para Bolivia, el acceso al capital privado extranjero principalmente en la forma de inversión extranjera directa ha sido y es importante para acompañar los esfuerzos internos en impulsar el crecimiento económico.

²⁴ FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* (abril de 2009) y Banco Mundial, *Global Development Finance* (junio 2009).

²⁵ FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* (Actualización a julio de 2009) e *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial* (Actualización a julio de 2009).

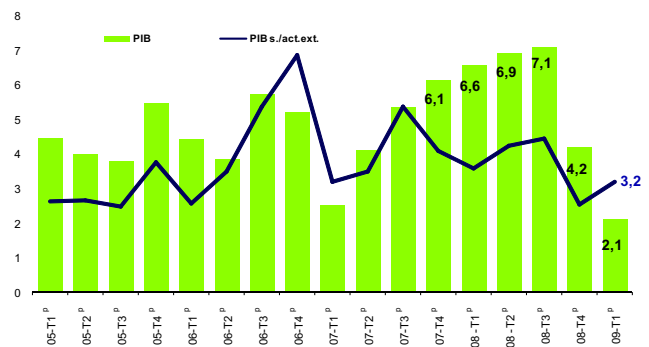
III. Desempeño económico

De manera similar a los países de América Latina, los efectos de la crisis internacional se han manifestado a través del canal real. La disminución de las exportaciones y las remesas, así como las expectativas de consumidores y productores, explican la desaceleración en el primer trimestre de 2009. La ralentización económica se debe fundamentalmente a la crisis económica global, cuyos efectos se manifestaron sobre todo en la actividad extractiva y la industrial, por el lado de la oferta, y en el consumo, por el lado de la demanda agregada. Con todo, Bolivia continúa siendo uno de los países con mejor desempeño macroeconómico en la región, registra superávit en la balanza de pagos y en las cuentas fiscales, el sistema financiero presenta sólidos indicadores, los depósitos y los créditos continúan en ascenso y estabilizándose la inicial tendencia a la dolarización.

III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

Los signos de ralentización de la actividad económica se manifestaron en forma inicial en el cuarto trimestre de 2008, cuando la tasa de crecimiento anual del PIB se desaceleró a 4,2% y luego en el primer trimestre de 2009 cuando la tasa de crecimiento del PIB fue de 2,1%, luego de haberse observado tasas superiores a 6% en los cuatro trimestres previos (Gráfico III.1). La producción sin actividades extractivas no renovables se desaceleró aunque en menor medida, la tasa anual de crecimiento disminuyó desde más de 4% en promedio en los tres primeros trimestres de 2008 a 2,5% en el cuarto trimestre de 2008 para recuperarse a 3,2% en el primer trimestre de 2009.

GRÁFICO III.1: CRECIMIENTO DEL PIB TOTAL Y DEL PIB SIN ACTIVIDADES EXTRACTIVAS NO RENOVABLES
(Tasas de crecimiento respecto a similar trimestre del año previo, en porcentaje)



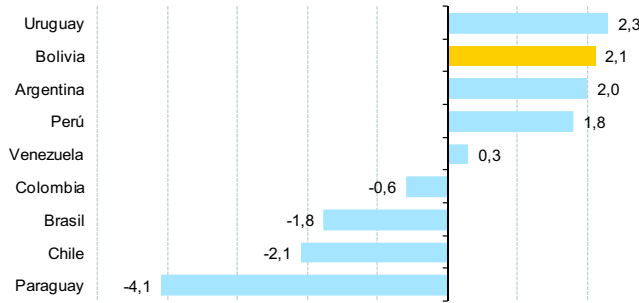
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^p Cifras preliminares

El PIB sin actividades extractivas no renovables excluye a los sectores de minería e hidrocarburos

GRÁFICO III.2: CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB AL PRIMER TRIMESTRE DE 2009
(En porcentaje)



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

No obstante, la economía boliviana mostró un mejor desempeño en comparación con los países de la región, cuando la mayoría registró tasas negativas del PIB en el primer trimestre, debido al crecimiento reciente de varios sectores además de la minería, el dinamismo de la demanda interna y la solidez del sistema financiero por su reducida interconexión con los mercados de capitales internacionales. El crecimiento económico boliviano de 2,1% en el primer trimestre de 2009 fue el segundo más alto entre los países de Sudamérica, ligeramente superado por el de Uruguay (Gráfico III.2).

III.1.1 Actividad económica

CUADRO III.1: CRECIMIENTO E INCIDENCIAS POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
(Tasas con relación a similar trimestre del año anterior, en porcentaje)

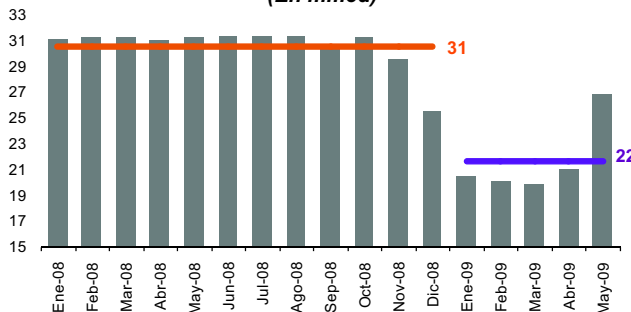
	Crecimiento			Incidencias		
	T1-07	T1-08	T1-09	T1-07	T1-08	T1-09
PIB a precios de mercado	2,52	6,55	2,11	2,52	6,55	2,11
Impuestos indirectos	5,08	7,81	-1,03	0,51	0,81	-0,11
PIB a precios básicos (pb)	2,24	6,41	2,48	2,01	5,75	2,22
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	-1,30	2,96	2,69	-0,20	0,43	0,38
Petróleo crudo y gas natural	-1,80	11,26	-19,91	-0,14	0,76	-1,40
Minerales metálicos y no metálicos	-7,67	52,26	19,93	-0,35	2,17	1,18
Industria manufacturera	2,37	5,04	1,55	0,38	0,82	0,25
Electricidad, gas y agua	4,08	5,89	4,22	0,07	0,11	0,08
Construcción	4,65	8,01	7,35	0,08	0,14	0,13
Comercio	3,68	4,50	3,28	0,30	0,37	0,27
Transporte y comunicaciones	6,31	1,37	4,52	0,67	0,15	0,47
Servicios financieros	6,47	6,79	4,02	0,75	0,81	0,48
Servicios de la administración pública	5,83	4,02	4,62	0,51	0,36	0,41
Otros servicios	2,35	2,07	2,55	0,18	0,16	0,19
Servicios bancarios imputados	7,95	15,33	5,67	-0,26	-0,54	-0,21
PIB a pb actividades extractivas ^{1/}	-4,12	7,15	-10,67	-0,48	0,78	-1,17
PIB a pb actividades no extractivas	3,18	3,58	3,18	2,49	2,82	2,44

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Cifras preliminares
^{1/} Excluye San Cristóbal

La actividad económica en el primer trimestre de 2009 se caracterizó por una desaceleración en el crecimiento anual con respecto a similar período de 2008 de la mayoría de sectores económicos y en particular de hidrocarburos, minería e industria. El sector de hidrocarburos pasó a tener una incidencia negativa en el crecimiento, mientras que la industria redujo su incidencia en 0,6pp. La minería, aunque redujo su incidencia a la mitad de la alcanzada en el primer trimestre de 2008, fue el sector que más contribuyó al crecimiento del primer trimestre de 2009 (Cuadro III.1).

La producción del sector de hidrocarburos disminuyó en el primer trimestre de 2009 en 19,9% con relación a la registrada en el primer trimestre de 2008, como consecuencia de la menor demanda de gas natural por parte del Brasil, nuestro mayor comprador de este producto. En efecto, las ventas de gas al país vecino se redujeron de un promedio de 31 millones de metros cúbicos por día (mm3d) en 2008 a 22 mm3d en los primeros cinco meses de 2009 (Gráfico III.3).

GRÁFICO III.3: EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL AL BRASIL (GSA)
(En mm3d)



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

La producción minera registró una menor tasa de crecimiento e incidencia con relación a lo observado en 2008 debido a que la producción de la Empresa Minera San Cristóbal alcanzó un nivel cercano a su capacidad máxima. A pesar de ello, el crecimiento de la producción en este sector y su incidencia en el PIB total continúan siendo elevados. En efecto, la tasa anual de crecimiento se redujo desde más de 50% en el primer trimestre de 2008 a un 20% en el primero de 2009, pero su incidencia en el crecimiento del PIB (1,18 pp) es la mayor de todos los sectores. De acuerdo al volumen físico de producción, el sector en su conjunto registró una tasa anual de crecimiento de 19,3%, por

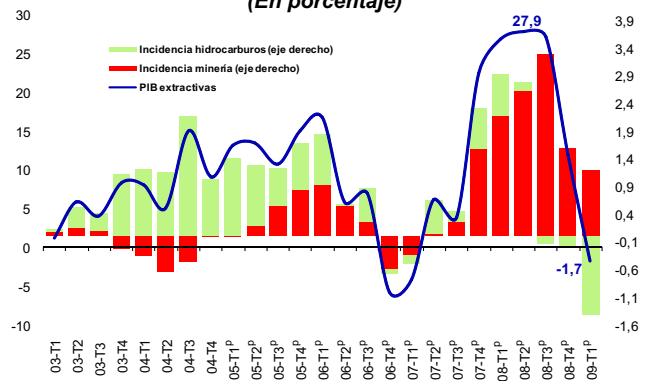
la mayor producción de plata (66,9%) -que se constituyó en el primer rubro tanto de la estructura de producción como de la exportación minera- plomo (63,8%), zinc (18,2%), estaño (5,1%) y wólfram (2%). Sin embargo, este comportamiento fue diferenciado puesto que se observó una contracción de la producción del zinc en la minería chica y cooperativa (50,6%), del estaño en la minería mediana (42,9%) y del antimonio (66,3%) y del oro (11,6%) a nivel global. Junto a la menor producción de hidrocarburos el desempeño de la actividad minera determinó una reducción en la tasa de crecimiento de la actividad extractiva no renovable (Gráfico III.4)

La industria manufacturera registró menores tasas de crecimiento por la desaceleración de la actividad de alimentos, productos de madera y textiles, afectados por la menor demanda externa. De igual forma, la menor tasa de crecimiento de la producción de cemento -principal producto del rubro de minerales no metálicos- desaceleró el crecimiento del sector.

El sector de la construcción presentó un buen dinamismo con un crecimiento de 7,4% en el primer trimestre de 2009, aunque levemente menor al alcanzado en igual trimestre de 2008 (8%). Este resultado puede explicarse fundamentalmente por la menor demanda de construcción privada residencial en el eje troncal reflejada en el descenso de los permisos de construcción (Gráfico III.5). Asimismo, la inversión pública en proyectos carreteros presentó una moderada ejecución en la primera parte del año, sin embargo, mostraría un mayor impulso en el segundo semestre de 2009. Acorde con el menor dinamismo de la construcción, se ha decelerado también la producción de cemento.

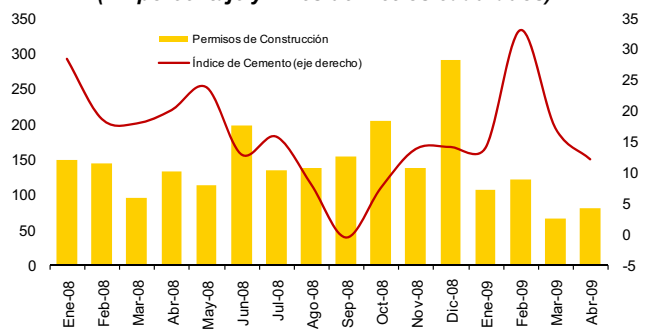
La producción agrícola se recuperó en 2008 luego de la irrupción de fenómenos climáticos adversos desde 2007. En el primer trimestre de 2009 el crecimiento del sector fue similar al alcanzado en igual trimestre de 2008, con una leve desaceleración sobre todo por la moderación en la producción agrícola no industrial como los cereales. De esta forma, el PIB agrícola habría retornado a niveles similares a la tendencia (Gráfico III.6). Sin embargo, las perspectivas en los productos agrícolas industriales señalan una producción en ascenso por el aumento de la superficie cultivada y la consecuente mejoría en la campaña de invierno

GRÁFICO III.4: CRECIMIENTO E INCIDENCIAS EN LA VARIACIÓN TRIMESTRAL ANUAL DEL PIB DE ACTIVIDADES EXTRACTIVAS NO RENOVABLES (En porcentaje)



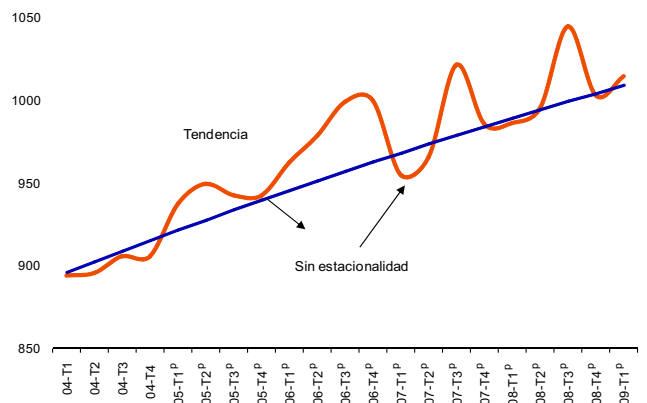
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^P Cifras preliminares

GRÁFICO III.5: CRECIMIENTO INTERANUAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN DE CEMENTO Y PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN DEL EJE TRONCAL (En porcentaje y miles de metros cuadrados)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^P Cifras preliminares

GRÁFICO III.6: PIB AGRÍCOLA (En millones de bolivianos de 1990, sin estacionalidad)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ^P Cifras preliminares
 La producción agrícola de tendencia se aproximó mediante el filtro Hodrick-Prescott con factor calibrado de 7185, específico para los datos de Bolivia

de productos como la soya, oleaginosas y, en menor medida, azúcar y algodón.

Finalmente, el sector servicios presentó una leve desaceleración y menor incidencia, principalmente por el comercio y servicios financieros.

III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

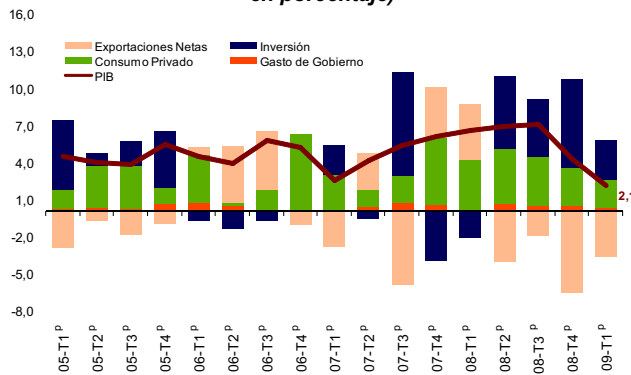
El crecimiento del PIB continuó siendo impulsado por la demanda interna como vino ocurriendo en los últimos años. La demanda externa neta, por su parte, siguió mostrando incidencias negativas en el crecimiento, debido al descenso de las exportaciones más pronunciado que el de las importaciones de bienes y servicios (Gráfico III.7).

En lo que se refiere al consumo privado, aunque experimentó una ligera desaceleración en términos comparativos con relación a similar período de la gestión 2008, cabe destacar su importante incidencia que supera al crecimiento del PIB. Al primer trimestre de 2009, el consumo privado en bienes y servicios creció en 3,1% una tasa superior a la del PIB (Cuadro III.2). Por su parte, el consumo público mostró también un dinamismo similar alcanzando un crecimiento de 3,2%, aunque con una incidencia más baja por su menor peso relativo. De esta forma, el consumo interno privado y público fueron factores importantes que apuntalaron el crecimiento del PIB en el primer trimestre.

De forma destacable, la inversión presentó un crecimiento anual de 24,1% en el primer trimestre y su incidencia en el crecimiento del PIB (3,1%) fue la más alta de los componentes del producto por el lado del gasto. Este nivel de inversión equivale a un 15,7% del producto y se habría originado principalmente en el sector privado. Con el dinamismo que está cobrando recientemente el crédito del sistema financiero al sector privado y los importantes planes de inversión pública para el segundo semestre, se espera que la inversión sea uno de los principales dinamizadores de la actividad en 2009.

En síntesis, pese a un contexto externo adverso, la economía boliviana continuó creciendo aunque a una tasa menor. La CEPAL proyectó que para 2009 Bolivia y Panamá serán las economías de más alto crecimiento en toda América Latina y el Caribe.

GRÁFICO III.7: PIB POR TIPO DE GASTO
(Incidencias de los determinantes y crecimiento del PIB en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^P Cifras preliminares

CUADRO III.2: CRECIMIENTO DEL PIB POR TIPO DE GASTO
(En porcentaje)

	Crecimiento			Incidencia		
	T1-07	T1-08	T1-09	T1-07	T1-08	T1-09
PIB	2,5	6,6	2,1	2,5	6,6	2,1
Consumo	3,4	4,9	3,1	2,9	4,2	2,6
Público	-0,5	0,2	3,2	-0,1	0,0	0,3
Privado	4,0	5,6	3,1	3,0	4,2	2,3
Inversión	17,1	-13,5	24,1	2,4	-2,1	3,1
Exportaciones netas	-188,4	-357,5	-119,0	-2,8	4,5	-3,6
Exportaciones	-4,4	23,6	-17,9	-1,6	7,9	-6,9
Importaciones	3,4	9,7	-9,3	1,2	3,4	-3,3
Demanda interna	5,4	2,0	5,9	5,3	2,0	5,7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^P Cifras preliminares

III.2 FINANZAS PÚBLICAS

Las operaciones del sector público en los seis primeros meses de 2009 registraron un balance positivo. Cifras preliminares disponibles por el lado del financiamiento, muestran un superávit en el balance global del Sector Público de Bs2.776 millones (equivalente al 2,39% del PIB anual estimado para esta gestión, Cuadro III.3). Estos resultados se registran pese a un entorno adverso.

El ahorro fiscal obtenido es importante en la medida que representa recursos potenciales para dinamizar la inversión. En efecto, el superávit fiscal en el primer semestre de 2009 se reflejó en una contracción del financiamiento interno (Bs2.714 millones) y externo (Bs62 millones). Con ello, aumentaron los depósitos del sector público no financiero (SPNF) en el BCB (Bs3.973 millones) en un monto aún mayor al superávit debido a que el TGN se proveyó de recursos a tasas más bajas mediante la colocación de títulos al sistema financiero. Al finalizar el semestre, el saldo de los depósitos del SPNF en el BCB alcanzó a Bs24.848 millones.

La información de ingresos y gastos, disponible al mes de mayo de 2009, muestra que los ingresos totales decrecieron en 0,6%, en tanto que los egresos totales aumentaron en 3,5%. La caída de los ingresos fiscales se debió principalmente a menores ingresos por renta interna (1,3%), renta aduanera (20,8%), regalías mineras (51,2%), ventas al mercado externo de otras empresas distintas de YPFB (21,4%) e impuestos sobre hidrocarburos (9,0%). Este comportamiento fue parcialmente compensado por mayores ingresos por ventas de hidrocarburos (2,8%) y por transferencias corrientes (27,4%). En el caso de las ventas de hidrocarburos, el incremento de ingresos se dio no obstante la caída de los precios internacionales, puesto que los pagos por las exportaciones del gas a Brasil y Argentina se efectúan con aproximadamente tres meses de rezago.²⁶

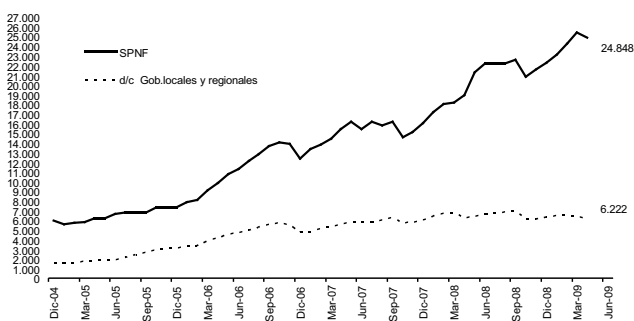
²⁶ Adicionalmente, los precios del gas exportado a Brasil y Argentina se determinan con base a precios del petróleo (fuel oil) de un trimestre y semestre anterior, respectivamente.

CUADRO III.3: FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(En millones de bolivianos)

	Flujos en millones de Bs		Variación Absoluta
	Ene-jun		
	2008	2009	
Financiamiento	-5.356	-2.776	2.580
Financiamiento externo	457	-62	-518
Desembolsos	1.488	1.328	-160
Amortizaciones	-998	-1.387	-390
Otros	-33	-2	31
Financiamiento interno	-5.813	-2.714	3.098
Banco Central	-4.780	-4.237	543
Crédito	598	12	-587
Depósitos	-4.513	-3.973	540
Cuasifiscal	-865	-276	589
Sistema financiero	-440	1.491	1.931
d/c Sistema Bancario	-332	676	1.007
Otro financiamiento interno	-593	32	624
d/c Bonos AFP	0	624	624

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

GRÁFICO III.8: DEPÓSITOS DEL SECTOR PÚBLICO EN EL BCB
(Saldos en miles de millones de bolivianos)



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

Los gastos corrientes del SPNF en los primeros cinco meses del año fueron más altos que los de similar período de 2008 (aumentaron 2,7%), mientras que los gastos de capital se incrementaron en 6,0% debido a una mayor ejecución de la inversión pública. Se destacan los mayores gastos por servicios personales debido al incremento salarial del 14% a los sectores de salud y educación y 12% para defensa y policía, además del incremento en el salario mínimo nacional (de Bs578 a Bs647); las transferencias y otros gastos corrientes que fueron mayores por el aumento en las rentas del personal pasivo y recursos transferidos en el marco del programa nacional de reconstrucción y fomento a la producción por los efectos del fenómeno "El Niño".

CUADRO III.4: RESUMEN DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(En millones de dólares estadounidenses)

	Ene-May			Variación	
	2007	2008 ^P	2009 ^P	Absoluta	Relativa (%)
CUENTA CORRIENTE	475,5	903,1	270,7	-632,4	-70,0
Balanza Comercial	273,7	711,4	107,1	-604,3	-84,9
Exportaciones FOB	1.558,8	2.560,9	1.800,1	-760,8	-29,7
Importaciones CIF	1.285,1	1.849,5	1.693,0	-156,5	-8,5
Servicios	-80,8	-79,7	-61,2	18,4	23,1
Renta (neta)	-187,1	-236,1	-234,3	1,8	0,8
Transferencias	469,6	507,5	459,2	-48,3	-9,5
TOTAL FINANCIAMIENTO	-645,6	-1.471,5	-58,9	-1.412,6	-96,0
RIN (aumento-) ^{1/}	-645,6	-1.471,5	-58,9	-1.412,6	-96,0
Items pro memoria: En % del PIB					
Cuenta corriente	3,6	5,4	1,6		
Exportaciones de bienes	11,8	15,3	10,8		
Importaciones de bienes	7,7	11,0	10,2		
Reservas en meses de importación	12,2	16,0	20,3		

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^P Cifras preliminares

^{1/} Reservas Internacionales Netas. Se considera tipo de cambio fijo para el DEG y precio fijo del oro

III.3 DEMANDA EXTERNA Y BALANZA DE PAGOS

Si bien la crisis económica mundial contrajo la demanda externa y produjo la caída de los precios promedio para nuestras exportaciones con relación a los niveles excepcionalmente elevados de la primera parte de 2008, el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos en el caso de Bolivia fue positivo, aunque menor al observado en 2008. Cifras estimadas muestran que en el período enero - mayo de 2009 la cuenta corriente registró un superávit de \$us270,7 millones (1,6% del PIB anual estimado), resultado del superávit en la balanza comercial (0,6 % del PIB anual estimado) y principalmente de las remesas recibidas de emigrantes bolivianos en el exterior (2,4% del PIB anual estimado; Cuadro III.4).

Este comportamiento permitió ganancias de reservas internacionales entre enero y mayo de este año de \$us234 millones.²⁷ El saldo de las Reservas Internacionales Netas del Banco Central de Bolivia alcanzó \$us7.956 millones al 30 de junio 2009, equivalente a 20,3 meses de importaciones de bienes y servicios, un nivel superior en comparación al de otros países de América Latina.

²⁷ Este monto difiere del presentado en el capítulo IV dado que en la medición del Programa Monetario no se consideran variaciones del precio del oro y de la cotización del euro y DEG.

Las exportaciones FOB totalizaron \$us1.800 millones registrando una disminución de 29,7% respecto a similar período de 2008, debido principalmente a las menores cotizaciones internacionales. Sin embargo, el valor exportado en enero - mayo de 2009 se mantuvo por encima del valor registrado en el período enero - mayo de 2007 (\$us1.559 millones) así como de los valores observados en años anteriores (Cuadro III.5).

Las cotizaciones internacionales de materias primas luego de la fuerte disminución observada en la segunda mitad de 2008 tendieron a estabilizarse y después a recuperarse durante los primeros seis meses de 2009. El Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPBX) mostró niveles superiores a los registrados previos al *boom* de precios de 2008, aunque menores a los producidos a fines de 2007 y 2008 (Cuadro III.6). En el caso del IPBX que excluye combustibles se observó un crecimiento de 19,6% entre diciembre de 2008 y junio de 2009, como resultado del incremento de los precios de productos mineros (32,3%) y de productos agrícolas (2,9%).

En el caso de los combustibles, los precios actuales son superiores a los prevalecientes antes del *boom* mencionado (Gráfico III.9). El precio del petróleo alcanzó un máximo, entre enero y junio de 2009, de \$us71,4 el barril (11 de junio de 2009) registrando un incremento de 110% respecto al nivel mínimo de 2008 de \$us34,04 (24 de diciembre de 2008) tras el máximo histórico de \$us146 en julio de 2008. En cambio, el precio del gas disminuyó en 41% desde 2008 como resultado del rezago en su determinación respecto a la evolución del precio del petróleo.

Las importaciones (\$us1.693 millones) registraron una caída de 8,5%. Un 80% del valor importado corresponde a bienes intermedios y de capital destinados al sector productivo, contribuyendo de manera importante a la actividad económica (Cuadro III.7).

Las exportaciones superaron a las importaciones, determinando una balanza comercial superavitaria en el período enero - mayo de 2009 (\$us107 millones), con un nivel menor a los registrados en similares períodos de 2008 y 2007. Se debe mencionar que hasta el año 2003 la balanza comercial se caracterizó por ser deficitaria (Cuadro III.8).

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

	Ene-May			Var.(%)	
	2007	2008	2009	ene-may 09/ ene-may 08	ene-may 09/ ene-may 07
Minerales	470	799	597	-25,2	27,2
Hidrocarburos	827	1.364	891	-34,7	7,7
d/c Gas Natural	714	1.159	862	-25,6	20,7
Productos no tradicionales	301	443	333	-24,8	10,7
Otros bienes	102	165	131	-20,5	28,7
Total Exportaciones CIF	1.700	2.771	1.953	-29,5	14,9
Total Exportaciones FOB	1.559	2.561	1.800	-29,7	15,5

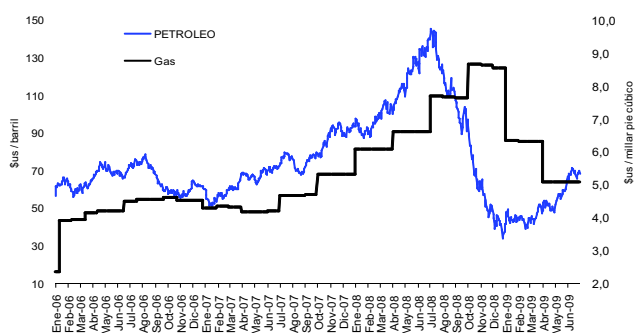
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO III.6: RESUMEN DE COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN

	Variación %				
	29-Dic-06	31-Dic-07	31-Dic-08	30-Jun-09	30-Jun-2009 / 31-Dic-08
Precio de Combustibles					
Petróleo (Brent) (\$us/barril)	60,1	93,9	41,8	68,3	63,6
Gas (\$us/MPC)	4,55	5,33	8,57	5,09	-40,6
IPPBX por sectores (Base diciembre 2006 = 100)					
IP Minería	100,0	88,6	59,3	78,5	32,3
IP Agricultura	100,0	132,5	136,4	140,3	2,9
IP Complejo Soya	100,0	144,7	152,8	149,5	-2,2
IPPBX	100,0	113,7	132,2	104,9	-20,7
IPPBX s/c	100,0	99,5	78,4	93,8	19,6

FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: IPPBX = Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación
IPPBX s/c = Sin tomar en cuenta combustibles
MPC = millar de pie cúbico
IP = índice de precios

GRÁFICO III.9: PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL GAS NATURAL



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

CUADRO III.7: IMPORTACIONES DE BIENES
(En millones de dólares estadounidenses)

	Ene-May			Var.(%)	
	2007	2008	2009	ene-may 09/ ene-may 08	ene-may 09/ ene-may 07
Bienes de consumo	297	423	311	-26,5	4,8
Bienes Intermedios	636	915	874	-4,4	37,4
Bienes de capital	343	480	486	1,2	41,7
Diversos	9	32	22	-30,6	136,3
Total CIF	1.285	1.850	1.693	-8,5	31,7

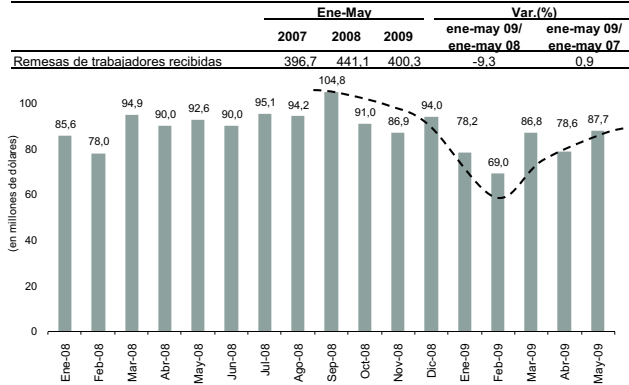
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO III.8: BALANZA COMERCIAL
(En millones de dólares estadounidenses)

	Ene-May			Var.(%)	
	2007	2008	2009	ene-may 09/ ene-may 08	ene-may 09/ ene-may 07
BALANZA COMERCIAL	274	711	107	-84,9	-60,9
Exportaciones FOB	1.559	2.561	1.800	-29,7	15,5
Importaciones CIF	1.285	1.850	1.693	-8,5	31,7

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

GRÁFICO III.10: REMESAS RECIBIDAS DE TRABAJADORES
(En millones de dólares estadounidenses)



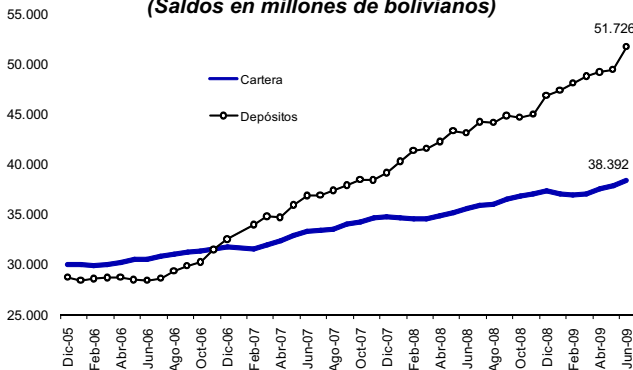
FUENTE: Sistema Bancario Nacional, empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: P Cifras preliminares

CUADRO III.9: PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentaje)

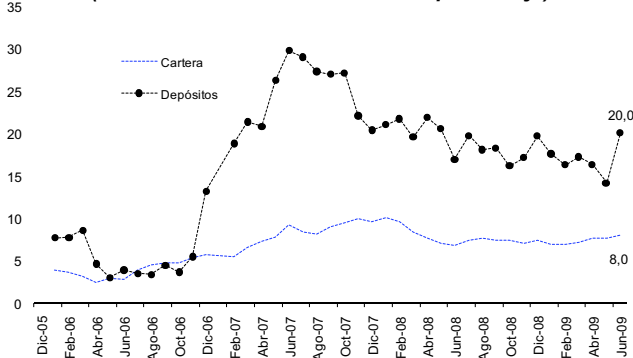
	2005	2006	2007	2008	Jun-09
Pesadez de Cartera (%)	11,3	8,7	5,6	4,3	4,8
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	14,7	13,3	12,6	13,7	14,0
ROE	6,4	13,3	21,2	20,3	18,3
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	30,7	33,9	35,2	43,3	46,3

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

GRÁFICO III.11: EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS Y CARTERA BRUTA DEL SISTEMA FINANCIERO
(Saldos en millones de bolivianos)



(Tasas de crecimiento anuales en porcentaje)



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

Las remesas de trabajadores contribuyeron al saldo positivo en las transferencias netas de la cuenta corriente. Aunque cifras preliminares muestran que en el período enero - mayo de 2009 alcanzaron \$us400 millones, presentando una disminución de 9,3% respecto a similar período de 2008, éstas fueron superiores con relación a 2007 y años previos. La caída registrada en enero - mayo 2009 se considera moderada dado el contexto y los efectos de la crisis económica internacional (Gráfico III.10).²⁸

III.4 INTERMEDIACION FINANCIERA²⁹

En el primer semestre de 2009, la actividad de intermediación financiera continuó siendo dinámica y cerró el mes de junio con indicadores de solvencia elevados, índices de morosidad bajos y niveles de liquidez muy por encima a los registrados en gestiones anteriores (Cuadro III.9). El sostenido crecimiento de las captaciones mayor al de similar período de 2008 guarda relación con el buen ritmo de la actividad económica y con las acciones de política eficaces que generan un marco de estabilidad y confianza en el sistema financiero, el mismo que se encuentra preparado para encarar positivamente cualquier efecto que podría tener la crisis financiera mundial.

Con relación a diciembre de 2008, las captaciones a junio de 2009 se incrementaron en 10,5% mientras que los créditos al sector privado lo hicieron en 2,8%. Si se compara con igual mes del año anterior, las tasas de crecimiento interanuales son más elevadas (20% y 8%, respectivamente)³⁰ lo que muestra una tendencia sostenida a la profundización financiera (Gráfico III.11). Es de destacar la confianza del público en el sistema financiero, ya que junto al crecimiento de los depósitos se observó un leve aumento en el plazo promedio de los depósitos a plazo fijo.

²⁸ Esta caída es comparable con las registradas por El Salvador (9,2% en abril de 2009) y México (8,7% en abril de 2009) y menor que las registradas por Colombia (9,6% en mayo de 2009) y Jamaica (17,4% en marzo de 2009).

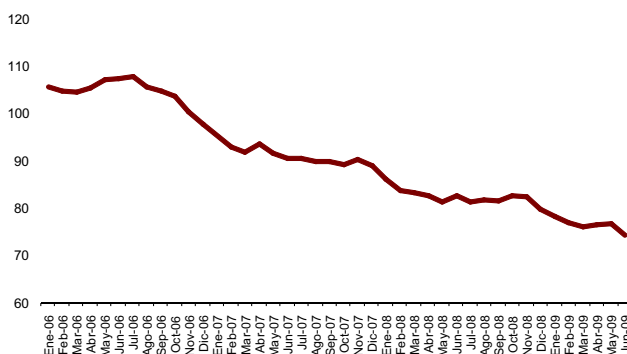
²⁹ Los datos de créditos y depósitos se compilan de acuerdo con normas y metodologías del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF).

³⁰ Considerando únicamente entidades en funcionamiento, las tasas de crecimiento de los depósitos son prácticamente iguales. Sin embargo, los crecimientos de la cartera son mayores (3,7% y 9,6% respectivamente) debido a los efectos que causan las recuperaciones y castigos de cartera de las entidades en liquidación.

El crédito al sector privado, aunque dinámico, presenta un crecimiento menor que los depósitos. En un contexto en el que la inflación ha descendido, la orientación de la autoridad monetaria cambió hacia proveer de liquidez a la economía. Por tanto, la inversión en títulos valores nacionales es un activo cada vez menos disponible para las entidades financieras, lo que se orienta a que éstas realicen acciones para dinamizar el crédito. Con dicho propósito el BCB está induciendo tasas de interés activas más bajas mediante la redención neta de títulos (OMA), las modificaciones al reglamento de encaje legal y cambios en el cálculo de la Tasa de Referencia (TRe), aspectos que se explican con mayor detalle en el capítulo de Políticas.³¹ La relación cartera sobre depósitos registra una caída apreciable en el último semestre (Gráfico III.12) mostrando que el crecimiento de la cartera es todavía insuficiente y que el sistema de intermediación no ha acompañado en igual dimensión los esfuerzos del BCB para expandir el crédito.

Como resultado de las depreciaciones de las monedas de los países vecinos y de la amplificación que analistas y medios de comunicación dieron a este fenómeno, en los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009 se observó una recomposición de los portafolios de los agentes privados hacia activos en moneda extranjera; en el segundo trimestre de 2009 este fenómeno se moderó y en las últimas semanas existen señales de un aumento de la preferencia por activos denominados en moneda nacional. En efecto, en el segundo trimestre el incremento de los depósitos en moneda extranjera fue menor en Bs125,2 millones respecto al del trimestre anterior, mientras que el incremento de los depósitos en moneda nacional fue mayor en Bs1.501,3 millones (Cuadro III.10). Este resultado es explicado principalmente por los depósitos en caja de ahorros en moneda nacional, que pasaron a tener un flujo positivo en el segundo trimestre. También se habría producido una recomposición importante desde depósitos en UFV a MN debido a que los depósitos indexados a la inflación (decreciente) ofrecieron menor atractivo a los potenciales demandantes.

GRÁFICO III.12: PROPORCIÓN CARTERA SOBRE DEPÓSITOS
(En porcentaje)



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

CUADRO III.10: VARIACIÓN DE LOS DEPÓSITOS
EN EL SISTEMA FINANCIERO
(Flujos en millones de bolivianos)

TRIMESTRES	2008		Acum 2009		Acum	
	I	II	a Junio	I	II	a Junio
A LA VISTA						
MN	310,9	237,2	548,1	300,5	430,3	730,7
ME	513,4	-401,8	111,6	336,9	362,8	699,7
MVDOL	-0,4	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
UFV	354,3	118,1	472,4	-364,5	-228,9	-593,4
TOTAL	1.178,1	-46,6	1.131,5	272,9	564,1	837,0
CAJA DE AHORROS						
MN	399,0	928,4	1.327,3	-491,4	931,3	439,9
ME	17,3	-529,2	-511,9	596,0	728,7	1.324,7
MVDOL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UFV	844,5	1.223,0	2.067,5	-165,4	-639,5	-805,0
TOTAL	1.260,7	1.622,2	2.882,9	-60,8	1.020,5	959,6
DEPÓSITOS A PLAZO						
MN	302,7	381,0	683,7	762,6	594,2	1.356,8
ME	-750,1	-632,3	-1.382,5	1.251,2	917,2	2.168,4
MVDOL	-0,8	-0,7	-1,6	0,0	0,0	0,0
UFV	542,6	191,9	734,6	-221,9	-198,6	-420,5
TOTAL	94,4	-60,2	34,2	1.791,9	1.312,9	3.104,7
OTROS						
MN	-38,2	7,9	-30,3	-42,5	74,7	32,2
ME	-31,9	-19,8	-51,8	-41,4	8,9	-32,5
MVDOL	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
UFV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	-70,1	-12,0	-82,1	-83,9	83,6	-0,4
MN	974,4	1.554,5	2.528,9	529,1	2.030,5	2.559,6
ME	-251,4	-1.583,2	-1.834,5	2.142,7	2.017,6	4.160,3
MVDOL	-1,3	-0,9	-2,2	0,0	0,0	0,0
UFV	1.741,4	1.533,0	3.274,4	-751,9	-1.067,0	-1.818,9
TOTAL	2.463,1	1.503,5	3.966,6	1.920,0	2.981,0	4.901,0
Bolivianización	40,8%	46,5%	44,6%	44,6%	43,9%	

FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^P Cifras de junio preliminares

³¹ Las modificaciones en el cálculo de la TRe fueron gestionadas por el BCB ante la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI). Asimismo, el BCB conjuntamente con ASOBAN y ASFI está propiciando acciones para dinamizar el crédito en moneda nacional.

CUADRO III.11: VARIACIÓN DE LOS CRÉDITOS CONCEDIDOS AL SECTOR PRIVADO
(Saldos y flujos en millones de bolivianos)

	2007	Jun-08	2008	Jun-09	Variaciones absolutas	
					I sem08	I sem09
Bancos	24.198,1	24.916,7	25.983,1	26.859,8	718,5	876,7
MN	4.626,0	5.415,7	8.318,5	7.471,1	789,7	-847,4
ME	19.472,6	19.446,8	17.618,0	19.347,5	-25,8	1.729,5
CMV	28,9	26,1	23,8	23,3	-2,8	-0,5
UFV	70,7	28,1	22,8	17,9	-42,6	-4,9
EFNB	7.622,7	7.872,5	8.692,5	9.083,8	249,9	391,3
MN	1.400,4	2.533,1	3.424,6	3.305,9	1.132,7	-118,6
ME	6.201,2	5.315,7	5.247,4	5.760,5	-885,5	513,0
CMV	13,8	10,3	9,3	8,8	-3,6	-0,4
UFV	7,2	13,5	11,2	8,6	6,3	-2,7
Sistema Financiero^{1/}	31.820,8	32.789,2	34.675,6	35.943,6	968,4	1.268,0
MN	6.026,4	7.948,8	11.743,1	10.777,1	1.922,4	-966,0
ME	25.673,8	24.762,5	22.865,4	25.107,9	-911,3	2.242,5
CMV	42,7	36,3	33,0	32,1	-6,3	-0,9
UFV	77,9	41,6	34,1	26,5	-36,3	-7,6
Entidades en liquidación	2.957,5	2.757,2	2.686,0	2.447,9	-200,3	-238,1
MN	29,2	28,5	27,8	25,2	-0,8	-2,6
ME	2.621,6	2.457,9	2.355,6	2.175,7	-163,7	-179,9
CMV	306,6	270,8	302,6	247,0	-35,8	-55,5
UFV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	34.778,3	35.546,3	37.361,7	38.391,5	768,1	1.029,9
MN	6.055,6	7.977,2	11.771,0	10.802,3	1.921,6	-968,7
ME	28.295,5	27.220,4	25.221,1	27.283,6	-1.075,0	2.062,6
CMV	349,3	307,1	335,6	279,1	-42,2	-56,5
UFV	77,9	41,6	34,1	26,5	-36,3	-7,6

FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
 ELABORACION: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ^{1/} Comprende solamente entidades en funcionamiento
 EFNB: Entidades Financieras no Bancarias

CUADRO III.12: TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS
(A doce meses)

	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Jun-09
Base monetaria	55,5	65,7	27,7	10,2
Emisión monetaria	60,7	64,6	20,9	-0,9
M1	59,0	62,3	27,0	2,8
M'1	43,2	39,4	20,3	3,5
M2	69,9	87,1	35,8	2,6
M'2	41,1	42,6	24,6	8,2
M3	73,4	89,3	38,0	6,2
M'3	28,9	26,4	19,9	14,1

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

La bolivianización de los depósitos en el sistema financiero en los últimos doce meses tuvo un comportamiento similar en todos los subsistemas: la reducción de la misma fue más acentuada hacia fines de 2008, cayó a menor ritmo en los cinco primeros meses de 2009 y presentó una ligera recuperación en el último mes (Ver recuadro III.1).

En el primer semestre de 2009, el crédito al sector privado se incrementó en Bs.1.029 millones (Cuadro III.11), registrándose aumentos en los créditos concedidos en moneda extranjera en casi todos los subsistemas excepto en mutuales, donde se incrementaron en moneda nacional, fenómeno que podría estar explicado por el dinamismo del otorgamiento de créditos para vivienda en moneda nacional. La bolivianización de las colocaciones se redujo a 28,2%, menor en 3,4pp respecto a diciembre de 2008, aunque mayor en 5,6pp respecto al mismo mes de la gestión 2008.

El sector público, a través del Banco de Desarrollo Productivo (BDP), realizó importantes esfuerzos en el primer semestre 2009 para incrementar el crédito al sector privado. Al 31 de mayo de 2009, la cartera administrada por el BDP alcanzó a \$us146 millones de los cuales \$us95 millones correspondieron a créditos individuales y el resto a créditos asociativos. La mayor parte del financiamiento del BDP se concentró en productores dedicados a la elaboración de alimentos (71,2%), manufacturas en textiles (14,5%) y muebles de madera (5,4%). Asimismo, los créditos se concentraron en el área rural, tanto en monto como en número de clientes atendidos. De los 14.461 créditos otorgados, el 66,3% correspondió al área rural y el 33,7% al área urbana.

III.5 COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

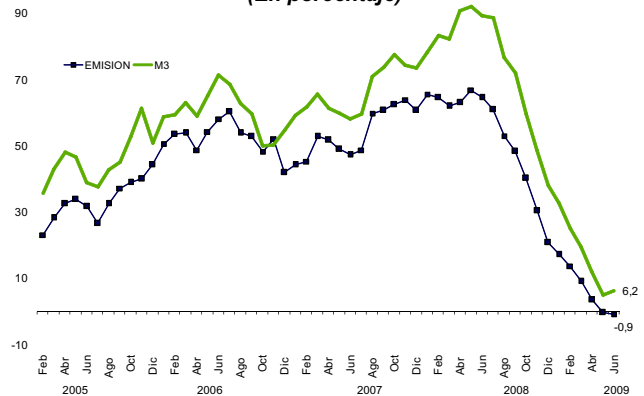
En el primer semestre de 2009, se acentuó la desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios observada en el segundo semestre de 2008. Luego de que la emisión monetaria, el dinero de alto poder y los agregados monetarios más amplios registraran crecimientos inéditos en la historia económica del país, presentaron descensos importantes (Cuadro III.12).

Las variaciones en las tasas de crecimiento de los agregados se explican en gran parte por cambios en las preferencias del público por MN y/o ME, que no tienen efectos sobre la inflación o la actividad económica, ya que sólo representan un cambio en la composición de las tenencias de dinero. De manera inversa a lo ocurrido desde fines de 2005 y hasta el primer semestre de 2008, cuando la preferencia por el boliviano se incrementó tanto con fines transaccionales como de ahorro y los agregados monetarios crecieron a tasas elevadas, a partir del tercer trimestre de 2008 disminuyeron las tasas interanuales de crecimiento de los agregados monetarios. Estas reducciones se deben al efecto base de comparar con un periodo de crecimientos inusuales de dichos agregados y, en menor medida, al descenso de la preferencia relativa por el boliviano como resultado de las expectativas sobre el curso del tipo de cambio del boliviano respecto al dólar estadounidense.

La preferencia relativa por monedas afectó notablemente al comportamiento de los agregados monetarios y de la emisión, en particular esta última la cual habiendo crecido a tasas de más de 65% a fines del segundo semestre de 2008, se desaceleró hasta alcanzar incluso una tasa negativa a fines del primer semestre de 2009 (Gráfico III.13). Este comportamiento tiene relación con la elevada base de comparación por los fuertes incrementos registrados en 2008 y la reversión de las operaciones de cambio de moneda que realizó el público, aspecto que se refleja en las operaciones netas de divisas en efectivo entre el sistema financiero y el BCB (Gráfico III.14). Esta variable capta parcialmente la preferencia relativa por monedas en las tenencias de efectivo por parte del público. Cabe destacar el cambio de signo a partir del tercer trimestre de 2008. Además, la caída de la inflación ha permitido una menor demanda de saldos nominales destinados a mantener niveles adecuados de saldos reales en función al nivel de la actividad y el costo de oportunidad del dinero.

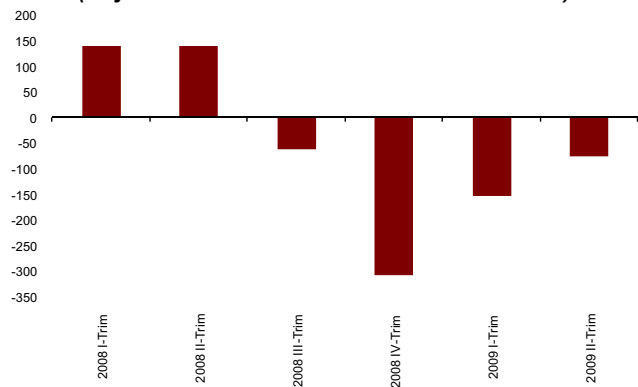
El comportamiento de la emisión influyó notablemente en el del resto de agregados monetarios, principalmente aquellos que no incluyen depósitos en moneda extranjera como el M3. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios que incluyen depósitos en moneda extranjera presentaron similares cambios en

GRÁFICO III.13: TASAS INTERANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS EN MONEDA NACIONAL (En porcentaje)



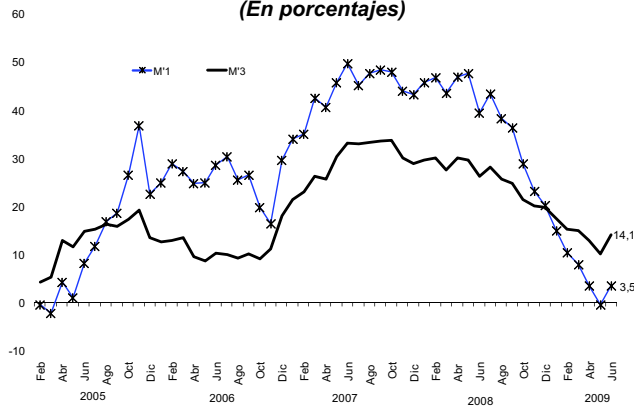
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.14: MOVIMIENTO EFECTIVO NETO DE DIVISAS DEL SISTEMA FINANCIERO HACIA EL BCB (Flujos en millones de dólares estadounidenses)



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

GRÁFICO III.15: TASAS INTERANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS QUE INCLUYEN DEPOSITOS EN MONEDA EXTRANJERA (En porcentajes)



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

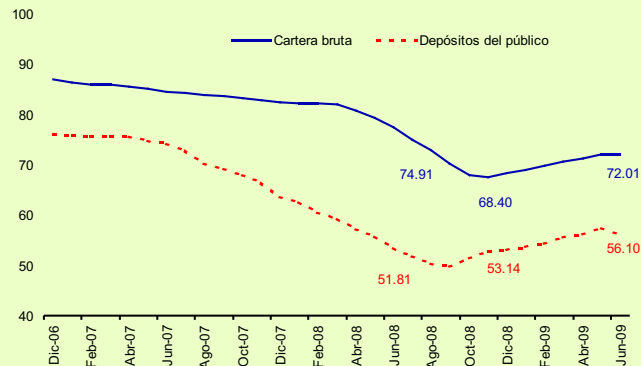
sus comportamientos, ascendente hasta fines del primer semestre de 2008 y descendente posteriormente. Empero, estos cambios son menos pronunciados porque las preferencias relativas de los depósitos por monedas representan esencialmente modificaciones en composición y no en el nivel (Gráfico III.15).

Por lo mencionado, en el análisis del comportamiento de los agregados monetarios y su relación con la actividad económica es preferible referirse a los agregados más amplios que incluyen moneda extranjera. El agregado monetario M'3 en junio de 2009 es mayor en 14,1% con relación al nivel registrado en junio de 2008, tasa de crecimiento que es consistente con los determinantes de la demanda de dinero (actividad económica, precios y tasas de interés).

RECUADRO III.1: TENDENCIAS RECIENTES DE LA DOLARIZACIÓN FINANCIERA

La dolarización de los depósitos y cartera del sistema financiero que estuvo reduciéndose de forma pronunciada en los últimos años, se revirtió en forma leve el cuarto trimestre de 2008. Sin embargo, en los últimos meses como resultado de la estabilidad en el mercado cambiario se detuvo la tendencia creciente del índice de dolarización de la cartera y los depósitos. En efecto, el índice de dolarización de la cartera mostró una desaceleración y al finalizar el semestre una caída revirtiéndose de esta manera la dolarización; además, el índice al 30 de junio de 2009, aunque es mayor al observado en diciembre de 2008, es menor al correspondiente a similar mes de la gestión anterior. Para los depósitos del público, el índice de dolarización fue superior con respecto a junio y diciembre de 2008, pero en junio de 2009 la preferencia del público por los depósitos en moneda nacional volvió a aumentar reflejándose en una disminución de dicho índice (Gráfico III.16).

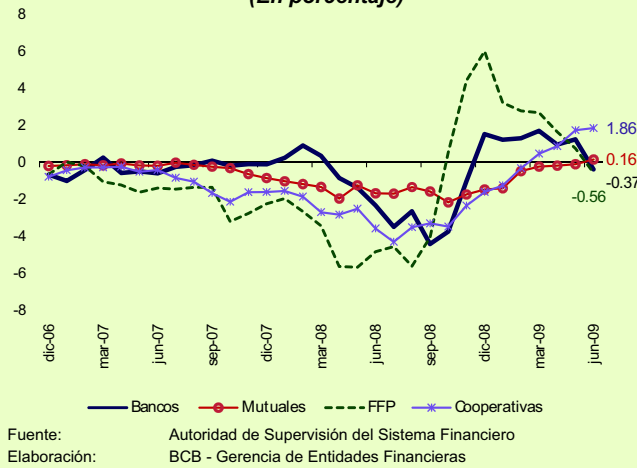
**GRÁFICO III.16: ÍNDICE DE DOLARIZACIÓN DE CARTERA
Y DEPÓSITOS - SISTEMA FINANCIERO
(En porcentaje)**



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

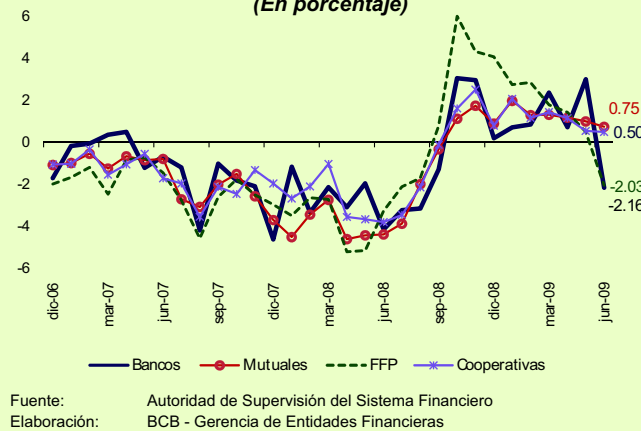
El cambio en la evolución de la dolarización de la cartera fue impulsado por los bancos y los Fondos Financieros Privados (FFP). La variación mensual del índice de dolarización de la cartera para estos subsistemas fue cada vez menor y con tasas negativas en junio de 2009 (-0,37 y -0,56pp, respectivamente). Para fines del primer semestre de 2009 el índice de dolarización de la cartera de los bancos llegó a 72% y el de los FFP al 58%. Las cooperativas presentaron un mayor ritmo de crecimiento en la dolarización de sus préstamos y el ratio de dolarización pasó de 61% en diciembre de 2008 a 63% en junio de 2009. En las mutuales se mantuvo un índice de dolarización de alrededor de 77% (Gráfico III.17).

GRÁFICO III.17: CRECIMIENTO MENSUAL DEL ÍNDICE DE DOLARIZACIÓN DE LA CARTERA BRUTA (En porcentaje)



A junio de 2009, el ritmo mensual de crecimiento del índice de dolarización de los depósitos se redujo en todos los subsistemas y llegó a ser negativo para los bancos y FFP (Gráfico III.18). Este comportamiento refleja menores expectativas de depreciación por parte del público, en especial del que constituye depósitos en los bancos y FFP, lo que muestra que estarían percibiendo a los depósitos en MN más ventajosos con relación a los depósitos en ME.

GRÁFICO III.18: CRECIMIENTO MENSUAL DEL ÍNDICE DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL PÚBLICO (En porcentaje)



La reversión de la dolarización financiera es un logro que la autoridad monetaria impulsó con medidas de diferenciación de encaje legal y de previsiones,³² que se tradujeron en diferenciaciones de tasas de interés favorables a las operaciones en moneda nacional. Influyó también el incremento de la oferta de dólares en el BOLSIN y el hecho de haber mantenido estable el tipo de cambio, lo que se tradujo en un desvanecimiento de las expectativas de depreciación de la moneda nacional. Recientemente la medida de bolivianizar los créditos, como en el caso de los \$us600 millones del BCB al TGN, así como del BDP, contribuyó a un retorno en la preferencia a la moneda nacional. Actualmente, el BCB conjuntamente con ASOBAN y ASFI, está trabajando en una campaña que impulse este proceso, además de dinamizar el crédito.

³² Esta última medida fue gestionada por el BCB ante la Autoridad del Sistema Financiero.

IV. Políticas del BCB

Las políticas del BCB, consistentes con su carácter contracíclico, se orientaron a moderar los efectos de la crisis global sobre la economía sin descuidar el objetivo de mantener el poder adquisitivo interno de la moneda nacional, contribuyendo de esta manera a la estabilidad macroeconómica y al desarrollo económico y social.

La caída de la inflación desde el segundo semestre de 2008 otorgó mayor flexibilidad a la política monetaria y, a partir del cuarto trimestre de 2008, ésta cambió de orientación tornándose gradualmente expansiva a objeto de mitigar los efectos que podría tener la crisis internacional en el país. En el primer semestre de 2009 la política monetaria mantuvo este carácter, reflejándose en una mayor inyección de liquidez y en reducciones significativas de las tasas de interés y, por tanto, en mejores condiciones para el desarrollo del mercado crediticio. También se efectuaron modificaciones al requerimiento de encaje legal con el fin de facilitar la expansión del crédito en moneda nacional en el sistema financiero. El cambio en la metodología del cálculo de la TRe permitió disminuir su volatilidad generando un comportamiento más estable de esta tasa.

En forma complementaria, la política cambiaria mantuvo su orientación en función de sus objetivos: estabilidad macroeconómica (entendida en este caso como una inflación baja y estable), menor vulnerabilidad financiera a través de la preservación y promoción del uso de la moneda nacional y la mitigación de los choques externos, para atenuar los efectos no deseados en la actividad económica. En el semestre, se dirigió particularmente a evitar

los efectos negativos sobre la economía que hubieran tenido la incertidumbre y fluctuaciones que se generaron en los mercados cambiarios y financieros internacionales. En efecto, para anclar las expectativas, el tipo de cambio permaneció estable y se mantuvieron los niveles elevados de oferta de dólares en el BOLSIN. De esta manera, se evitaron ajustes excesivos en el tipo de cambio, como en otras economías, lo cual es a la vez concordante con el descenso de la inflación, la estabilidad del sistema financiero y el nivel elevado en el que se mantuvieron las reservas internacionales netas. De tal forma, el mantenimiento de una política cambiaria prudente contribuyó principalmente a preservar la estabilidad del sistema financiero y al desvanecimiento de las expectativas de depreciación resultantes de la crisis internacional y de las sobre reacciones de los países vecinos.

IV.1 POLÍTICA MONETARIA

La presente sección trata sobre la política monetaria durante el primer semestre de 2009. En este período, la misma continuó con la orientación expansiva iniciada en el último trimestre de 2008 utilizando para ello sus principales instrumentos, las operaciones de mercado abierto y el encaje legal, dirigidos a incrementar la liquidez del sistema financiero y permitir la reducción de las tasas de intermediación financiera. La política monetaria buscó crear condiciones para la expansión del crédito.

IV.1.1 El programa monetario

La caída de la inflación interanual y el cambio en el contexto internacional determinaron una modificación en la orientación de las políticas del BCB. Manteniendo su carácter contracíclico y prudente, la política monetaria del cuarto trimestre de 2008 y del primer semestre de 2009 se tornó gradualmente expansiva en un nuevo escenario macroeconómico donde la autoridad monetaria reaccionó con medidas orientadas a preservar la confianza en el sistema financiero y a apuntalar la demanda agregada, sin descuidar el cumplimiento de su objetivo asignado por la Constitución Política del Estado y la Ley 1670 de mantener una inflación baja y estable para contribuir al desarrollo económico y social del país.

El Programa Monetario estableció para la gestión 2009 metas de expansión al Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN) y al Crédito Interno Neto al Sector Público No Financiero (CIN-SPNF), y una pérdida moderada acotada de Reservas Internacionales Netas (RIN). Con ello, se incorporó una directriz de redención neta de títulos públicos a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) para lograr la inyección necesaria de liquidez.

El Programa Monetario que refleja las políticas específicas del BCB, 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 Financiero anual elaborado en forma coordinada entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB. Las metas trimestrales de este programa fueron incorporadas en el Acuerdo de Ejecución del Programa Financiero Nacional 2009 suscrito entre ambas entidades, fortaleciendo de esta manera la transparencia de las políticas macroeconómicas y el compromiso de las autoridades con ellas.

Al primer semestre de 2009, todas las metas del Programa Financiero fueron cumplidas con márgenes (Cuadro IV.1). El superávit fiscal (analizado en el capítulo III de este IPM) explica el margen alcanzado en la meta correspondiente y también el margen en el financiamiento interno al sector público. La reducción del CIN-SPNF respondió principalmente a la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB y se constituyó en el factor más importante de contracción del CIN.³³ El SPNF terminó el semestre con importantes recursos adicionales que podrá dinamizar la actividad económica en los próximos meses.

Por su parte, la orientación de la política monetaria tuvo un impacto expansivo en el CIN del sistema financiero, afectando al CIN total. La redención de los títulos de OMA generó una fuerte expansión de la liquidez (Cuadro IV.2) que compensó el efecto de la

**CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FINANCIERO
A JUNIO DE 2009^{1/P}**
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del
1ro de enero de 2009)

		Meta Acordada ^{2/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)	Meta Anual Acordada ^{2/}
VARIABLES FISCALES					
Déficit del Sector Público	Bs	-1.486	-2.776	1.290	4.357
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-1.948	-2.715	767	726
VARIABLES MONETARIAS					
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	-761	-2.617	1.856	5.417
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs	-394	-3.961	3.567	3.764
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	\$us	20	133	113	-300

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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

^{2/} Programa acordado entre el BCB y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas en abril de 2009

^P Cifras preliminares

CUADRO IV.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA A JUNIO DE 2009^P
(Flujos en millones de bolivianos a tipo de cambio fijo)

	2008 I SEM	2009 I SEM
1. EMISIÓN	1.385	-1.693
2. CRÉDITO INTERNO NETO (CIN)	-11.247	-2.617
2.1 SECTOR PÚBLICO	-4.780	-4.237
Crédito Neto del BCB (CIN SPNF)	-3.915	-3.961
Cuasifiscal	-865	-276
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	-4.656	644
Encaje legal	-150	-389
OMA (LT y BT "D")	-4.231	1.080
Otros	-275	-46
del cual Préstamos de liquidez	-231	-25
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	36	3
2.4 OTROS	-1.850	970
d/c: OMA subasta y directa (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	-2.275	710
2.5 OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	3	3
3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)	12.632	924
(en millones de dólares estadounidenses)	1.719	133
PRO MEMORIA: OMA total + encaje legal + préstamos de liquidez.	-6.886	1.375

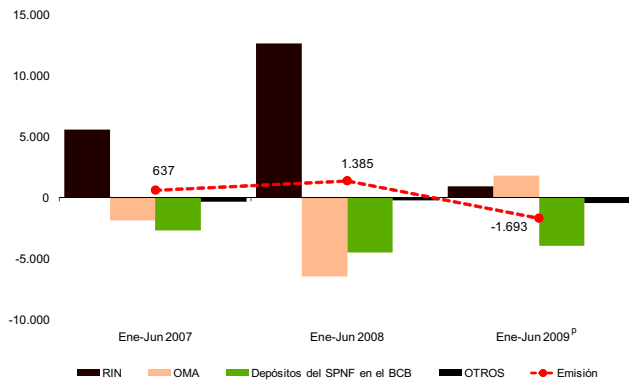
FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^P Cifras preliminares

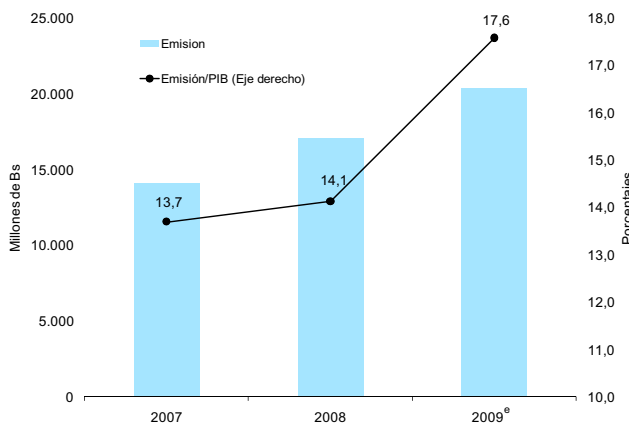
³³ El crédito bruto del BCB al SPNF aumentó a principios del año por el equivalente a \$us10 millones, debido a desembolsos en el marco de la línea de crédito de Emergencia Nacional por un monto total de \$us600 millones solicitado por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas al BCB. Al final del semestre el saldo desembolsado de esta línea fue de \$us250,1 millones.

GRÁFICO IV.1: EVOLUCIÓN RIN, EMISIÓN MONETARIA Y COMPONENTES DEL CIN
(Flujos acumulados en cada año en millones de bolivianos)



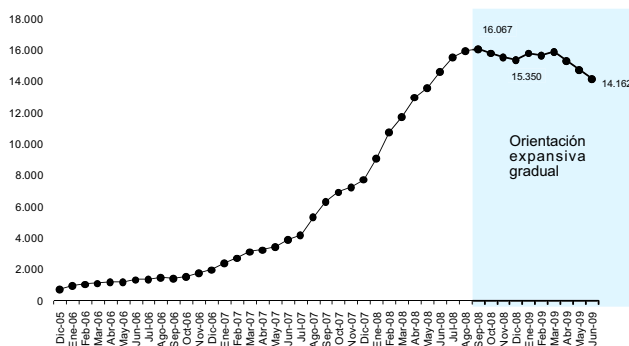
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^P Cifras preliminares a junio de 2009

GRÁFICO IV.2: EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN MONETARIA
(En millones de bolivianos y porcentajes)



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

GRÁFICO IV.3: TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(Saldos netos en millones de bolivianos)



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

acumulación de depósitos por parte del sector público (Gráfico IV.1). A finales de la gestión la emisión monetaria se situaría en torno a 17,6% del PIB, porcentaje superior al observado en gestiones anteriores (Gráfico IV.2).

En el caso de las RIN, se produjeron ganancias mayores que las esperadas, que se explican por la recuperación de los precios de exportación,³⁴ un superávit comercial y moderadas reducciones de las remesas de inmigrantes al país.

IV.1.2 Operaciones de mercado abierto

Las OMA a través de las cuales el BCB compra y vende valores públicos constituyen el principal instrumento de regulación monetaria. Mediante la colocación neta de títulos públicos el ente emisor retira excedentes de liquidez de la economía, en tanto que con la redención neta de éstos inyecta liquidez.

A partir del cuarto trimestre de 2008 la política monetaria se hizo expansiva, como respuesta a los probables efectos de la crisis financiera internacional sobre el sector real y en un contexto de reducción de la tasa interanual de inflación. Continuando con esta orientación, en el primer semestre de 2009, se registró una fuerte redención neta de títulos públicos a través de OMA, a diferencia de la importante colocación neta realizada en similar período de 2008. El saldo neto de títulos de regulación monetaria al 30 de junio de 2009 fue de Bs14.162 millones, Bs1.188 millones menos que el registrado a fines de diciembre de 2008 (Gráfico IV.3).³⁵ De esta manera, la deuda interna del BCB que se generó mediante la

³⁴ El Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación, construido al interior del BCB, registró incrementos desde mayo de 2009.

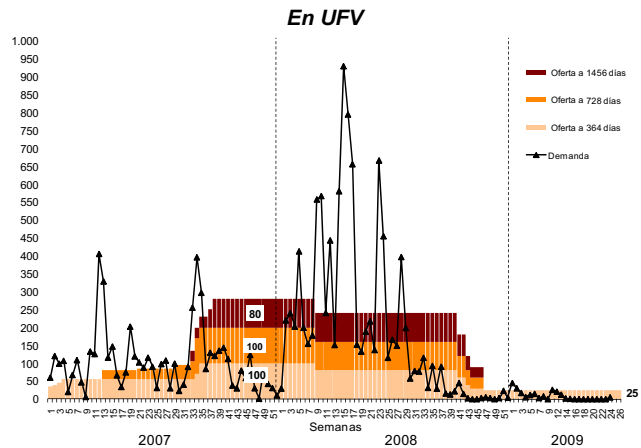
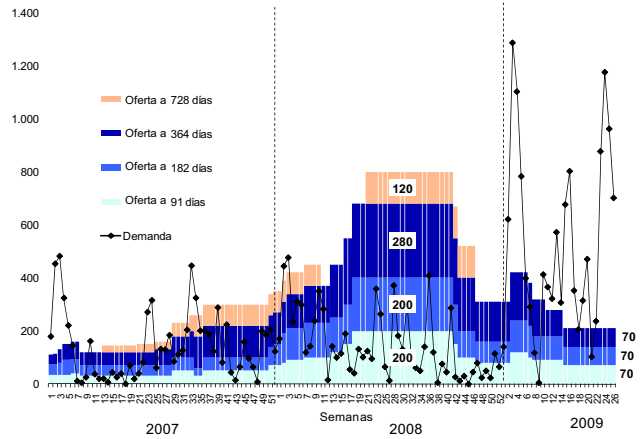
³⁵ La disminución alcanzó a más de Bs1.900 millones si se compara con el saldo de fines de septiembre de 2008.

colocación de títulos en gestiones pasadas se fue reduciendo en los últimos nueve meses, liberando recursos e induciendo a las entidades financieras a canalizar estos recursos a los sectores productivos permitiendo así el crecimiento del crédito al sector privado.

La redención observada, coherente con los lineamientos establecidos por el BCB,³⁶ fue alcanzada a través de una estrategia que contempló la reducción de la oferta en las subastas de títulos públicos y la concentración de la misma en cortos plazos (91, 182 y 364 días; Gráfico IV.4). La disminución de la oferta de títulos de regulación monetaria determinó excesos de demanda por estos instrumentos, lo que se tradujo en una disminución de las tasas del mercado monetario y parcialmente en las del mercado bancario como se analiza más adelante.

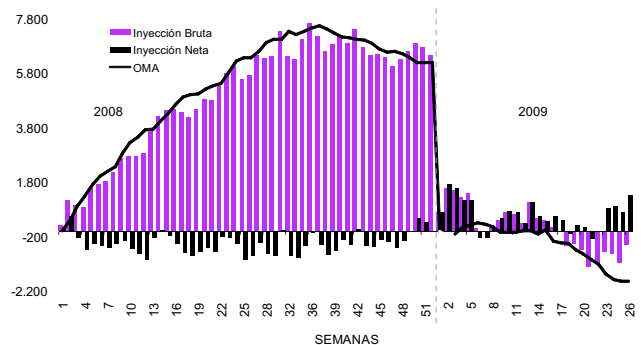
Si bien la menor inyección bruta de recursos habría mermado las fuentes de liquidez en el sistema financiero, por la debilidad de los factores de expansión de esta liquidez, las redenciones netas de títulos públicos permitieron más bien elevar los niveles netos de liquidez,³⁷ sobre todo en el segundo trimestre de 2009. Cabe observar que en casi todas las semanas del primer semestre de 2009 se produjeron inyecciones netas de liquidez en el sistema financiero (Gráfico IV.5), determinando incrementos considerables en los niveles de excedentes de encaje legal que, debido a su nula

GRÁFICO IV.4: DEMANDA Y OFERTA DE VALORES PÚBLICOS
(En millones de bolivianos)
En MN



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

GRÁFICO IV.5: INYECCION BRUTA Y NETA DE LIQUIDEZ
(Flujos acumulados en cada año en millones de bolivianos)

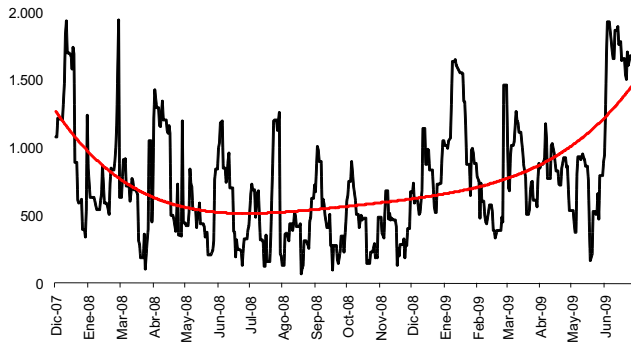


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

³⁶ Acorde con el programa monetario y la evolución reciente de la economía, el Directorio del BCB establece trimestralmente los lineamientos de las OMA.

³⁷ Los niveles de liquidez son medidos a través de los excedentes de encaje legal del sistema financiero en el ente emisor.

GRÁFICO IV.6: EXCEDENTES DE ENCAJE LEGAL EN MONEDA NACIONAL
(En millones de bolivianos)

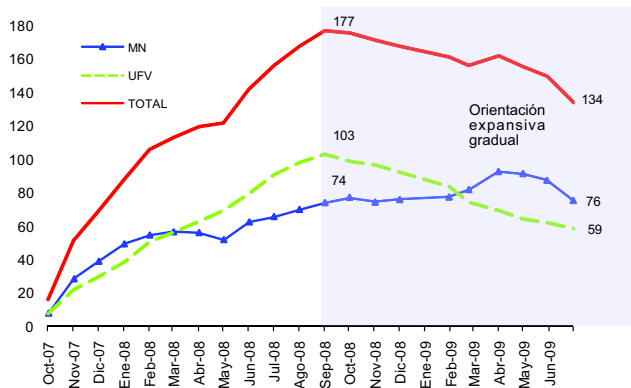


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

rentabilidad, bien podrían trasladarse a los sectores productivos a tasas activas más convenientes incrementando los niveles de crédito (Gráfico IV.6).

Asimismo, el saldo de las OMA directas con el público disminuyó alcanzando a Bs134 millones a fines de junio (Gráfico IV.7),³⁸ siguiendo la misma tendencia decreciente de los títulos emitidos en subasta pública, de manera consistente con la orientación de la política monetaria.

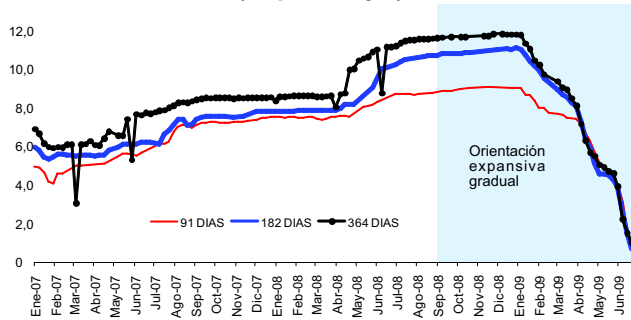
GRÁFICO IV.7: TÍTULOS DE COLOCACIÓN DIRECTA
(Saldos en millones de bolivianos)



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

La aplicación de esta política no sólo liberó recursos, sino que también propició caídas de las tasas de interés monetarias, de las tasas interbancarias y algo menos en las tasas de intermediación financiera. En efecto, la tasa de rendimiento de títulos públicos en MN a 91 días cayó de 9,02% en diciembre de 2008 a 0,75% a fines de junio de 2009. Entre estas dos fechas también cayeron las tasas de títulos públicos a 182 días y a 364 días, de 11,08% a 0,67% en el primer caso, y de 11,78% a 1,00% en el segundo (Gráfico IV.8). Asimismo, tanto las tasas para operaciones de reporto como las de créditos con garantía del Fondo RAL en MN disminuyeron en 5 puntos porcentuales situándose a fines de junio de 2009 en 8,0% y 9,50%, respectivamente. Consecuentemente, las tasas interbancarias registraron una pronunciada caída (Gráfico IV.9).

GRÁFICO IV.8: TASAS DE RENDIMIENTO DE TÍTULOS PÚBLICOS EN MN
(En porcentajes)



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

Si bien las tasas de intermediación financiera también registraron disminuciones en operaciones activas y pasivas en ME y MN, y para diferentes plazos (Cuadro IV.3), mostrando una relación con la reducción de tasas de títulos de regulación monetaria del BCB, estas caídas no han sido suficientes como para expandir en la manera deseada el crédito. En el

³⁸ Constituye un instrumento disponible a partir de octubre de 2007 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 28, 56, 91, 182 y 364 días, y en UFV a 182 y 364 días.

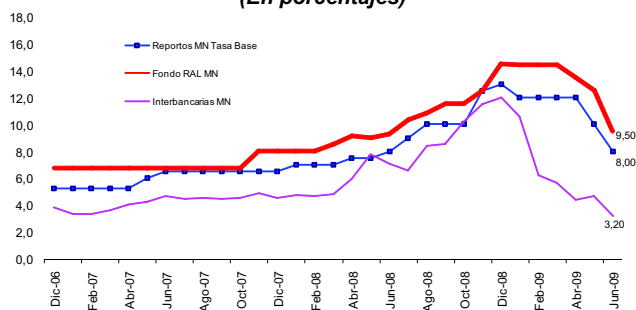
caso de las tasas pasivas en ME, otro factor que contribuyó a su descenso fue la aplicación de las modificaciones de la norma de encaje legal aprobadas mediante R.D.143/2008 de 9 de diciembre de 2008 (Ver sección IV.1.3). Asimismo, la disminución de la TRe, incidió favorablemente en este resultado. Cabe señalar que hasta marzo de 2009 la TRe se calculaba como el promedio ponderado de los DPF pactados en plazos de 91 a 180 días; a fin de que ésta refleje el costo real de fondeo, se reduzca su volatilidad y se disminuya el efecto de operaciones atípicas, el BCB propuso a la ASFI, ex-Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF), la modificación del cálculo ampliando a todos los plazos los DPF considerados, la misma que fue introducida por el ente regulador (SB N°073/2009 de 20 de marzo de 2009).

La reducción de tasas bancarias todavía es moderada por efecto del rezago con que se transmiten las señales. Se espera que las mismas tiendan a reducirse en lo que resta de la gestión 2009, especialmente en el caso de las tasas en MN, donde los incentivos que promueven estas operaciones son claros (encaje legal, previsiones, mayor participación del BDP en operaciones de crédito, entre los más importantes).

IV.1.3 Encaje legal

El 26 de enero del presente año entró en vigencia la modificación del Reglamento de Encaje Legal aprobada por R.D.143/2008 de 9 de diciembre del año pasado que determina el incremento del encaje adicional a depósitos en moneda extranjera (ME) con el propósito de internalizar en los agentes económicos los costos que la dolarización implica para la economía, tanto de solvencia como de liquidez (Cuadro IV.4). Este incremento no afectó a la liquidez, en la medida que su aplicación está dirigida solamente al segmento de nuevos depósitos en ME constituidos luego del 30 de septiembre de 2008. Por el contrario, estudios al interior del BCB muestran que la norma indujo a la caída de las tasas pasivas en ME y a que éstas se sitúen por debajo de las tasas en MN incentivando así las captaciones en

GRÁFICO IV.9: TASAS DE INTERÉS DE REPORTOS, DE CRÉDITOS RAL E INTERBANCARIAS (En porcentajes)



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

CUADRO IV.3: TASAS DE INTERÉS BANCARIAS^{1/} (En porcentajes)

	MN			ME		
	Jun-09	Dic-08	Variación pb	Jun-09	Dic-08	Variación pb
PASIVAS						
1 a 30	1,19	5,71	-451	0,53	0,91	-38
31 a 60	1,61	7,76	-615	0,83	2,27	-145
61 a 90	2,51	5,75	-323	1,43	3,22	-179
91 a 180	2,93	6,26	-333	2,41	5,32	-291
181 a 360	3,22	6,04	-282	3,30	6,59	-329
361 a 720	3,80	7,28	-349	3,60	7,10	-351
721 a 1080	4,40	7,68	-328	3,98	8,11	-414
mas de 1080	9,01	7,86	114	5,34	8,14	-279
ACTIVAS						
1 a 30	6,28	13,20	-692	8,89	9,54	-64
31 a 60	8,22	9,86	-164	8,65	9,22	-57
61 a 90	8,45	10,35	-190	9,01	10,51	-150
91 a 180	8,01	10,52	-251	8,60	10,15	-155
181 a 360	8,32	11,54	-322	9,05	10,85	-181
361 a 720	9,19	17,60	-841	14,46	12,42	204
721 a 1080	9,40	12,78	-338	15,82	16,21	-39
mas de 1080	13,12	10,62	250	10,34	11,14	-79
TASA DE REFERENCIA (TRe)						
	4,21	5,82	-162	2,25	5,82	-357

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} No incluye Banco Solidario ni Banco Los Andes

CUADRO IV.4: MODIFICACIONES AL ENCAJE LEGAL

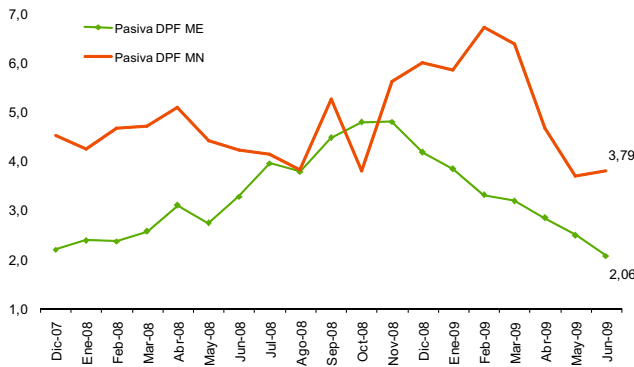
	Régimen previo			Régimen actual ^{2/}		
	Títulos	Efectivo	Adicional ^{1/}	Títulos	Efectivo	Adicional ^{2/}
Moneda Nacional y UFV						
Depósitos vista	10	2		10	2	
Depósitos en Caja de Ahorro	10	2		10	2	
Depósitos a Plazo Fijo						
30a 60 días	10	2		10	2	
61 a 90 días	10	2		10	2	
91 a 180 días	10	2		10	2	
181 a 360 días	10	2		10	2	
361 a 720 días						
Mayores a 720 días						
Moneda Extranjera y MVDOL						
Depósitos vista	12	2	7,5	12	2	30
Depósitos en Caja de Ahorro	12	2	7,5	12	2	30
Depósitos a Plazo Fijo						
30a 60 días	12	2	7,5	12	2	30
61 a 90 días	12	2	7,5	12	2	30
91 a 180 días	12	2	7,5	12	2	30
181 a 360 días	12	2	7,5	12	2	30
361 a 720 días	12	2	7,5	12	2	30
Mayores a 720 días						

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} Con compensación por el incremento de depósitos en MN y UFV
^{2/} Sin compensación

bolivianos (Gráfico IV.10).

A fines del semestre, con el propósito principal de incentivar el crecimiento del crédito del sistema financiero en MN, el BCB aprobó un nuevo Reglamento de Encaje Legal (Resolución de Directorio N° 070/2009 de 23 de junio de 2009) que entrará en vigencia a partir del 24 de agosto de 2009. La principal modificación determina que del encaje requerido en MN y MNUFV podrá deducirse el incremento de la cartera bruta en MN y MNUFV respecto al saldo registrado el 30 de junio de 2009, en un monto equivalente hasta del 100% del encaje requerido en efectivo en primera instancia y, posteriormente, hasta el equivalente al 40% del encaje requerido en títulos. Con la aplicación plena de esta medida, el encaje constituido por depósitos en MN y UFV podría en la práctica reducirse hasta la mitad, de 12% a 6% de los depósitos sujetos a encaje.

GRÁFICO IV.10: TASAS PASIVAS DEL SISTEMA BANCARIO
(Promedio mensual para DPF, en porcentajes)



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

IV.2 POLÍTICA CAMBIARIA

La presente sección trata sobre la política cambiaria durante el primer semestre de 2009. Aunque las condiciones externas presentaron incertidumbre con potenciales efectos sobre las expectativas acerca de la evolución del tipo de cambio, este apartado muestra cómo la política cambiaria en general y medidas complementarias en particular, estabilizaron el mercado cambiario, contribuyendo al equilibrio macroeconómico y al mantenimiento de condiciones favorables para enfrentar los efectos de la crisis económica internacional.

V.2.1 Orientación de la política cambiaria

La política cambiaria durante el primer semestre de 2009 fue prudente y el tipo de cambio se mantuvo estable desde octubre de 2008. Esta orientación tuvo el propósito de evitar los efectos negativos que la alta variabilidad cambiaria, como la observada en los principales socios comerciales del país, habría tenido sobre la actividad productiva y el sistema financiero, con el costo adicional de avivar expectativas infundadas sobre el comportamiento del tipo de cambio. Además, la estabilidad cambiaria es concordante con el descenso de la inflación y la estabilidad de precios, principal objetivo del BCB.

Bolivia presenta una menor variabilidad cambiaria con respecto a otros países de la región, fundamentalmente respecto a aquellos que aplican regímenes de metas explícitas de inflación (Perú, Chile, Brasil y Colombia). Los movimientos de los tipos de cambio en dichos países, en lo que va de 2009, fueron menos volátiles con relación a 2008 cuando la crisis económica internacional se manifestó con severidad en los mercados financieros y cambiarios. Sin embargo, su variabilidad todavía fue elevada en comparación con la registrada durante la gestión 2007 (Cuadro IV.5).

Al respecto, con el propósito de atenuar los efectos negativos de la sobre reacción cambiaria, los bancos centrales de varios países intervinieron en sus mercados de divisas, no obstante la volatilidad fue muy pronunciada. Mientras que en el caso boliviano ésta se pudo evitar con la política cambiaria adoptada. En efecto, luego de fuertes apreciaciones, las economías de la región experimentaron depreciaciones significativas en el segundo semestre de 2008, para luego registrar nuevamente apreciaciones, principalmente en el segundo trimestre de 2009 corrigiendo la sobre reacción previa; en tanto que nuestro régimen permitió evitar este "rodeo innecesario". Cabe destacar también que al presente el índice de Bolivia (base enero de 2003) se encuentra por encima del correspondiente a dichos países, con excepción del que corresponde a Argentina (Gráfico IV.11).

En economías parcialmente dolarizadas como la boliviana, una excesiva volatilidad es más costosa porque las empresas, familias y el sistema financiero pueden sufrir pérdidas por descalce de monedas,³⁹ desalentando la actividad productiva, en especial la intermediación financiera, y aumentando la mora en el sistema. En este contexto, la orientación de la política cambiaria en Bolivia no sólo contribuyó a la estabilidad macroeconómica sino que el grado de preferencia por ME, que aumentó desde septiembre de 2008 hasta marzo de 2009, se estabilizó e inclusive en el mes de junio se revirtió, favoreciendo la bolivianización del sistema financiero (Ver recuadro III.1 Tendencias Recientes de la Dolarización Financiera).

³⁹ El descalce significa que una familia o empresa tenga obligaciones en ME en una magnitud diferente a los activos en ME que posee, por lo que movimientos bruscos del tipo de cambio implican modificaciones en su riqueza y patrimonio.

CUADRO IV.5: COEFICIENTE DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DIARIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS^{1/}
(En porcentajes)

	Bolivia	Perú	Argentina	Chile	Brasil	Colombia
2007	1,44	2,44	0,98	2,81	6,37	5,25
2008	2,76	4,15	3,77	14,25	14,93	10,92
2009 ^{2/}	0,16	3,04	3,13	4,60	6,67	6,87

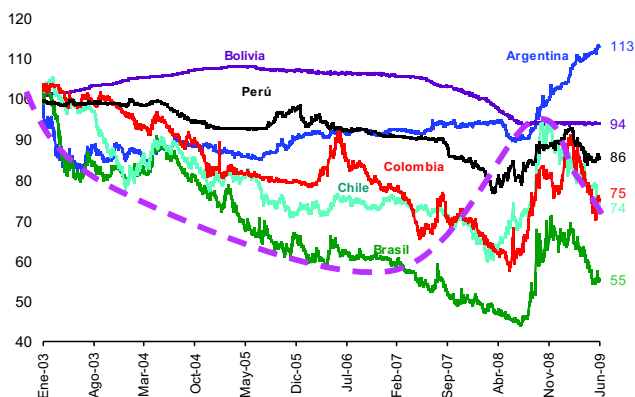
FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} El coeficiente de variación es una medida de variabilidad que se calcula como el cociente entre la desviación típica o estándar (otra medida de variabilidad) y la media aritmética, para hacer comparable la volatilidad entre países

^{2/} Información al 30 de junio de 2009. Para el caso de Bolivia corresponde al tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero

GRÁFICO IV.11: TIPO DE CAMBIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS^{1/}
(Índice, enero de 2003 = 100)

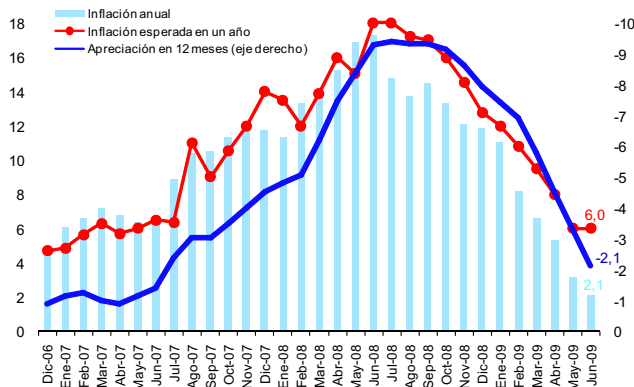


FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

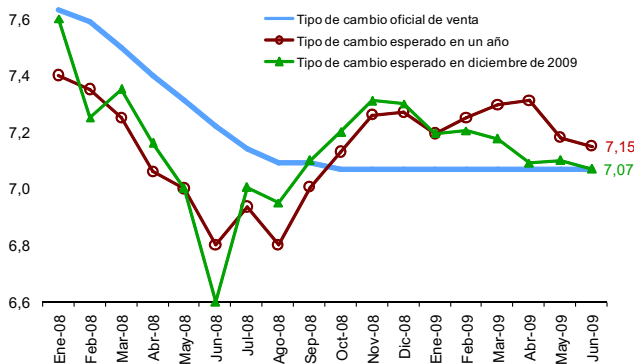
NOTA: ^{1/} Para Bolivia se considera el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero
La línea segmentada ilustra el fenómeno del "rodeo innecesario"

GRÁFICO IV.12: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA (Variación porcentual)



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

GRÁFICO IV.13: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y ESPERADO (Bolivianos por dólar)



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

Cabe destacar también que la política cambiaria fue coherente con la evolución de la inflación. La política de apreciación del boliviano en años anteriores fue consistente con el incremento de la inflación y el exceso de liquidez externa; mientras que la menor tasa de apreciación en 2008 y la estabilidad actual del tipo de cambio nominal son coherentes con la reducción de la inflación observada y esperada (Gráfico IV.12).

La estabilidad de la paridad cambiaria ha contribuido a diluir las expectativas de depreciación que emergieron en el segundo semestre de 2008 con las depreciaciones de las monedas de otros países y la amplificación que analistas y medios del país dieron a este fenómeno. En efecto, según la EEE,⁴⁰ en estos últimos meses las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio convergieron hacia el tipo de cambio oficial (Gráfico IV.13). Esta convergencia se explica también por medidas complementarias como la mayor oferta de dólares en el mercado cambiario oficial que el BCB oportunamente incrementó a fines de 2008. Ello se reforzó con la sólida posición macroeconómica y el nivel de reservas internacionales de la economía boliviana. Influyó también el límite a los márgenes en los tipos de cambio del sistema financiero.

Para finalizar esta sección, conviene recordar que el régimen cambiario que se aplica en Bolivia corresponde a uno de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*), con movimientos graduales y no anunciados de la paridad. En este sentido, la estabilidad observada desde octubre de 2008 no significa que se haya adoptado un régimen de tipo de cambio fijo, en el cual la estabilidad es permanente y con ajustes bruscos de vez en cuando (devaluaciones o revaluaciones). Asimismo, se debe destacar que las decisiones de política cambiaria adoptadas no son ajenas a los fundamentos del tipo de cambio, es decir, se mantiene la prudencia adecuada para que no se generen diferencias significativas y persistentes entre el tipo de cambio observado y el de equilibrio.

Estimaciones del tipo de cambio multilateral, con base a los 13 principales socios comerciales, muestran que

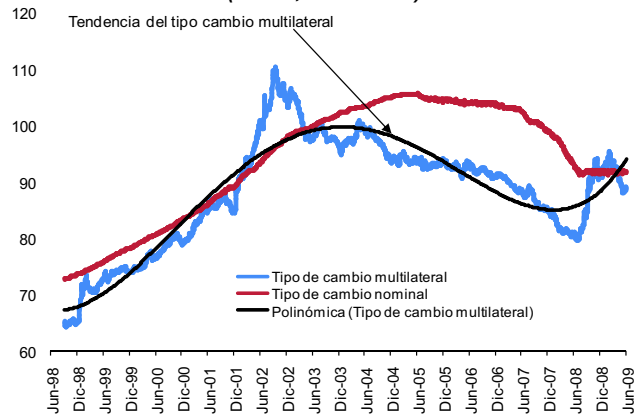
⁴⁰ Respecto a los detalles de la EEE, véase la sección I.5.4.

la paridad cambiaria se encuentra en torno a la tendencia de equilibrio (Gráfico IV.14).⁴¹ De la misma manera, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) indica que en los últimos meses se experimentó una depreciación real, y sugiere que la sobrevaluación transitoria observada a fines de 2008 (tipo de cambio real más bajo que el de equilibrio), por la sobrereacción en las paridades cambiarias de los socios comerciales en el segundo semestre de 2008, se estaría corrigiendo como resultado de las apreciaciones recientes de sus monedas como también por la reducción de la inflación en nuestro país. Por tanto, el tipo de cambio actual observado se encontraría en torno al equilibrio, es decir, de acuerdo a lo que señalan sus fundamentos.⁴²

IV.2.2 Medidas complementarias

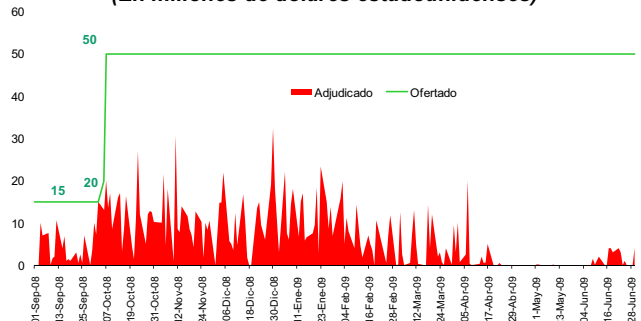
Con el propósito de anclar las expectativas sobre el tipo de cambio, en octubre de 2008 la oferta diaria de divisas en el Bolsín se incrementó a \$us50 millones.⁴³ La medida fortaleció la confianza en la estabilidad del tipo de cambio y la venta de divisas en el Bolsín disminuyó de un promedio mensual de \$us235,2 millones en el cuarto trimestre de 2008 a \$us156 millones en el primer trimestre de 2009 y a menos de \$us30 millones en el segundo trimestre. En ningún caso la demanda superó la oferta diaria de divisas e incluso durante mayo no se presentaron adjudicaciones de divisas (Gráfico IV.15). De manera similar, las ventas netas de divisas del sistema financiero al público (ventas menos compras), tanto en operaciones estándar como preferenciales,⁴⁴ disminuyeron de un monto de \$us322 millones en el último trimestre de 2008, a \$us231 millones en el primer trimestre y a \$us80 millones en el segundo trimestre de 2009 (Gráfico IV.16).

GRÁFICO IV.14: TIPO DE CAMBIO EN BOLIVIA Y TIPO DE CAMBIO MULTILATERAL (Índice, 2003 = 100)



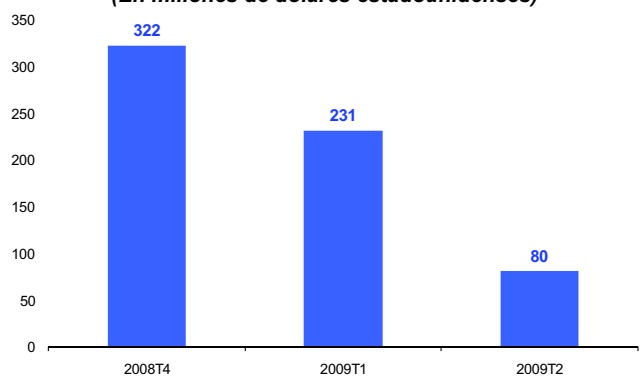
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.15: MONTO OFERTADO Y ADJUDICADO DE DIVISAS (En millones de dólares estadounidenses)



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

GRÁFICO IV.16: VENTAS NETAS DEL SISTEMA FINANCIERO AL PÚBLICO (En millones de dólares estadounidenses)



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

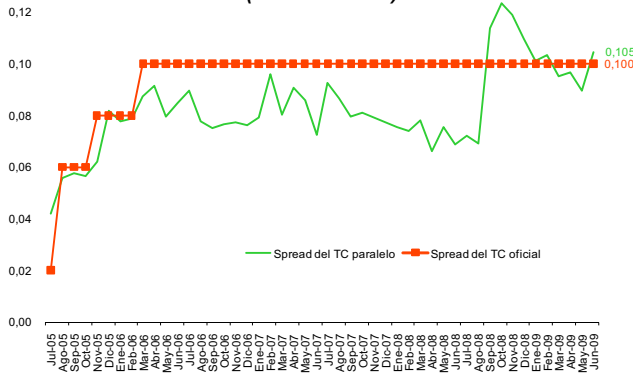
⁴¹ Estimaciones realizadas indican que el tipo de cambio real de equilibrio y efectivo habrían sido iguales en 2003.

⁴² Estudios empíricos señalan que los principales fundamentos o determinantes del tipo de cambio real son la cuenta corriente y el saldo presupuestario público. Para mayor detalle véase el Recuadro V.2 del IPM de julio de 2008.

⁴³ El Bolsín es el mecanismo por el cual el BCB vende divisas a las entidades financieras.

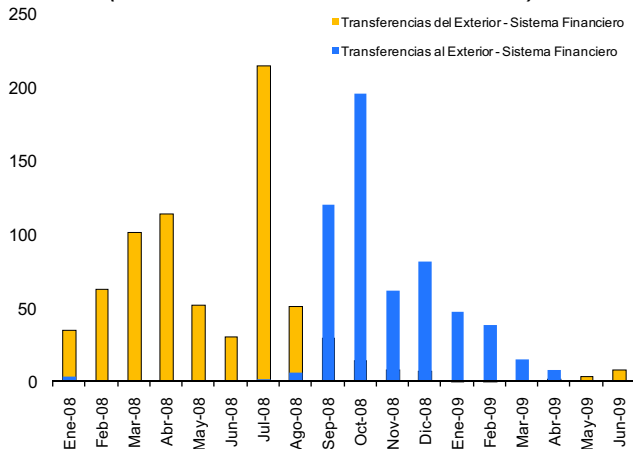
⁴⁴ Las operaciones estándar hacen referencia a clientes que son tomadores del precio fijado por la entidad financiera y por tanto no tienen opción de negociación. En las operaciones cambiarias con clientes diferenciados intervienen agentes con capacidad de negociación o con precios diferenciados.

GRÁFICO IV.17: SPREAD CAMBIARIO DEL SISTEMA FINANCIERO EN LAS OPERACIONES ESTÁNDAR Y PREFERENCIALES (En bolivianos)



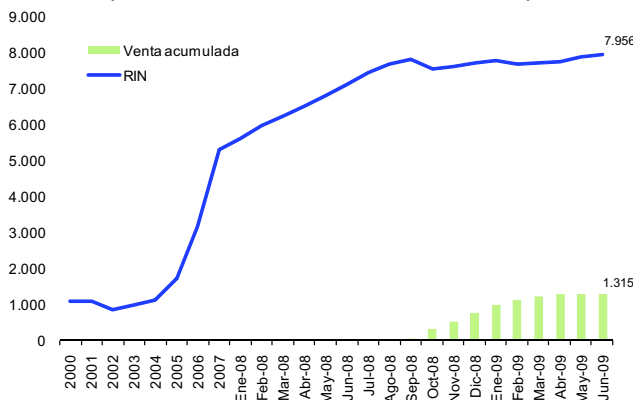
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO IV.18: TRANSFERENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO DEL Y AL EXTERIOR (En millones de dólares estadounidenses)



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

GRÁFICO IV.19: RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB Y VENTA DE DIVISAS AL SISTEMA FINANCIERO (En millones de dólares estadounidenses)



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

Con el propósito de evitar distorsiones en el mercado de cambio por parte de algunas entidades financieras y limitar posiciones discriminatorias por asimetrías de información, el Directorio del BCB según R.D. 031/2009 del 31 de marzo del presente año aprobó un nuevo Reglamento de Operaciones Cambiarias, con vigencia a partir del 6 de abril de 2009. En esta norma se establece un límite máximo al tipo de cambio de venta de dólares al público y un límite mínimo para el tipo de cambio de compra de dólares del público que realizan las empresas financieras y no financieras que intervienen en el mercado de cambios. Estos límites se fijaron en forma simétrica en un centavo arriba y un centavo debajo de los tipos de cambio oficiales de venta y de compra del BCB, respectivamente. La medida ha tenido efecto al disminuir el spread cambiario en el sistema financiero (Gráfico IV.17).

Por otro lado, a efectos de evitar que las turbulencias financieras internacionales afecten al sistema financiero nacional y desincentivar los movimientos de capitales especulativos, el Directorio del BCB a través R.D. 146/2008 de 16 de diciembre de 2008, disminuyó la comisión por transferencias del exterior de 1% a 0,6% e incrementó la comisión por transferencias al exterior de 0,2% a 0,6%, con vigencia a partir del 1 de enero de 2009. Aunque no se puede atribuir el efecto total a esta medida, las transferencias al exterior que el sistema financiero realiza a través del BCB, disminuyeron notablemente durante 2009 al punto de no presentarse ninguna transferencia en los meses de mayo y junio (Gráfico IV.18).

De esta manera, la orientación de la política cambiaria y el conjunto de disposiciones complementarias disminuyeron la posibilidad de que las reservas internacionales se vean afectadas significativamente por factores externos transitorios. No obstante, las ventas de divisas realizadas a partir de septiembre de 2008, las reservas internacionales del BCB se incrementaron desde \$us7.722 millones al cierre del año 2008 hasta \$us7.956 millones a fines de junio de 2009 (Gráfico IV.19). Este nivel representa un respaldo importante para hacer frente a los efectos negativos de la coyuntura internacional y, en términos del PIB, es uno de los más elevados a nivel internacional. No obstante, este nivel guarda relación con las limitaciones que impone la dolarización de la economía, las potenciales obligaciones con el extranjero y, principalmente, el respaldo que provee al régimen cambiario actual de tipo de cambio deslizante.

V. Perspectivas y riesgos de la inflación

El escenario más probable señala que la variación acumulada del IPC en 2009 terminaría en 3%, entre un rango de 2% y 4%; mientras que en 2010 la inflación (4,5%) se estabilizaría tendiendo a la meta de mediano plazo (4%). Este escenario supone una gradual normalización de las condiciones económicas externas con el inicio de la recuperación de la actividad productiva, después de la recesión internacional, y de las condiciones internas, caracterizadas por una moderada desaceleración de la economía boliviana. Entre los factores que podrían implicar una desviación de la inflación respecto al escenario base, dependiendo de su balance y la inclinación a la baja o al alza, se encuentran la probabilidad de ajustes de precios relativos internos, el contexto climático y político en el país, la velocidad a la cual se recuperaría la actividad mundial y su incidencia en los precios internacionales de alimentos y combustibles, y las perspectivas sobre la evolución de la divisa estadounidense.

Este último capítulo presenta las perspectivas de la inflación y sus determinantes para el segundo semestre de 2009 y el año 2010, analizando los aspectos internos y externos que determinarían el rumbo de la inflación y el balance de riesgos asociados con el escenario más probable.

V.1. CONTEXTO INTERNACIONAL

Después de un periodo de fuerte contracción económica mundial hasta el primer trimestre de 2009, las perspectivas para la recuperación son relativamente alentadoras debido a la moderación del descenso de la actividad económica mundial en los últimos meses.

CUADRO V.1: CRECIMIENTO EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADOS
(Variación porcentual anual)

	2007	2008 ^e	2009 ^p		2010 ^p	
			FMI ¹	CF ²	FMI ¹	CF
Producto Mundial	5,1	3,1	-1,4	-1,9	2,5	2,1
Economías Avanzadas						
Estados Unidos	2,0	1,1	-2,6	-2,8	0,8	1,9
Zona del Euro	2,7	0,8	-4,8	-4,2	-0,3	0,3
Japón	2,3	-0,7	-6,0	-6,4	1,7	1,3
Economías en Desarrollo de Asia						
China	13,0	9,0	7,5	7,5	8,5	8,4
India	9,4	7,3	5,4	5,8	6,5	7,0
América Latina						
Argentina	8,7	7,0	-1,5	-1,4	0,7	1,7
Brasil	5,7	5,1	-1,3	-1,0	2,5	3,3
Chile	4,7	3,2	0,1	-0,8	3,0	2,9
Colombia	7,5	2,5	0,0	-0,1	1,3	2,1
México	3,3	1,3	-7,3	-5,5	3,0	2,1
Perú	8,9	9,8	3,5	2,9	4,5	4,3
R.B. de Venezuela	8,4	4,8	-2,2	-1,3	-0,5	0,1
E.P. Bolivia	4,6	6,1	2,2	2,0	2,9	2,6
PIB relevante para Bolivia³	4,9	3,4	-2,1		1,9	

FUENTE: FMI, *Perspectivas Económicas Mundiales* (abril de 2009 y actualización julio 2009) - *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2009) - *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2009)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS:

¹ Toma en cuenta las revisiones realizadas en julio de 2009 (excepto para Argentina, Chile, Colombia, Perú y la R.B. de Venezuela)

² Considera los datos de *Latin Focus Consensus Forecast* para América Latina. Para el resto se utiliza las proyecciones del *Foreign Exchange Consensus Forecast*

³ Crecimiento promedio anual ponderado 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

^p Proyectado

CF: *Latin Focus Consensus Forecast* ó *Foreign Exchange Consensus Forecast*

Asimismo, los mercados financieros tendieron a estabilizarse e inclusive a repuntar levemente. Sin embargo, aún persisten ciertas fragilidades financieras que hacen que se mantenga la incertidumbre sobre el panorama a futuro.

Hasta el mes de junio las proyecciones de crecimiento mundial para el año 2009 han sido revisadas a la baja, debido a la importante caída observada en los primeros meses del año. Sin embargo, instituciones de análisis económico prevén que la economía mundial tendría tasas positivas de crecimiento a partir del segundo semestre de 2009, tendencia que se mantendría en 2010 (Cuadro V.1). No obstante, la recuperación sería diferenciada dentro de los países avanzados (con un dinamismo mayor en EE.UU. que en Europa y Japón) y también respecto a la de las economías emergentes y en desarrollo, las cuales experimentarían un mejor desempeño.

Desde la perspectiva regional, se prevé que las economías avanzadas se contraerían fuertemente en la presente gestión, dado el comportamiento observado hasta el primer semestre (una caída más fuerte que la proyectada), para recuperarse en 2010. Este escenario de crecimiento estaría liderado por EE.UU., Japón y las economías asiáticas recientemente industrializadas. En el primer caso, debido a que el índice de producción industrial habría tocado fondo, a las perspectivas de reversión de la tendencia en el ciclo de inventarios y a las mejoras en los índices de confianza de las empresas. Por su parte, la producción en Japón y otros países recientemente industrializados del Asia tendería gradualmente a recuperarse, por los importantes estímulos fiscales promocionados por sus respectivos gobiernos. Mientras tanto, en Europa se espera que la economía tenga un proceso de recuperación mucho más lento.

Con relación a las economías emergentes y en desarrollo, las perspectivas consideran una recuperación más rápida que las economías desarrolladas, lideradas por China e India, cuyas tasas de crecimiento fueron revisadas al alza en función a los sólidos fundamentos macroeconómicos obtenidos durante los últimos años.

América Latina también se contraería en 2009, aunque en forma también diferenciada, en una magnitud más

fuerte que lo previsto inicialmente debido al estado recesivo de la economía y comercio mundial. Sin embargo, gracias a las condiciones macroeconómicas iniciales, la leve recuperación de los precios internacionales de los productos básicos y a la alentadora entrada de capitales de corto y largo plazo observada en los últimos meses del primer semestre, se prevé una recuperación favorable en 2010.

Como se mencionó en el capítulo II, México es la economía que más se contraería por su estrecha relación comercial con EE.UU. y el Canadá. El resto de los países liderados por Brasil también sentirán los efectos de la contracción económica y comercial con diferente intensidad, aunque se recuperarían con relativa rapidez en 2010, gracias a la estabilización de los precios de los productos básicos y a los estímulos monetarios y fiscales que también están aplicando sus autoridades.

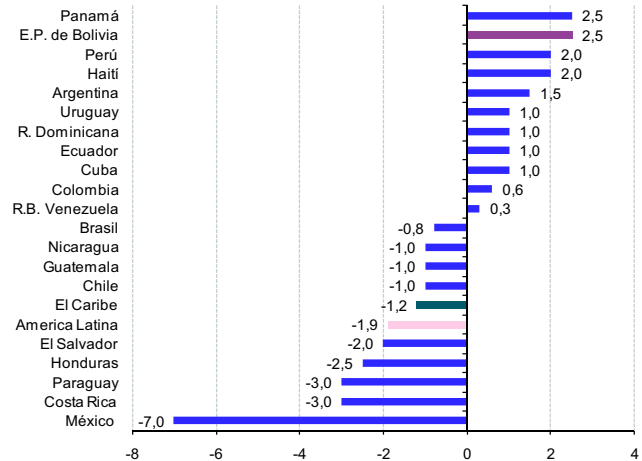
Un reciente informe de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)⁴⁵ proyecta una caída de 1,9% en 2009 para la región, con un incremento de la tasa de desempleo de 7,5% en 2008 a 9% en 2009. En este contexto, Bolivia junto con Panamá serían las economías con las tasas más altas de crecimiento (Gráfico V.1).

En este sentido, el crecimiento externo relevante para Bolivia previsto para 2009 y 2010 se encuentra alineado al desempeño esperado para los principales socios comerciales (Gráfico V.2).

Por otra parte, se espera que los precios de los productos básicos se estabilicen durante el 2009 con una leve tendencia al alza para el caso de los energéticos en el 2010. A medida que se consolide la recuperación de la economía mundial, estos precios tenderían a ajustarse hacia el alza, por el dinamismo de las economías emergentes y en desarrollo.

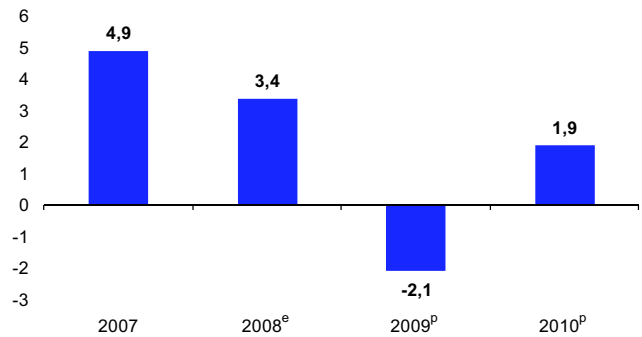
En lo que se refiere a la inflación, durante 2009 se prevé que en las economías avanzadas continúe en niveles bajos e inclusive negativos, correspondientes con la debilidad de la demanda y el aumento del desempleo, repuntando levemente al alza en el

GRÁFICO V.1: CRECIMIENTO DEL PIB EN 2009
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe*, julio de 2009
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO V.2: 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 2009 y actualización a julio de 2009) - *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2009) - *The Economist* (julio de 2009) - JPMorgan, *Global Data Watch* (julio de 2009)
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica
NOTAS: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano del crecimiento de 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
^p Proyectado

⁴⁵ CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe*, julio de 2009

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

	2007		2008		2009 ^P		2010 ^P	
	FMI	CF ¹	FMI	CF ¹	FMI	CF ¹	FMI	CF ¹
Economías Avanzadas								
Estados Unidos	4,1	0,8	-0,1	-0,6	0,1	1,1		
Zona del Euro	3,1	1,6	0,9	0,3	0,6	1,1		
Japón	0,7	0,4	-1,3	-1,2	-0,4	-0,5		
Economías en Desarrollo de Asia								
China	6,6	2,5	0,8	0,5	0,7	1,2		
India	5,5	9,7	4,3	5,2	4,1	4,3		
América Latina								
Argentina	8,5	7,2	7,2	6,7	7,2	8,7		
Brasil	4,5	5,9	4,2	4,2	4,0	4,3		
Chile	7,8	7,1	2,2	0,9	3,0	2,6		
Colombia	5,7	7,7	4,6	4,5	3,6	4,3		
México	3,8	6,5	3,5	4,2	3,1	3,7		
Perú	3,9	6,7	2,5	2,5	2,0	2,6		
R.B. de Venezuela	22,5	30,9	42,0	34,0	45,0	34,5		
E.P. Bolivia	11,7	11,9	6,0	6,8	5,5	7,5		
Inflación relevante para Bolivia²	13,4	-5,1	-0,3		3,1			

FUENTE: FMI, *Perspectivas Económicas Mundiales* (abril de 2009) - *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2009) - *The Economist Intelligence Unit* (julio de 2009)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

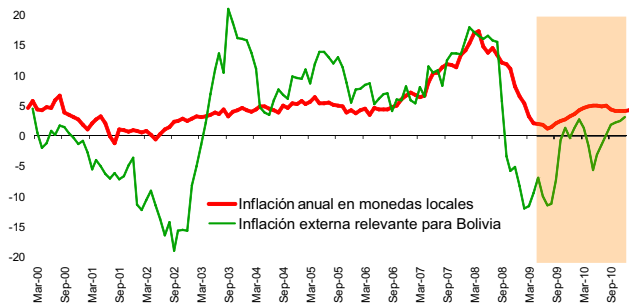
NOTAS: ¹ Considera los datos de *Latin Focus Consensus Forecast*, con excepción de China e India que provienen de *The Economist Intelligence Unit*

² Inflación en dólares estadounidenses que es calculada por 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. Por tanto, considera los movimientos cambiarios y la inflación en cada uno de estos países

^P Proyectado

CF: *Latin Focus Consensus Forecast*

GRÁFICO V.3: INFLACIÓN DE LOS SOCIOS COMERCIALES E INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación porcentual en 12 meses)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - *Bloomberg - Latin Focus Consensus Forecast* - Bancos Centrales e Institutos de Estadística de los países

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano de la inflación en moneda nacional y en dólares de 13 socios comerciales (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)

CUADRO V.3 RESUMEN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS BOLIVIANAS
(En porcentajes)

	2005-2007		2008		2009 ^P		2010 ^P	
	(Variación Anual)							
PIB a precios de mercado	4,6		6,1		3,5 - 4,5		4,5 - 5,5	
	(Porcentaje del PIB)							
Cuenta Corriente	10,0	12,0	-2,5	-2,6				
Cuenta Capital (incluye errores y omisiones)	1,1	2,1	0,7	1,2				
Balance Global	11,1	14,1	-1,8	0,8				
Exportaciones de bienes	32,2	38,4	28,5	28,8				
Importaciones de bienes	-25,0	-29,7	-33,5	-33,2				
Inversión Extranjera Directa (neta)	0,7	3,0	3,1	3,4				

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - BCB

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^P Cifras proyectadas

siguiente año. Aunque en algunos casos se observaría una posible deflación temporal, ésta no es considerada como un problema debido a los altos niveles de liquidez que se han inyectado en varias economías, lo cual - por el contrario - podría incidir en tasas de inflación moderadamente más altas a futuro. Asimismo, las economías emergentes y en desarrollo mantendrían la tendencia descendente de sus tasas de inflación, debido en parte a la menor incidencia de la inflación internacional y a la propia debilidad de la demanda interna (Cuadro V.2).

En consonancia con lo anterior, se estima que la inflación internacional relevante para Bolivia (medida como la variación porcentual del IPE) continuaría cayendo, aunque en forma mas leve en lo que resta del año, otorgando así un mayor margen de maniobra a las políticas anticíclicas (Gráfico V.3).

V.2. CONTEXTO NACIONAL

La previsión de crecimiento del PIB para 2009 señalada en el IPM de enero 2009 fue revisada hacia la baja a una tasa cercana al 4%, por los efectos de la crisis económica global sobre el país. Sin embargo, en un escenario internacional de paulatina recuperación y en la medida en que se recuperen los precios internacionales, las exportaciones y las remesas, se espera que el crecimiento económico boliviano se sitúe en 2010 en torno a 5% (Cuadro V.3).

Si bien las actividades extractivas no renovables moderarían su crecimiento luego del impulso del proyecto San Cristóbal, éstas retomarán su dinamismo. En efecto, proyectos como El Mutún, la ampliación de la metalúrgica Vinto y del Ingenio Santa Elena de Huanuni, la extracción de cobre en Coro Coro, entre otros, impulsarán el crecimiento de la minería. Por otro lado, se prevé un aumento de la demanda por gas natural por parte de Brasil y Argentina, ya que la actividad económica de estas economías se recuperaría gradualmente. Complementariamente, las inversiones de YPF también dinamizarán el sector de hidrocarburos.

En cuanto al sector externo, se estima que en 2009 la cuenta corriente presentará un déficit de alrededor 2,5% del PIB, debido principalmente al menor valor de exportaciones, disminuciones moderadas de las

remesas recibidas y al incremento de las importaciones destinadas a proyectos principalmente en hidrocarburos y minería. El nivel del déficit es comparable a los de Perú y Uruguay y, según los estudios teóricos y empíricos, es la respuesta normal de una economía frente a una crisis como la actual, dada la naturaleza transitoria de la disminución de crecimiento relevante para Bolivia (Gráfico V.4).

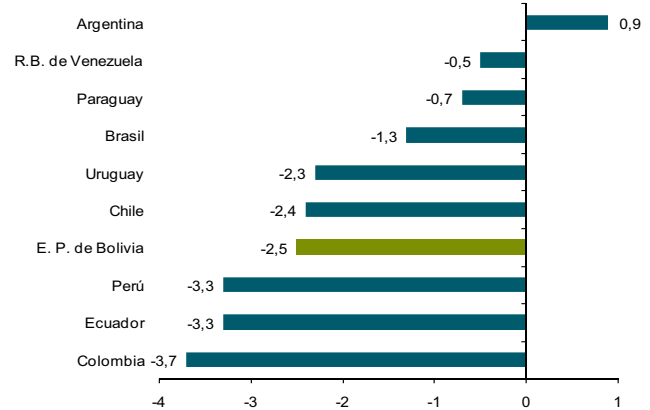
Las políticas del BCB continuarán orientadas a promover bajas tasas de inflación, mitigar los efectos de la crisis económica internacional y mantener la estabilidad financiera. En ese sentido, mientras persista la contracción económica global y las turbulencias en el mercado internacional es recomendable mantener la orientación expansiva de la política monetaria y la prudencia en la política cambiaria. No debe entenderse como que el tipo de cambio mantendrá invariable su nivel, puesto que su trayectoria futura dependerá de la evolución en el contexto internacional y de las modificaciones que se presenten en los determinantes o fundamentos del tipo de cambio. Esto, por supuesto, siempre supeditado al objetivo fundamental del BCB de mantener el poder adquisitivo interno de la moneda nacional, contribuyendo de esta manera a la estabilidad macroeconómica y al desarrollo económico y social.

V.3. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

En esta sección se fundamenta el comportamiento más probable sobre la evolución de los precios para el segundo semestre de 2009 y el año 2010, coherente tanto con el escenario interno como con el externo descrito en las dos secciones precedentes.

Las perspectivas de inflación para el segundo semestre de 2009 indican que continuará el período de estabilización o "desinflación", aunque de manera más moderada que la observada durante los dos primeros trimestres del año. Para la gestión 2010, se espera un leve efecto de rebote en el primer semestre por efectos de base de comparación y debido a las secuelas que se observarían si se presenta el fenómeno El Niño sobre la división de alimentos, de concretarse hacia finales de 2009 o principios de 2010, para luego mostrar una estabilidad gradual hacia fines de ese año. No obstante, se prevé que de darse este fenómeno su intensidad será menor a la observada en gestiones pasadas, especialmente 2007.

GRÁFICO V.4: CUENTA CORRIENTE EN 2009
(Proyectado, en porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2009)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En lo que respecta a los componentes de la inflación fuera del núcleo, los principales supuestos que respaldan las proyecciones asumen que los precios de los bienes agrícolas no perecederos, particularmente granos (maíz, trigo, arroz, soya, entre otros), continuarán descendiendo de manera gradual en lo que resta de 2009, producto de las condiciones climatológicas favorables que están permitiendo una buena campaña de invierno. También se prevé que los precios de los productos perecederos (frutas, legumbres, verduras y tubérculos) seguirán un comportamiento similar. Como se mencionó previamente, este escenario está sujeto a la intensidad y duración de fenómenos climáticos como El Niño.

Por otra parte, no se proyectan cambios importantes en los precios de los servicios regulados (comunicaciones, energía eléctrica, educación, pan entre otros), cuyos ajustes ya se realizaron a principios de año; y se asume una modificación leve en 2010, producto de la baja inflación que se observará este año, para mantener los precios relativos constantes.

Con relación a los combustibles y transporte, el escenario central de la inflación no considera modificaciones en el periodo de proyección. En el primer caso se asume que el Gobierno no alterará su política de subsidios a los precios de los combustibles; y, en el segundo, se presume que la caída de la inflación y de los precios de insumos importados y el mantenimiento de los costos de los combustibles desaliente la realización de ajustes en las tarifas por parte del sector transporte.

Asimismo, se prevé que el núcleo inflacionario, aquel indicador que responde en mayor medida a las acciones de política monetaria y cambiaria, termine de consolidar su estabilización en el segundo semestre de este año, ya que la mayor parte de los artículos que lo componen -alimentos no volátiles y bienes y servicios no regulados- ya habrían ajustado sus precios hacia la baja. Por tal razón, se estima que este indicador no sufrirá de oscilaciones de magnitud significativa en lo que resta de la gestión y en el transcurso del próximo año, sino que se estabilizaría en torno a sus niveles de mediano plazo.

Por su parte, los indicadores alternativos de presiones inflacionarias como el IPPIM, ICC o el IPC de

actividades remuneradas, tendrían un comportamiento similar al del indicador núcleo, conducta que estaría de cierta forma subordinada al desempeño que tenga la economía mundial en el segundo semestre del 2009. Por ejemplo, se espera que el IPPIM siga cayendo, aunque levemente, a medida que la inflación de los países vecinos descienda, ya que muchos de los insumos que utiliza la industria son de carácter importado y, una vez que esta situación se estabilice o se revierta, los precios de la industria manufacturera reflejarían tal comportamiento.

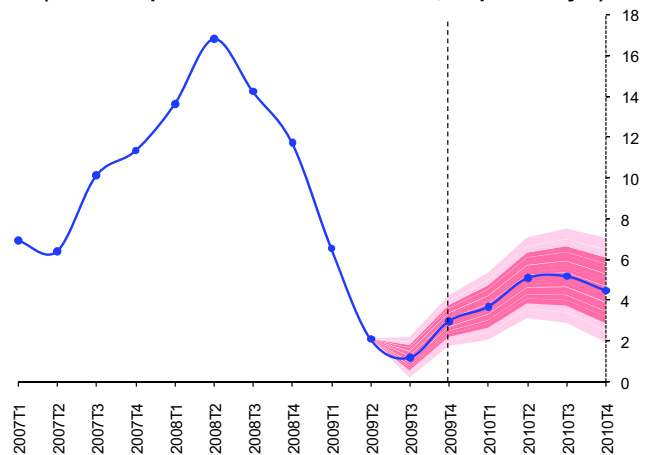
Algo similar ocurre con el ICC y con las remuneraciones a los servicios personales, que dependen parcialmente de lo que ocurra en el exterior. Por ejemplo, muchos artículos para la construcción son importados y sus precios han ido cayendo en los últimos meses; y lo propio ocurre con algunos servicios como la albañilería, cuya oferta ha ido aumentando en el país por efecto de la crisis que ha obligado a algunos bolivianos constructores que residían en el exterior a retornar a Bolivia para ofrecer sus servicios. Asimismo, la caída en las cotizaciones de los minerales ha obligado a muchos trabajadores de este sector a buscar oportunidades laborales en otros rubros, lo que puede presionar hacia un ajuste en las remuneraciones, pero como ya se señaló antes, la evolución de estos indicadores dependerá mucho de lo que pueda ocurrir con la economía mundial en el mediano plazo.

En conclusión, la lenta recuperación de la economía mundial, la estabilización de la inflación internacional, un buen desempeño económico nacional acompañado de un ambiente climatológico propicio serían los principales elementos que promoverían la consolidación de la inflación boliviana en un nivel bajo y estable (Gráfico V.5). El análisis cuantitativo y cualitativo señala que a finales de 2009 la inflación cerraría en un nivel cercano a 3%, en un rango entre 2% y 4%; mientras que en 2010 ésta podría estar en torno a 4,5% en un rango entre 3% y 6%

V.4. BALANCE DE RIESGOS

El escenario descrito anteriormente no está exento de riesgos, los que podrían implicar desvíos respecto a la proyección central de inflación; y ante los cuales el BCB actuará con firmeza para promover un entorno de inflación baja y estable en 2009 y 2010. A

GRÁFICO V.5: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación porcentual a fin de trimestre, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: La línea muestra la proyección más probable. El área clara (oscura) muestra el intervalo de confianza al 90% (70%)

continuación se describen los principales riesgos hacia el alza y hacia la baja.

El primer riesgo hacia el alza está relacionado a la probabilidad de un ajuste hacia el alza en los precios de servicios regulados, específicamente en las tarifas de transporte a nivel nacional. Como se mencionó en el presente IPM, se dieron muchas amenazas e incluso amagos de incremento de pasajes durante el mes de mayo en ciudades como Santa Cruz, donde se argumentaba que el incremento de precios en insumos y repuestos relacionados a la actividad habrían mermado los márgenes de utilidad de los transportistas.

También la evolución de la inflación está relacionada con el contexto externo, pues en la medida que la economía mundial experimente una rápida recuperación, que sería liderada por los países emergentes y en desarrollo, los principales precios de los *commodities* tenderán a ajustarse hacia el alza, con repercusiones en la inflación interna.

Por otra parte, según estimaciones de varios centros meteorológicos de prestigio a nivel mundial,⁴⁶ se prevé que hacia finales de 2009 ocurra nuevamente el fenómeno natural de "El Niño", aunque se desconoce cuál sería su magnitud. La dimensión de dicho evento podría incidir en un alza de los precios de alimentos de gran parte de los productos agropecuarios hacia finales de 2009 y principios de 2010.

Finalmente, en lo que respecta a movimientos cambiarios, en el Capítulo I se mostró que una parte de la caída en la inflación a partir de septiembre de 2008 fue producto de las depreciaciones de las monedas de nuestros principales socios comerciales frente al dólar estadounidense, tendencia que se revirtió en 2009. Por tanto, una mayor apreciación de estas monedas podría tornarse en un riesgo al alza en la inflación por su efecto en la inflación importada.

En la otra dirección, entre los riesgos hacia la baja, se pueden mencionar el buen desempeño del sector agropecuario observado en los últimos meses y las

⁴⁶ Proyecciones climatológicas de agencias internacionales (la NASA de Estados Unidos, la Oficina de Meteorología de Australia y otros) pronostican que la región podría ser afectada por un nuevo fenómeno El Niño hacia finales de la presente gestión e inicios de la siguiente.

perspectivas favorables de la campaña de invierno podrían generar un incremento de oferta de productos con posibles efectos adicionales a la baja de los precios de algunos productos agrícolas, llevando la inflación por debajo de su proyección central.

Lo anterior estaría muy relacionado con la continuidad o recrudescimiento de la recesión económica global por persistencia de las tensiones en los mercados financieros, que derivarían en una mayor escasez de financiamiento externo para las economías emergentes y en desarrollo. Asimismo, se podría generar una pérdida de confianza en la sostenibilidad fiscal de las economías avanzadas, producto de los fuertes déficit que se estarían generando con los programas de estímulos implementados.

En resumen, los riesgos están balanceados, por lo cual el BCB estará atento a la concreción de alguno de éstos con el fin de propender al cumplimiento de su función de controlar la inflación en el horizonte de política (12 a 24 meses). El Ente Emisor reitera su compromiso con la misión de preservar el poder adquisitivo de la moneda para contribuir al desarrollo económico y social del país.

Abreviaturas y siglas de utilización frecuente en esta publicación

AFP	Administradora (s) de Fondos de Pensiones
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ASOBAN	Asociación de Bancos Privados de Bolivia
ATPDEA	Acuerdo de Promoción Comercial Andina y Erradicación de Droga
BBV	Bolsa Boliviana de Valores
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BCO	Bancos
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
Bs.	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
CAC	Cooperativas de Ahorro y Crédito
CAF	Corporación Andina de Fomento
CAN	Comunidad Andina de Naciones
CAP	Coefficiente de Adecuación Patrimonial
CCIIF	Coefficiente de Compensación Inflacionaria de Instrumentos Financieros
CIN	Crédito Interno Neto
CIN-SPNF	Crédito Interno Neto del BCB al Sector Publico No Financiero
CPE	Constitución Política del Estado
CMV	Con Mantenimiento de Valor
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
COOP	Cooperativas
d/c	Del cual
DEG	Derechos Especiales de Giro
DEV	Saldo en Valor Presente Neto
DPF	Depósito a Plazo Fijo
DS	Decreto Supremo
e	Estimado
EE.UU.	Estados Unidos
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EFNB	Entidades Financieras No Bancarias
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
E.P. DE BOLIVIA	Estado Plurinacional de Bolivia
FBKF	Formación Bruta de Capital Fijo
FFP	Fondos Financieros Privados

FLAR	Fondo Latinoamericano de Reservas
FMI	Fondo Monetario Internacional
FONDO RAL	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos
ICC	Índice del Costo de la Construcción
ICTER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
INE	Instituto Nacional de Estadística
IP	Índice de Precios
IPE	Índice de Precios Externos
IPE-STC	Índice de Precios Externos de cada Socio Comercial
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPC-A	Índice de Precios al Consumidor de Alimentos
IPC-Agro	Índice de Precios al Consumidor de Productos Agrícolas
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 Inflacionarios
IPC-T	Índice de Precios de Productos Transables
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
IPC-SAC	Índice de Precios al Consumidor Sin Alimentos y Combustibles
IPC-NT	Índice de Precios de Productos No transables
IPM	Informe de Política Monetaria
IPPBX	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (Considera cotizaciones internacionales excepto para el gas natural)
IPPIM	Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero
IT	Impuesto a las Transacciones
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
IUE	Impuesto a las Utilidades de las Empresas
IVA	Impuesto al Valor Agregado
LF	Libra Fina
LT	Letras del Tesoro
M	Importaciones
M'1	Agregado monetario conformado por: M1 + Depósitos a la vista en ME y MVDOL
M'2	Agregado monetario conformado por: M2 + Caja de Ahorros en ME y MVDOL
M'3	Agregado monetario conformado por: M3 + Depósitos a Plazo y Otros, en ME y MVDOL
M1	Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV
M2	Agregado monetario conformado por: M1 + Caja de Ahorros en MN y UFV
M3	Agregado monetario conformado por: M2 + Depósitos a Plazo y Otros, en MN y UFV
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Publicas
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
MN	Moneda Nacional
MNDOL	Moneda Nacional expresada en Dólares
MNUFV	Moneda Nacional en UFV
MPC	Millar de Pie Cúbico
MUT	Mutuales

MVDOL	Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor respecto del Dólar estadounidense
n.d.	No disponible
niop	No incluidos en otra parte
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OMLP	Obligaciones de Mediano y Largo Plazo
OTF	Onza Troy Fina
p	Preliminar
pb	Puntos básicos o puntos base
PIB	Producto Interno Bruto
PND	Plan Nacional de Desarrollo
pp	Puntos porcentuales
RAL	Requerimiento de Activos Liquidos
R.D.	Resolución de Directorio
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROE	Rentabilidad sobre patrimonio (<i>Return On Equity</i>)
SAFI	Sociedade(s) Administradora(s) de Fondos de Inversión
SPNF	Sector Público No Financiero
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TGN	Tesoro General de la Nación
TM	Toneladas Métricas largas
TRe	Tasa de Referencia
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda



Ayacucho y Mercado
Tel: (591-2) 2409090
Fax: (591-2) 2406614
Casilla: 3118
www.bcb.gov.bo
La Paz - Bolivia