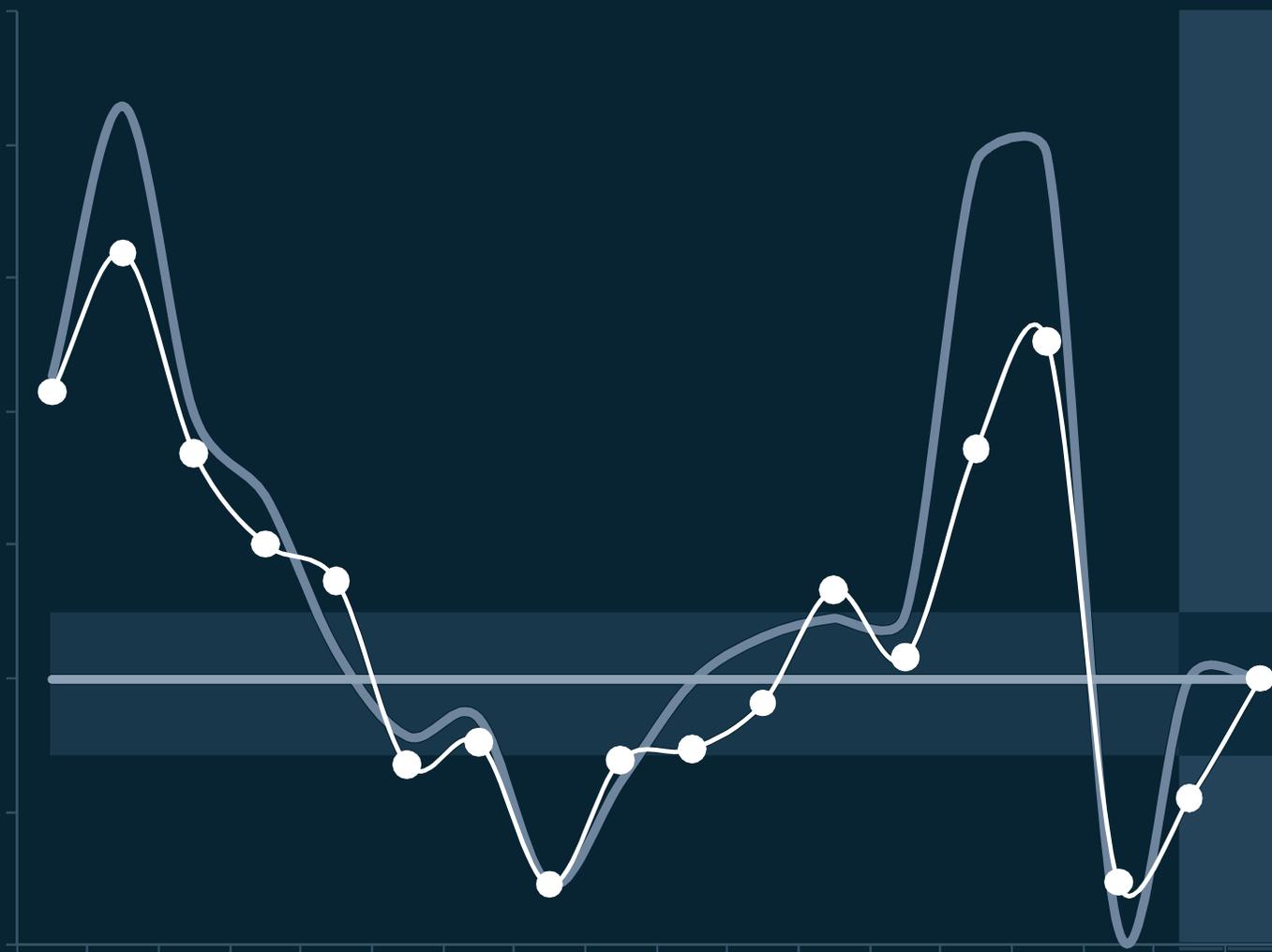


# INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2010



**Banco Central de Bolivia**

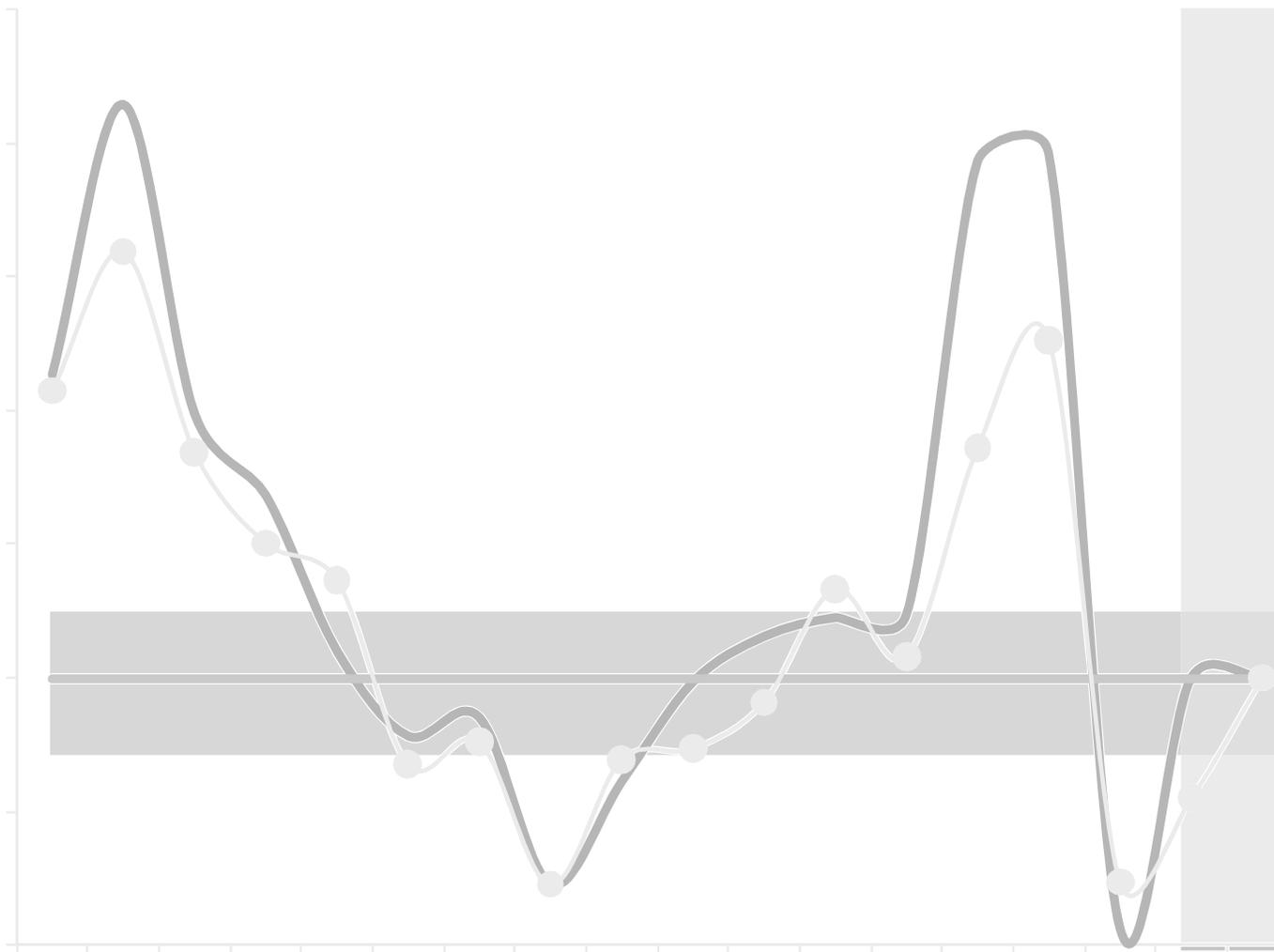
**INFORME *de***  
**POLÍTICA**  
**MONETARIA**

---

ENERO 2010

**Banco Central de Bolivia**







# Índice

PRESENTACIÓN .....	5
RESUMEN EJECUTIVO .....	9
I. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN .....	13
I.1 Evolución reciente de la inflación.....	13
I.2 Inflación por divisiones.....	16
I.3 Inflación por ciudades.....	17
I.4 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias.....	18
I.4.1 Precios al productor .....	18
I.4.2 Costos de la construcción .....	18
I.4.3 Actividades remuneradas.....	19
I.5 Factores que explican el comportamiento de la inflación.....	19
I.5.1 Efecto de las políticas aplicadas por el Gobierno y el BCB .....	20
I.5.2 El desvanecimiento de las expectativas inflacionarias .....	21
I.5.3 Efectos de los precios internacionales sobre la inflación .....	22
I.5.4 Favorable desempeño del sector agropecuario .....	24
Recuadro I.1: Repunte, caída y estabilización de la inflación.....	25
Recuadro I.2: Acciones establecidas por el Órgano Ejecutivo para luchar contra la inflación.....	28
II. CONTEXTO INTERNACIONAL.....	31
II.1 Actividad económica mundial .....	32
II.2 Precios de los productos básicos .....	36
II.3 Inflación internacional.....	37
II.4 Mercados financieros y movimientos de capitales .....	39
Recuadro II.1: Respuestas de política monetaria frente a la crisis .....	44
Recuadro II.2: Repercusiones de la crisis mundial en Bolivia.....	48
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO.....	51
III.1 Actividad económica y gasto.....	51
III.1.1 Actividad económica.....	52
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto.....	55
III.2 Finanzas públicas .....	55
III.3 Demanda externa y balanza de pagos.....	56
III.4 Intermediación financiera.....	58
III.5 Comportamiento de los agregados monetarios .....	60

IV. POLÍTICAS DEL BCB .....	63
IV.1 Política monetaria .....	64
IV.1.1 El programa monetario .....	64
IV.1.2 Operaciones de mercado abierto .....	67
IV.1.3 Encaje legal.....	69
IV.2 Política cambiaria.....	70
IV.2.1 Orientación de la política cambiaria .....	70
IV.2.2 Medidas complementarias .....	72
Recuadro IV.1: La bolivianización de la economía nacional.....	75
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN .....	79
V.1 Contexto internacional .....	79
V.2 Contexto nacional.....	82
V.3 Perspectivas de la inflación .....	84
V.4 Balance de riesgos.....	85
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE UTILIZACIÓN FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN .....	87

# Presentación

Una de las grandes lecciones de la crisis financiera más grave de los últimos ochenta años es que la política monetaria no volverá a ser la misma. En efecto, la aguda crisis financiera mundial exigió respuestas urgentes, oportunas y sin precedentes por parte de los bancos centrales, los cuales no solamente redujeron significativamente sus tasas de interés de política, sino que tuvieron que aplicar medidas de política monetaria no convencionales inyectando en la economía importantes cantidades de liquidez.

En la última década, varias economías latinoamericanas adoptaron esquemas de Metas Explícitas de Inflación, en los que la política monetaria es instrumentada por medio de la tasa de interés y complementada con alta flexibilidad cambiaria. La preferencia por este esquema llevó inclusive a señalar que la política basada en agregados monetarios era "cosa del pasado". Sin embargo, en plena recesión mundial la receta ortodoxa de reactivar la economía disminuyendo las tasas de interés fue insuficiente, porque llegaron a un nivel tan bajo que ya no podrían disminuir sin ser negativas. Entonces, los bancos centrales tuvieron que complementar la baja de tasas con un conjunto de medidas "heterodoxas" con objeto de inyectar liquidez en el sistema, lo que se ha denominado políticas de hoja de balance.

Varias economías desarrolladas aplicaron dicho enfoque, dada la magnitud del impacto de la crisis económica internacional. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra además de reducir la tasa a 0,5% decidió expandir la cantidad de dinero a través de la compra de activos, la expansión monetaria cuantitativa también llegó a Suiza y al Japón. La Reserva Federal de EE.UU. actuó de forma parecida adquiriendo valores

garantizados con hipotecas y Bonos del Tesoro estadounidense. En América Latina también se aplicaron este tipo de medidas con redenciones y/o recompras adelantadas de títulos públicos, líneas de crédito con el sistema financiero y/o préstamos con garantías sobre la cartera de crédito de las instituciones, y operaciones de reporto.

En el caso de Bolivia, en un contexto de decrecientes presiones inflacionarias, la política monetaria se orientó a apuntalar el dinamismo de la actividad económica y mantener la confianza en la moneda nacional. En este entorno, la medida central fue dotar de liquidez al sistema mediante redenciones netas de títulos a través de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), que resultaron en la reducción de las tasas en el mercado monetario, las cuales a su vez lograron inducir la disminución de las tasas en el sistema financiero, aunque en menor magnitud. Otras medidas relevantes fueron el aumento del requerimiento de encaje en moneda extranjera, con el objetivo de internalizar los costos de la dolarización, y la reducción del encaje en moneda nacional condicionado al aumento de la cartera en la misma moneda.

Al igual que en otros países, y por los efectos del descenso de los precios de los *commodities* a nivel mundial, en diciembre de 2009 la inflación fue menor a la proyectada. En efecto, la inflación observada en Bolivia fue de 0,26% menor a la tasa de 3% proyectada en el *Informe de Política Monetaria* (IPM) de julio de 2009. Los principales factores para el descenso de la inflación en el segundo semestre de 2009 fueron: i) el efecto de las medidas impulsadas por el Gobierno y el Banco Central de Bolivia (BCB), ii) el desvanecimiento de las expectativas de inflación, iii) el descenso de la

inflación importada y iv) por último y no menos importante, una mayor oferta interna de alimentos. Por estas razones, los indicadores de tendencia inflacionaria -que son los relevantes para decisiones de política monetaria- también descendieron y finalizaron 2009 cerca del 1%. Otros indicadores complementarios de inflación mostraron una tendencia a la reducción menos acentuada en los últimos meses y, en algunos casos, señales de reversión, lo cual sugiere que la corrección de precios o "desinflación", que se inició a mediados de 2008 estaría finalizando.

Para el presente bienio, el escenario más probable señala que la inflación convergería gradualmente hacia su meta de mediano plazo (4,0%), en un rango entre 3,5% y 5,5% en 2010 y de 2% y 6% en 2011. Esta tasa permite la suficiente movilidad de los precios relativos en una economía como la boliviana y, de esta forma, promueve la correcta asignación de recursos y, por ende, el crecimiento.

La baja inflación de 2009 estuvo acompañada de la mayor tasa de crecimiento, del orden del 3,7%, entre las economías de América Latina, impulsada tanto por el crecimiento de la demanda interna como por la gradual recuperación de la demanda externa. Así, a través de una política monetaria expansiva se contribuyó a apuntalar el dinamismo de la demanda agregada y por tanto al crecimiento de la economía. Para 2010 se estima un crecimiento del PIB en un rango entre 4,5% y 5,5%, impulsado por la demanda interna y los proyectos de inversión en hidrocarburos, minería e infraestructura; previstos en el programa de gobierno 2010-2015.

La política cambiaria aplicada frente a la crisis por parte de los bancos centrales, especialmente en América Latina, implicó un mayor grado de intervención en los mercados cambiarios, alejándose de la ortodoxia mencionada, debido a la alta volatilidad de las monedas por el pánico financiero, la contracción del crédito y las salidas de capitales. Los regímenes cambiarios de facto se apartaron de la libre flotación, para dirigir un rumbo del tipo de cambio nominal menos volátil. No obstante, debido a la recuperación de los precios de las materias primas y al retorno de los capitales, las monedas de los principales socios comerciales volvieron a apreciarse a niveles pre-crisis. Incluso algunos países emergentes aplicaron controles a las entradas de capital para evitar presiones sobre los tipos de cambio.

En el caso boliviano, la política de estabilidad cambiaria desde octubre de 2008 demostró que en un contexto de turbulencias financieras y cambiarias y dado el nivel excepcional de reservas internacionales y los buenos fundamentos macroeconómicos, habría sido una política inadecuada "seguir al vecino" con depreciaciones y apreciaciones bruscas. Las señales para la economía y el sistema financiero fueron las más apropiadas, se dieron mensajes tranquilizadores a los agentes económicos sobre el riesgo financiero y cambiario en línea de conservar la estabilidad del sistema financiero nacional, por lo que se preservó el proceso de bolivianización y se concluyó la gestión con buenos indicadores de solidez financiera.

Para el presente año, las recomendaciones en términos de política económica internacional continúan siendo de prudencia ya que la recuperación económica mundial aún es débil y diferenciada por regiones y países. En varios casos, la recuperación está sustentada en políticas monetarias y fiscales que han llevado a niveles elevados de endeudamiento fiscal, y el mercado se encuentra sensible a la disminución de las calificaciones de riesgo de algunos gobiernos. Adicionalmente, todavía se aprecia incertidumbre en las decisiones de inversión productiva de mayor maduración y en el comportamiento del consumo privado, debido al alto endeudamiento de los consumidores.

Por otra parte, si bien se estabilizaron los mercados financieros, pareciera que con el retorno a la euforia de los mercados bursátiles no habrían asimilado las advertencias de la historia, puesto que no se avanzó en su regulación, de modo que persisten las causas que dieron origen a la crisis. La excesiva liquidez debe desplazarse de las actividades especulativas a la economía real para lograr efectivamente una disminución del desempleo.

La política monetaria en nuestro país continuará con su orientación gradualmente expansiva en la primera parte de 2010, velando que la liquidez existente en la economía sea adecuada para apuntalar la demanda agregada, sin generar presiones inflacionarias. A su vez, la política cambiaria mantendrá la prudencia y estabilidad necesarias en una economía en proceso de bolivianización, sin descuidar los cambios en el contexto internacional y especialmente en los países vecinos. Cabe señalar que el BCB, en forma coordinada

con el Órgano Ejecutivo, evalúa constantemente los riesgos al alza o a la baja de la inflación, en especial de los indicadores de tendencia inflacionaria.

El BCB reitera su compromiso con la función asignada por la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia: el control de la inflación para contribuir al desarrollo económico y social del país. La literatura económica y la evidencia internacional señalan que una inflación baja promueve el uso eficiente de los recursos productivos. Cuando la inflación es alta los agentes económicos deben destinar más recursos reales para evitar pérdidas de valor de sus activos. Por otra parte, las decisiones económicas más importantes que toman los individuos y las empresas son usualmente decisiones de largo plazo. Entonces, mientras mayor sea la estabilidad macroeconómica en general y de precios en particular, estas decisiones serán oportunas y acertadas. En esa línea, una inflación baja y estable disminuye la incertidumbre que puede afectar negativamente la rentabilidad esperada de la inversión y, por tanto, el crecimiento en el largo plazo. Finalmente, el control de la inflación evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza,

especialmente en detrimento la población más pobre, que se caracteriza por tener menores mecanismos de defensa contra la inflación.

En resumen, el BCB rinde cuentas al Estado Plurinacional y pone a consideración del control social de la población el cumplimiento de su objetivo, mediante la publicación del presente IPM, que tiene dos propósitos. El primero, examinar y explicar la evolución general de los precios observada en el segundo semestre del año 2009, la situación económica que determinó este comportamiento y la aplicación de las políticas monetarias y cambiarias. El segundo corresponde a delinear las perspectivas más probables y riesgos sobre la inflación para el bienio 2010-2011. El presente IPM fue aprobado en sesión ordinaria del Directorio del ente emisor en fecha 5 de enero de 2010 y representa la visión institucional sobre las acciones que se están tomando para cumplir con la función descrita anteriormente y promover el "Vivir bien" de la diversa y pluricultural población boliviana.

**La Paz, enero de 2010**

## Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 4 de enero de 2010. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

# Resumen ejecutivo

En el segundo semestre de 2009 la tasa de inflación anual continuó disminuyendo y en diciembre cerró en 0,26%, nivel por debajo del pronosticado en el Informe de Política Monetaria (IPM) de julio de 2009. Los indicadores de tendencia inflacionaria, relevantes para decisiones de política monetaria, también descendieron y finalizaron la gestión cerca a 1%.

El descenso de la inflación en el segundo semestre fue menos acelerado que en el primero. Los factores que explicaron la disminución de la inflación fueron los efectos de las políticas aplicadas por el Gobierno y el BCB, el desvanecimiento de las expectativas de inflación y el abatimiento de la especulación, la disminución de la inflación importada y la mejora en la producción agrícola que facilitó el normal abastecimiento de los mercados. Asimismo, la corrección a nivel internacional de los precios de *commodities*, determinó que la inflación observada sea más baja que la proyectada en anteriores informes, de manera similar a lo ocurrido en otros países de la región.

De esta manera, luego que la inflación repuntó durante 2007 y 2008 por una serie de choques, ésta entró en una fase de corrección desde mediados de 2008, los distintos indicadores muestran señales de que la variación de precios se estaría estabilizando para tender hacia su nivel de largo plazo. En este patrón tuvo alta incidencia la variación de precios de los alimentos, y en particular la de los importados, los mismos que experimentaron fuertes correcciones hacia la baja, principalmente en el primer semestre de 2009. En la medida que los precios se acerquen a sus patrones normales, la inflación total también tenderá a sus niveles de largo plazo. Parte de este proceso se observó en el segundo semestre de 2009 reflejándose

en una menor incidencia absoluta de los precios de los alimentos y bebidas en la inflación total y en variaciones positivas de precios en ocho de las nueve ciudades capitales y, a nivel nacional, en las doce subdivisiones del IPC. Ello indica que las variaciones negativas de precios en algunos meses de 2009, correspondieron a una desinflación por corrección de precios y no a una deflación.

En el ámbito internacional a diferencia del primer semestre de 2009 que se caracterizó por la caída de los mercados financieros, volatilidad de los mercados cambiarios, paralización del crédito, contracción del comercio internacional y el aumento del desempleo; en el segundo se observó una recuperación económica diferenciada inicialmente por regiones, liderada por las economías emergentes, a las que posteriormente se sumaron los países adelantados y en desarrollo.

La sensación de pánico que amplificó y extendió la crisis internacional se fue disipando gradualmente. No obstante, la recuperación económica que aún es débil y diferenciada por regiones y países, está sustentada en las políticas monetarias y fiscales adoptadas por los gobiernos, y todavía se aprecia incertidumbre en las decisiones de inversión productiva de mayor maduración y en la confianza de los consumidores. En efecto, en los mercados financieros subsisten tensiones y cierta aversión al riesgo, y están muy sensibles a situaciones como el anuncio por parte del Fondo Estatal Soberano *Dubai World* de aplazar el pago de sus obligaciones y a las reducciones en la calidad crediticia de algunos gobiernos.

Por lo tanto, las expectativas de crecimiento están sujetas a la incertidumbre acerca de cuando y a que velocidad se retirarían (estrategia de salida) las políticas

fiscales y monetarias de estímulo de los gobiernos de las economías avanzadas y el consiguiente impacto en el comportamiento de los inversores privados, los consumidores y en la actividad económica.

La crisis global afectó a muchas economías de la región en magnitudes diferenciadas dependiendo de sus características particulares, tales como su vulnerabilidad externa, fiscal y financiera. Un aspecto común a las economías del mundo fue la reducción de la inflación, con magnitudes y velocidades diferenciadas por regiones y países, vinculado al comportamiento de los precios internacionales de los *commodities*, fundamentalmente alimentos y combustibles.

En el caso de la economía boliviana, la crisis global tuvo menores efectos ya que las respuestas de política fueron adecuadas y la economía contaba con buenas condiciones iniciales: crecimiento económico con alta participación de la demanda interna, sistema financiero sólido, cuentas fiscales y externas positivas, respaldo suficiente para sostener los sistemas de pagos interno y externo, entre otras. Sin embargo, tuvo repercusiones positivas sobre el comportamiento de la inflación e impactos moderados sobre las cuentas externas.

Con respecto a la actividad económica boliviana, la demanda interna continuó impulsando el crecimiento, gracias a la dinámica del consumo privado y de las políticas de protección social implementadas por el Gobierno. En lo que se refiere a la inversión, destaca el rol del estado en el aparato productivo con un crecimiento real de la inversión pública de 10% hasta el tercer trimestre, que se estima habría sido mayor al cierre de gestión debido a la ejecución en el último trimestre del año. Por el contrario, la inversión privada tuvo incidencia negativa, aunque se espera un mayor dinamismo durante 2010 debido a la liquidez en el sistema y la disminución de las tasas activas. Cabe destacar también que, a pesar de la reducción real de las exportaciones e importaciones, la incidencia de la demanda externa real fue positiva, principalmente por el superávit comercial a lo largo del año.

De esta manera, el Producto Interno Bruto (PIB) boliviano creció al tercer trimestre de 2009 a una tasa acumulada de 3,2% y se estima que en 2009 habría sido de alrededor del 3,7%. Ésta se constituye en la

mayor tasa de crecimiento entre los países de América Latina, varios de los cuales experimentaron tasas negativas de crecimiento económico, destacando los casos de Venezuela y Chile.

Entre los sectores no extractivos que contribuyeron a este resultado destacan las incidencias del Transporte y Comunicaciones (0,6%), Servicios de la Administración Pública (0,6%), Industria Manufacturera (0,5%). Asimismo, la Agricultura, Silvicultura Caza y Pesca (0,5%) presentó un mejor desempeño con relación a otras gestiones. En lo que respecta a la actividad extractiva no renovable, la minería continuó contribuyendo al crecimiento (0,7% de incidencia) aunque en menor medida que en 2008 cuando se observó un crecimiento extraordinario principalmente por la producción del proyecto San Cristóbal. En cambio, el producto agregado del sector de hidrocarburos disminuyó en 12,2% y tuvo incidencia negativa (0,8%), fundamentalmente por la reducción de las ventas de Gas con destino al Brasil. Excluyendo los sectores de minería e hidrocarburos, el crecimiento económico observado al tercer trimestre de 2009 fue superior al 4%, más alto que los dos últimos años.

Los datos al cierre del presente IPM muestran un superávit del Sector Público no Financiero (a noviembre de 2009) y de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (hasta el tercer trimestre). A pesar de los menores ingresos fiscales debido a la crisis internacional que incidió en un menor valor por exportaciones de hidrocarburos, el SPNF logró este resultado por la expansión controlada del gasto orientado a programas de protección social e inversión.

El superávit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos fue resultado del saldo positivo de la balanza comercial y del flujo de remesas provenientes del exterior. El valor de las exportaciones disminuyó 25,9% entre enero-octubre de 2009 respecto a similar periodo de 2008 al igual que en América del Sur, debido a la caída de las cotizaciones internacionales de los productos exportados, aunque conviene notar que el valor de las exportaciones supera al de 2007 y de años anteriores. En el caso de las importaciones de bienes, su valor disminuyó en 14,4%, destacando el incremento de la participación de las importaciones de bienes intermedios y de capital. Las remesas se mantuvieron en un nivel elevado y, aunque las cifras preliminares

al mes de octubre de 2009 indican un descenso de 7,5% respecto a similar período de 2008, éstas fueron superiores con relación a 2007 y años previos.

El saldo positivo de la balanza de pagos se reflejó en un incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB de \$us858 millones en 2009, totalizando \$us8.580 millones al 31 de diciembre de 2009. 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.

El sistema financiero en el transcurso del año preservó su estabilidad y solidez, y debido a su reducido vínculo con el sistema financiero internacional no fue afectado directamente por la crisis internacional. La actividad de intermediación financiera, principalmente en moneda nacional, continuó expandiéndose sin comprometer la estabilidad de las entidades financieras, lo que se ha reflejado en sólidos indicadores financieros al cierre de gestión.

Los depósitos y cartera presentaron un crecimiento sostenido. Un crecimiento más pronunciado en los primeros junto a las redenciones netas de títulos por Operaciones de Mercado Abierto (OMA) derivó en la acumulación de excedentes de liquidez en las entidades bancarias y en la disminución de las tasas de préstamos, condiciones que facilitarán el dinamismo del mercado crediticio y la actividad productiva.

Destaca el crecimiento de los depósitos en moneda nacional y la importante bolivianización de las colocaciones (36,5%, la más alta de las últimas dos décadas) inducida por la estabilidad cambiaria, las reducciones al encaje legal condicionadas al incremento de los créditos en moneda nacional, campañas realizadas por el BCB conjuntamente con las entidades financieras y otras medidas. En las obligaciones con el público, los depósitos se incrementaron en 24% y por primera vez el crecimiento de los depósitos en moneda nacional (Bs5.918 millones) fue mayor al de los denominados en moneda extranjera (Bs5.305 millones). Al interior de los depósitos en moneda nacional se observa una reducción de la participación relativa de los depósitos en UFV. La cartera del sistema financiero alcanzó a Bs41.323 millones con un incremento de Bs3.962 millones (10,6%), de los cuales los préstamos en moneda nacional fueron muy

superiores (Bs3290 millones) a los préstamos en moneda extranjera (Bs671 millones).

Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios, guardaron relación con la demanda de dinero, sus determinantes y, principalmente con la preferencia por moneda nacional. Este último factor, explica las fluctuaciones en las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en los últimos años.

En este entorno, las políticas del BCB acentuaron su orientación expansiva, iniciada en el cuarto trimestre de 2008, dirigida a moderar los efectos de la crisis global sobre la economía, sin dejar de precautelar el mantener una inflación baja y estable, como lo manda la Ley del BCB y la Constitución Política del Estado. La política expansiva se reflejó en menores tasas de interés del mercado monetario, que llegaron a niveles en torno a cero generando una reducción, aunque de menor proporción, en las tasas de interés del sistema financiero.

El tipo de cambio continuó estable desde la irrupción de la crisis económica internacional y permitió diluir las expectativas infundadas de depreciación de la moneda nacional como señala la encuesta que realiza el BCB de una convergencia de las expectativas con el tipo de cambio oficial. Además, las ventas de divisas del BCB a las entidades financieras y de éstas al público, declinaron sustancialmente, lo mismo que las transferencias al exterior y se preservó el proceso de desdolarización financiera y real.

Para el bienio 2010-2011 se estima una recuperación gradual de la economía mundial, pero de forma más acentuada en las economías emergentes. Aunque existe incertidumbre sobre la situación de los mercados financieros internacionales y la velocidad con que se retirarán los estímulos de políticas económicas, y es probable que el desempleo aún persista.

En cuanto a América Latina y el Caribe, luego de la caída estimada en 2009 entre 1,7% y 2,5%, ésta se recuperaría en 2010 entre 2,9% según el Fondo Monetario Internacional (FMI) y 4,3% según la Comisión Económica para América Latina (CEPAL). Según el FMI, ésta recuperación se consolidaría en 2011 con un crecimiento hasta 1pp superior a la de 2010.

En este contexto, se estima que en 2010 Bolivia tendría un crecimiento por encima del promedio de América Latina y el Caribe. El crecimiento proyectado, en un rango entre 4,5% y 5,5%, será impulsado por la demanda interna y los proyectos de inversión en hidrocarburos, minería e infraestructura; previstos en el programa de gobierno 2010-2015. En lo que respecta a la balanza de pagos, se estima que en 2010 la cuenta corriente termine con un déficit equivalente a 0,6% del PIB, explicado fundamentalmente por el incremento de las importaciones que demandarán los proyectos de inversión a ser implementados por las empresas públicas y la inversión extranjera.

Las perspectivas sobre la evolución de la inflación indican como escenario más probable que ésta se situaría en un rango entre 3,5% y 5,5%, en parte como consecuencia de los efectos que podría tener el fenómeno "El Niño" sobre la división de alimentos. En 2011 tendería a ubicarse a la meta de mediano plazo (4%). Estas previsiones suponen una gradual normalización de las condiciones económicas internacionales, la estabilización de la inflación internacional y el crecimiento de la actividad económica.

Entre los factores que podrían implicar una desviación de la inflación hacia el alza respecto al escenario más probable, destacan la intensidad con que se manifieste "El Niño", la posibilidad de ajustes en los precios administrados, el alza en los precios de los productos importados como consecuencia de la recuperación de la demanda externa, y las perspectivas sobre la evolución de la divisa estadounidense. El principal factor interno para un desvío hacia la baja sería un mejor desempeño de la oferta de productos en los mercados por incentivos gubernamentales y, en los

factores externos, el efecto de una recuperación de la economía mundial menor a la esperada y un aumento en la oferta mundial de alimentos mayor a la prevista.

En la primera parte de 2010 el BCB seguirá con la orientación actual de sus políticas, supeditadas a su función principal señalada en la Constitución Política del Estado de "...mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda para contribuir al desarrollo económico y social". La política monetaria velará porque la liquidez existente en la economía sea adecuada para apuntalar la demanda agregada, sin generar presiones inflacionarias. La política cambiaria mantendrá la prudencia y estabilidad necesarias en una economía en proceso de bolivianización, sin descuidar los cambios en el contexto internacional y el comportamiento de los fundamentos del tipo de cambio real. Cabe destacar que la intensidad y orientación de las políticas se analizan permanentemente en función de los cambios en la coyuntura nacional e internacional. Para este efecto, el BCB evalúa constantemente el balance de riesgos al alza y a la baja de la inflación y en coordinación con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas hace un continuo seguimiento de la evolución de la inflación y en especial de los indicadores de tendencia inflacionaria, análisis del cual se desprenden las medidas más apropiadas para el control de la inflación.

Finalmente, conviene señalar que el BCB en el marco del mandato constitucional está comprometido con el objetivo de velar por la estabilidad de precios para contribuir al desarrollo económico y social del país y promover el "Vivir bien" de la población boliviana. Por tanto, reaccionará oportunamente ante cualquier amenaza sobre la estabilidad de precios.

# I. Comportamiento reciente de la inflación

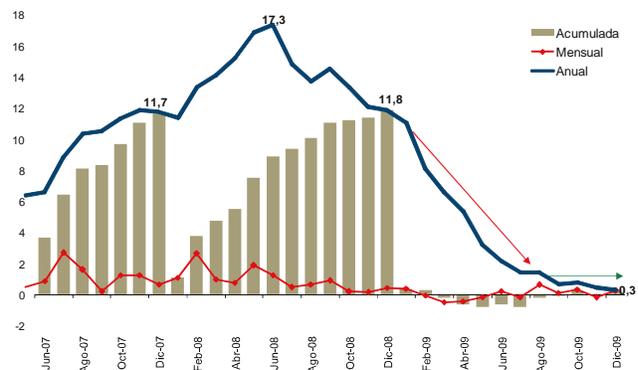
*Durante el segundo semestre de 2009 la inflación interanual continuó disminuyendo y alcanzó a diciembre una variación de 0,3%, valor menor al previsto en el Informe de Política Monetaria (IPM) de julio. El descenso fue menos pronunciado que el observado durante el primer semestre, reflejando que la economía estaría finalizando el proceso de ajuste hacia la baja para entrar en una fase de estabilidad de la inflación, tal como lo señalan los indicadores de tendencia inflacionaria que se ubicaron en torno a 1%. El comportamiento de los precios internos se explica principalmente por los efectos de las políticas económicas aplicadas por el Gobierno y el Banco Central de Bolivia (BCB), el desvanecimiento de las expectativas inflacionarias, el descenso de la inflación importada y el favorable desempeño del sector agropecuario. Sin embargo, debido a la disminución de las presiones importadas, en mayor medida de lo esperado, la inflación observada fue menor a la proyectada en el anterior IPM.*

## I.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

A diciembre de 2009 la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) calculado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) alcanzó 0,3%, mostrando que las fuertes presiones inflacionarias de los años 2007-2008 desaparecieron y que Bolivia gradualmente ingresaría en una etapa de estabilidad de la inflación (Gráfico I.1).<sup>1</sup>

En efecto, durante el segundo semestre de 2009 se registraron tasas de variación de precios negativas en los meses de julio y noviembre, ambas en torno a 0,2%. En agosto se registró la tasa de inflación mensual más elevada (0,6%), principalmente por el incremento del precio de la carne de pollo y algunas legumbres. Las tasas de inflación mensuales positivas en cuatro de los seis meses del segundo semestre reflejan la paulatina normalización de la variación anual de precios hacia valores positivos.

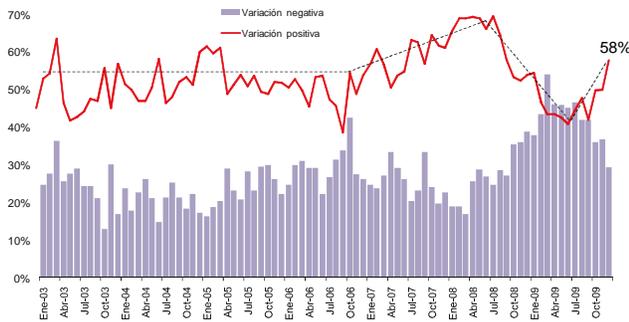
**GRÁFICO I.1: INFLACIÓN MENSUAL, ACUMULADA Y ANUAL**  
(En porcentajes)



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

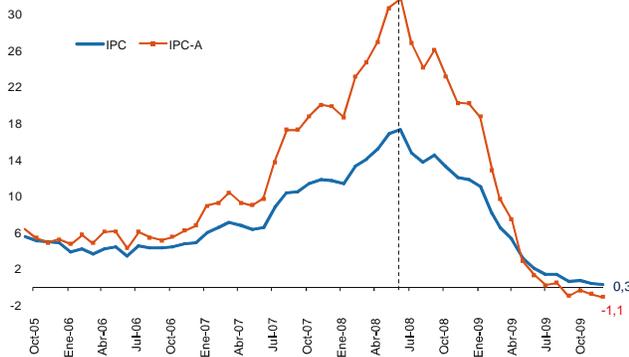
<sup>1</sup> Ver la sección de Perspectivas del Capítulo V.

**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

**GRÁFICO I.3: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN DE ALIMENTOS (Variación anual, en porcentajes)**



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

En efecto, la reducción de la tasa de inflación interanual durante el segundo semestre de 2009 fue menor que la observada durante el primero. Entre enero y junio se registró una caída de 9,7 puntos porcentuales (pp), equivalente a una reducción promedio de 1,6pp por mes. En tanto que, durante los seis últimos meses de 2009 la reducción fue de sólo 1,9pp, equivalente a una reducción promedio mensual de 0,3pp.

Este aspecto señala que la trayectoria de la inflación se estaría estabilizando, luego de haber sido afectada severamente por choques de oferta durante el período 2007 - septiembre 2008, que elevaron la inflación a niveles no vistos en varios años, para posteriormente entrar en una fase de desinflación<sup>2</sup> que se inició en el cuarto trimestre de 2008 y se consolidó durante 2009.

La corrección de precios y las señales de gradual estabilización son coherentes con la trayectoria del indicador del porcentaje de artículos que experimentan variaciones positivas en cada mes, los indicadores de tendencia inflacionaria relevantes para la toma de decisiones en materia monetaria y cambiaria, y la velocidad de expansión de la inflación.

El porcentaje de artículos de la canasta del IPC que experimentaron incrementos de precios en cada mes y que en promedio era de 55%,<sup>3</sup> se incrementó a 66% en junio de 2008 y tuvo una fuerte caída llegando a 41% un año después. A partir de julio de 2009 el porcentaje de productos cuyos precios registraron variaciones positivas comenzó a estabilizarse hasta alcanzar en diciembre 58%, cifra cercana al promedio histórico (Gráfico I.2).

Uno de los principales componentes que explicó la caída del porcentaje de productos cuyos precios aumentaron en el mes y de la inflación total fue el descenso de los precios de los alimentos. En efecto, el IPC de productos alimenticios (IPC-A) registró una sustancial disminución desde 32% en junio de 2008 hasta 1,3% en junio de 2009, y se ubicó en terreno negativo a diciembre de 2009 (-1,1%), 1,4pp por debajo de la variación del IPC total (Gráfico I.3).

<sup>2</sup> El término "desinflación" implica una reducción de precios desde niveles elevados hacia niveles de precios considerados normales o estables, definición totalmente diferente a la de deflación, puesto que ésta se entiende como una caída generalizada y continua de los precios hacia niveles negativos. También se conoce como estabilización.

<sup>3</sup> El promedio corresponde al período enero 2004 - mayo 2008.

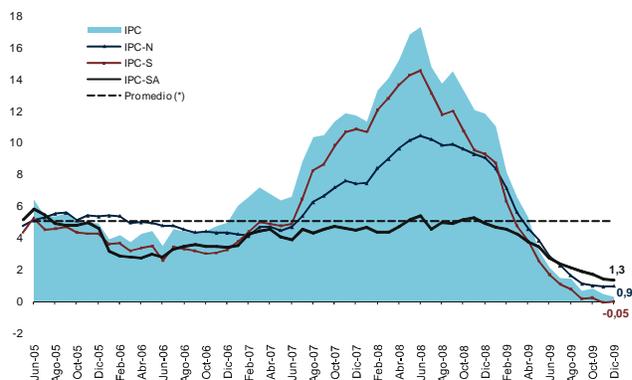
La evolución de los indicadores de tendencia inflacionaria mostró una gradual reducción con señales de estabilización.<sup>4</sup> A pesar de que la inflación subyacente (IPC-S) registró una variación anual levemente negativa de -0,05%, el núcleo inflacionario (IPC-N) estuvo cerca de 1,0% (Gráfico I.4), mostrando una caída de 8,1pp en doce meses. Asimismo, el IPC sin alimentos ni bebidas (IPC-SA), medida que no está afectada por las fuertes fluctuaciones de los precios de los alimentos, continuó con una leve tendencia descendente iniciada a principios de 2009, registrando una variación anual de 1,3%.

En términos descriptivos, la caída en la inflación subyacente y del núcleo se explicó por el comportamiento de los precios de los alimentos. Por ejemplo, la variación anual de los precios del rubro "Alimentos" que permanecen dentro del núcleo, pasó de 12,4% en diciembre de 2008 a 1,3% en el primer semestre de 2009. En el segundo semestre registró una variación interanual negativa de -2,2% y -1,1% en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente. 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 1,5% en diciembre 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 de 2008 a prácticamente 0% a fines de 2009. Al igual que en el caso del núcleo, el comportamiento de los precios de los alimentos determinó la trayectoria de este grupo de productos, destacando la evolución de los precios de los alimentos no perecederos que registraron una variación anual negativa de 17,1%. Este comportamiento estuvo influido por el descenso en los precios de la harina de trigo, el arroz y los fideos, debido al buen desempeño del sector agropecuario y a las medidas del Gobierno aplicadas desde 2007 para impulsar la producción y mejorar la distribución de estos productos.

<sup>4</sup> El IPC-N, IPC-S e IPC-SA son estimados por el BCB y componen el conjunto de indicadores que el Banco analiza para evaluar el rumbo de la inflación, entendida como el incremento generalizado y persistente de precios.

**GRÁFICO I.4: EVOLUCIÓN DE LAS MEDIDAS DE TENDENCIA INFLACIONARIA**  
(Variación anual, en porcentajes)



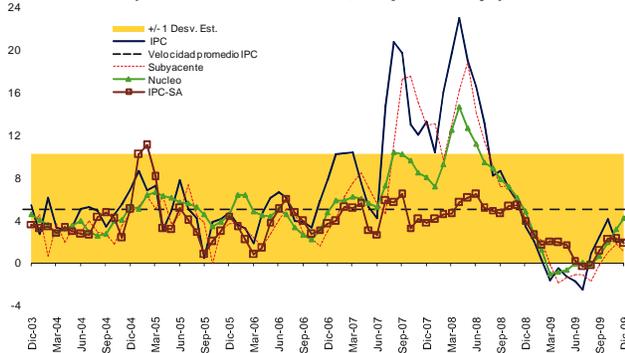
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: (\*) Promedio de la inflación anual de los últimos diez años  
IPC-N es el núcleo inflacionario  
IPC-S es el indicador de inflación subyacente  
IPC-SA es el indicador de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

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

	Dic-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09
<b>Núcleo</b>	<b>9,06</b>	<b>5,62</b>	<b>3,84</b>	<b>1,11</b>	<b>0,85</b>
Alimentos	12,44	4,67	1,29	-2,22	-1,11
No alimentos	7,61	5,90	4,60	2,11	1,54
Bienes	7,14	5,12	3,46	0,75	0,68
Servicios	8,56	7,45	6,86	4,82	3,23
<b>Fuera del Núcleo</b>	<b>14,24</b>	<b>7,43</b>	<b>2,63</b>	<b>0,23</b>	<b>0,03</b>
Alimentos	23,20	10,17	4,30	-0,40	-0,59
Perecederos	22,42	10,20	5,82	1,87	1,53
No Perecederos	29,62	9,91	-7,14	-17,53	-17,13
Transporte	-1,44	1,13	1,14	0,82	0,11
Regulados	7,40	7,28	0,64	1,28	1,34
Combustibles	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Inflación total</b>	<b>11,85</b>	<b>6,56</b>	<b>2,12</b>	<b>0,64</b>	<b>0,26</b>

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

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



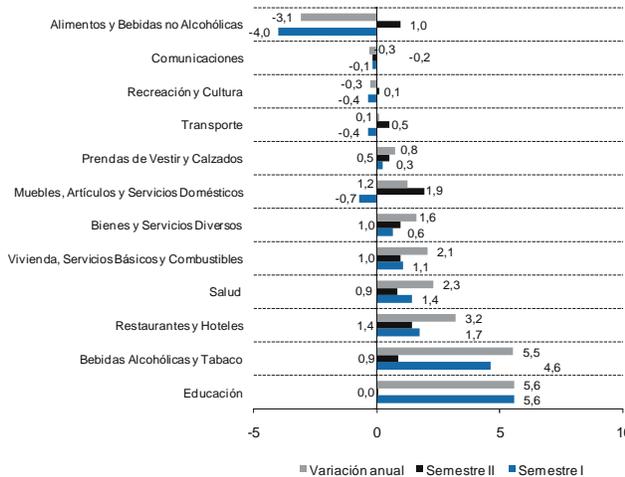
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: (\*) Calculada como la variación anualizada del promedio móvil de la serie desestacionalizada

Por su parte, el servicio de transporte registró una variación anual positiva de 0,1% en 2009. Los bienes y servicios regulados también tuvieron incidencia moderada puesto que se incrementaron en 1,3% por el leve aumento en los precios de los servicios de agua potable y empleada doméstica, mientras que los precios de los combustibles (gasolina, gas natural y gas licuado) no registraron variación ya que continuaron subvencionados por el Gobierno.

Por otra parte, la velocidad de expansión de la inflación para distintos indicadores también sugiere la moderación del descenso de la inflación y la perspectiva de que retorne gradualmente a niveles normales en el mediano plazo, en torno a la meta de 4%. En particular, la velocidad de expansión del núcleo inflacionario se estaría acercando a su velocidad promedio (Gráfico I.5). Asimismo, los indicadores de velocidad asociados a la inflación total, subyacente e IPC-SA se encuentran dentro de la banda de confianza, luego de haber permanecido por debajo de ésta durante varios meses en 2009.<sup>5</sup>

**I.2 INFLACIÓN POR DIVISIONES**

**GRÁFICO I.6: VARIACIÓN DEL IPC POR DIVISIONES EN 2009**  
(Variación semestral y anual, en porcentaje)



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

Las divisiones que experimentaron la mayor variación en el año 2009 fueron: educación (5,6%), bebidas alcohólicas y tabaco (5,5%), y restaurantes y hoteles (3,2%), mientras que la división que registró el mayor descenso de precios en la gestión y que incidió de forma significativa en el comportamiento del IPC total fue la de alimentos y bebidas no alcohólicas, -3,1% (Gráfico I.6).<sup>6</sup> Cabe destacar que en el segundo semestre casi todas las divisiones registraron variaciones de precios positivas, lo cual confirma que no se experimentó el fenómeno de deflación y que la fase de desinflación, por corrección de precios que experimentaron fuertes incrementos en el pasado, estaría llegando a su fin.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> La banda de confianza está construida a partir del cálculo de la velocidad promedio de la inflación de los últimos 10 años, alrededor del 5%, a la que se le suma y resta una desviación estándar. Dicha banda corresponde a la resaltada en el Gráfico I.5.

<sup>6</sup> La ponderación de la división de alimentos en Bolivia es 27%, una de las más altas de la región, por lo que las variaciones de precios de esta división tienen una fuerte repercusión sobre la tasa de variación del IPC. Si se incluyen bebidas y alimentos consumidos fuera del hogar esta ponderación llega a cerca del 40%.

<sup>7</sup> El IPM de julio de 2009 incluye un recuadro denominado "Desinflación y Estabilización de Precios".

Como se mencionó, la reducción de la inflación en la gestión 2009 se debió en gran parte a la disminución de los precios de los alimentos. Éstos contribuyeron en promedio con 3,5% a la inflación total en los dos primeros trimestres de 2008, mientras que en 2009 se registraron incidencias negativas en los dos primeros trimestres del año y en el cuarto trimestre la incidencia de la división de alimentos fue 0,1%, casi la cuarta parte de la inflación total (Gráfico I.7).

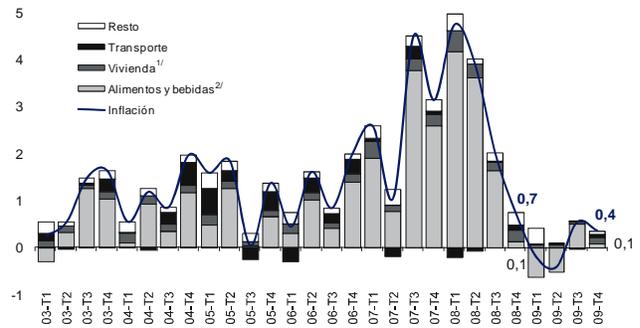
De la misma forma, si se analizan los diez artículos con mayor incidencia inflacionaria por trimestres, se evidencia que más del 50% corresponden a alimentos, porcentaje que fue cercano al 80% en el último trimestre de 2009. Es de destacar también la estacionalidad de los precios de algunos servicios como los de la división educación, cuyos ajustes se realizan generalmente a inicios de gestión (Cuadro I.2). Asimismo, destaca el incremento de la carne de pollo en el tercer trimestre del año, asociado a los temores generados por la gripe AH1N1 que provocó un incremento de la demanda por este producto y su consiguiente incremento de precio.

### I.3 INFLACIÓN POR CIUDADES

Con relación al comportamiento de la inflación anual de las ciudades del eje central,<sup>8</sup> se observa que las tres ciudades estuvieron muy cercanas al promedio nacional durante casi todos los meses de la gestión 2009, lo que no ocurría en gestiones pasadas, donde generalmente las tasas de las ciudades de Cochabamba y Santa Cruz se encontraban por encima de la tasa nacional. En diciembre de 2009, el IPC de las ciudades de La Paz y El Alto registró una tasa de variación anual del orden de -0,2%, mientras que las ciudades de Santa Cruz y Cochabamba anotaron tasas de 1,0% y 0,5%, respectivamente (Gráfico I.8).

En la primera mitad del año, las nueve ciudades mostraron variaciones negativas de precios con excepción de Santa Cruz. Por el contrario, en el

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



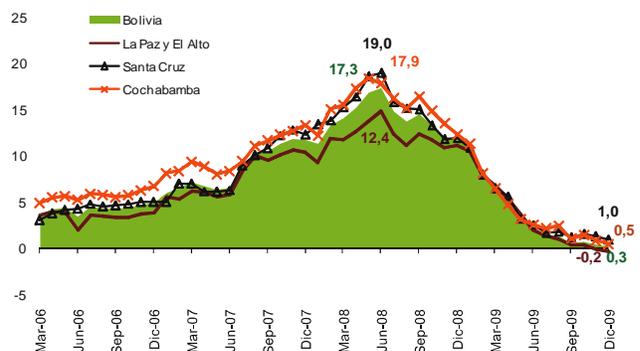
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 1/ Agrupa las siguientes divisiones: vivienda, servicios básicos y combustibles, y muebles, artículos y servicios domésticos  
 2/ Agrupa las siguientes divisiones: alimentos y bebidas no alcohólicas, bebidas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

**CUADRO I.2: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA DEL IPC CON MAYOR INCIDENCIA INFLACIONARIA TRIMESTRAL**

Artículos con mayor incidencia	I Trimestre	II Trimestre	III Trimestre	IV Trimestre
Tomate	0,08	0,12		
Cebolla entera	0,09		0,12	
Arveja	0,04			
Cerveza	0,03			
Alquiler de la vivienda	0,04	0,03	0,06	
Material escolar	0,04			
Educación primaria	0,08			
Educación secundaria	0,06			
Educación superior universitaria	0,06			
Almuerzo	0,08	0,02		0,05
Queso críollo		0,05		
Huevo de gallina		0,02		
Servicio de suministro de agua potable		0,02		
Pimentón/morrón		0,02		
Haba		0,02	0,04	
Locoto		0,01	0,04	
Choclo		0,01		
Pollo entero			0,15	
Zanahoria			0,05	0,04
Mandarina			0,04	
Empleada doméstica			0,03	0,07
Plátano/guineo/banano			0,03	
Presas de pollo			0,03	
Papa				0,26
Naranja				0,04
Carne con hueso de res				0,05
Azúcar granulada				0,03
Servicio de transporte interdepartamental				0,03
Servicio de transporte interprovincial				0,03
Sábalo				0,03
I. Incidencia de los 10 artículos más inflacionarios	0,59	0,34	0,60	0,63
I.1 De los cuales alimentos y bebidas	0,31	0,28	0,51	0,50
Participación de los alimentos más inflacionarios (I.1/I)	54%	84%	85%	79%

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

**GRÁFICO I.8: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL EJE CENTRAL DEL PAÍS<sup>1/</sup>**  
(Variación anual, en porcentaje)



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

<sup>8</sup> Las ciudades capitales del eje central, conformado por La Paz (incluido El Alto), Cochabamba y Santa Cruz, tienen actualmente un peso de 85% en la ponderación de la canasta, mientras que el 15% restante está distribuido entre las otras seis ciudades capitales.

segundo semestre, Cobija fue la única ciudad que mostró una variación negativa de precios (Cuadro I.3).

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

Entre los indicadores complementarios de presiones sobre la evolución de los precios se analizan: el índice de precios al productor industrial manufacturero (IPPIM), el índice de costos de la construcción (ICC) y el índice de actividades remuneradas (IPC-REM). De acuerdo a estos tres indicadores también se observa una reducción significativa de las presiones inflacionarias y que ya se estarían presentando importantes señales de estabilización.

**CUADRO I.3: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN POR CIUDAD**  
(Variación semestral y anual, en porcentaje)

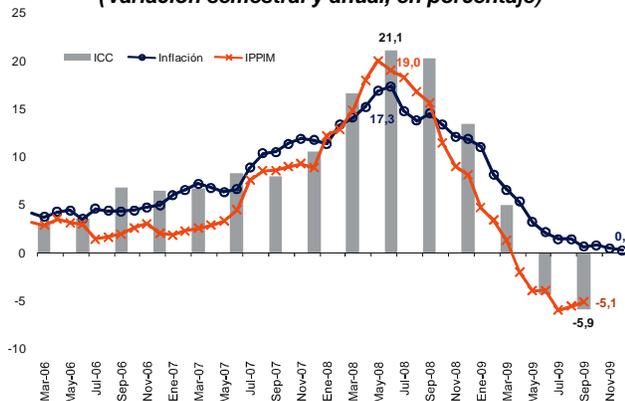
	2009		Variación anual
	1er. Semestre	2do. Semestre	
Bolivia	-0,62	0,89	0,26
Sucre	-0,94	0,78	-0,16
La Paz	-1,22	0,99	-0,25
Cochabamba	-0,47	1,02	0,54
Oruro	-2,51	1,26	-1,28
Potosí	-3,29	0,98	-2,35
Tarija	-0,74	1,00	0,25
Santa Cruz	0,15	0,81	0,96
Trinidad	-0,71	0,16	-0,55
Cobija	-4,21	-0,05	-4,26

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

**1.4.1 Precios al productor**

El INE calcula y publica con periodicidad trimestral el IPPIM, con base en la información de establecimientos dedicados a la producción y comercialización de artículos industriales manufactureros y permite cuantificar la evolución de los precios al productor de la actividad industrial.

**GRÁFICO I.9: INFLACIÓN, ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN (ICC) E ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO (IPPIM)<sup>1/</sup>**  
(Variación semestral y anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
<sup>1/</sup> La última información disponible del IPPIM e ICC corresponde a septiembre de 2009  
ICC es el índice de costos de la construcción  
IPPIM es el índice de precios al productor industrial manufacturero

El IPPIM está estrechamente relacionado con el comportamiento del IPC, ya que muchas de las actividades industriales influyen en los precios finales de los artículos que conforman la canasta básica del IPC, entre estas actividades se tienen: la matanza de ganado y la preparación de carne, la fabricación de productos lácteos, la producción de aceites comestibles, la molienda, etc.

La evolución observada del IPPIM en 2009 ha sido coherente con el comportamiento del IPC. Al mes de septiembre, este indicador se ubicó en torno a -5% confirmando la tendencia descendente que se había manifestado a partir del máximo nivel alcanzado en junio de 2008 (19%, Gráfico I.9). Este comportamiento se debe a la reducción de precios de varios de los insumos importados utilizados por la industria nacional, así como por la mayor oferta de productos agropecuarios en el país.

**1.4.2 Costos de construcción**

El ICC muestra la evolución de los precios de los principales materiales de construcción y los costos de

mano de obra 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, al igual que el IPPIM, guarda una estrecha relación con los artículos de la canasta del IPC, en este caso con la división de vivienda, servicios básicos y combustibles, específicamente con productos como el cemento, los ladrillos, la pintura, y los servicios de albañilería.

A partir del segundo trimestre de 2008, período en el que registró su máxima tasa de crecimiento (21,1%), la variación anual del ICC ha venido disminuyendo trimestre a trimestre, incluso mostrando tasas negativas en el segundo y tercer trimestre de 2009, -4,3% y -5,9%, respectivamente (Gráfico I.9). Este comportamiento se explica principalmente por el descenso de precios de materiales como el fierro de construcción y las remuneraciones a personal calificado (supervisores y directores de obra).

### 1.4.3 Actividades remuneradas

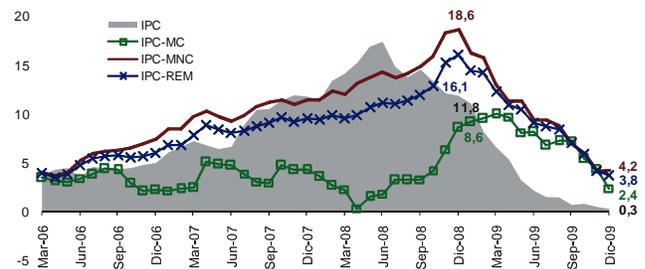
Utilizando componentes que corresponden a servicios personales del IPC, el BCB ha construido tres indicadores de precios de actividades remuneradas: i) el IPC-MC que es el índice de precios de la mano de obra calificada, que incluye las remuneraciones de actividades tales como las consultas médicas en centros de salud, ii) el IPC-MNC que toma en cuenta las remuneraciones a servicios no calificados como la albañilería o las empleadas del hogar y iii) el IPC-REM que agrupa a las dos anteriores.

Se puede apreciar que los tres indicadores han seguido la tendencia del IPC con rezagos, y se ubicaron entre 2,4% y 4,2% en diciembre de 2009 (Gráfico I.10).

## I.5 FACTORES QUE EXPLICAN EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN

El análisis efectuado por el BCB identificó que los factores que explican el comportamiento descendente de la inflación en el segundo semestre de 2009 son similares a los identificados en el IPM de julio de ese año. Entre ellos se destacan los siguientes: los efectos de las políticas aplicadas por el Gobierno y el BCB, el desvanecimiento de las expectativas, las menores presiones inflacionarias externas y el mejor desempeño del sector agropecuario.

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



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

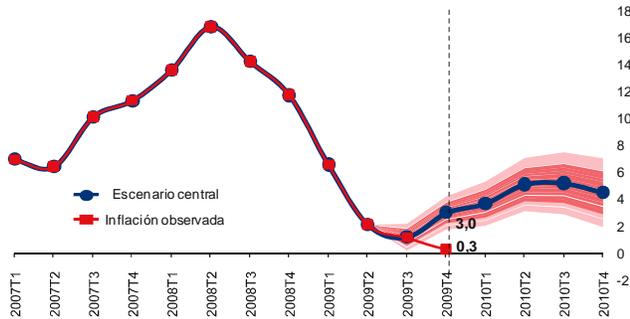
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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

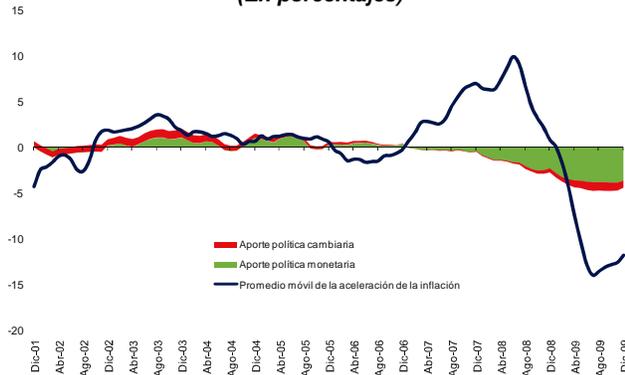
IPC-REM es el indicador de precios de todas las actividades remuneradas del IPC

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



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 entre el 70% y 90% en torno al nivel central. Los datos expuestos corresponden a la inflación anual calculada con base al IPC promedio trimestral

**GRÁFICO I.12: EFECTO ESTIMADO DE LAS POLÍTICAS DEL BCB**  
(En porcentajes)



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

La reducción de las presiones inflacionarias importadas debido a la crisis económica internacional, fue mayor a la esperada, materializándose uno de los riesgos hacia la baja que se destacaron en el balance de riesgos del IPM de julio de 2009. Este aspecto determinó que la inflación observada se ubique por debajo del nivel proyectado en dicho IPM (Gráfico I.11, ver Recuadro I.1).

**1.5.1 Efecto de las políticas aplicadas por el Gobierno y el BCB**

Entre 2007 y 2008, la economía nacional atravesó un período de alta variación de precios, situación ante la cual las autoridades encargadas de ejecutar la política económica, adoptaron una serie de disposiciones. El Gobierno Nacional implementó medidas orientadas a garantizar el normal abastecimiento de los mercados, a través de la creación de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), el Fondo para Reestructuración de la Seguridad Alimentaria y Apoyo Productivo, el financiamiento productivo por parte del Banco de Desarrollo Productivo (BDP), en línea con la política de fortalecimiento de la capacidad productiva del país iniciada en 2006. Adicionalmente se aplicaron otras medidas como la importación y comercialización de productos de primera necesidad, la prohibición de exportaciones de determinados productos alimenticios, la lucha frontal contra la especulación y el agio, entre otros. El saldo positivo en las cuentas fiscales, y el control del gasto público formaron parte de las medidas anti-inflacionarias (Ver Recuadro I.2).

Por su parte, a pesar de que el BCB viene aplicando desde octubre de 2008 una política contracíclica para moderar los embates de la crisis internacional, los efectos de la política contractiva aplicada en 2007 y 2008 todavía se percibieron en el nivel general de precios. En efecto, por su propia naturaleza, las políticas del BCB actúan con rezagos.

En términos más específicos, según análisis del BCB y estudios internacionales, se estima que las medidas de política monetaria y cambiaria actúan con efectos rezagados entre 12 y 24 meses. Es decir, la intervención que se realiza en un mes específico tiene resultados que se distribuyen en el tiempo y cuyo efecto pleno se manifiesta varios meses después. De este modo, las medidas aplicadas por el ente emisor en 2007 y 2008 continuaron teniendo efectos y con mayor ímpetu durante el primer semestre de 2009, con la clara disminución de la tendencia inflacionaria.

Tanto el aporte acumulado de la política monetaria como el de la cambiaria a la reducción de la inflación alcanzaron su máximo nivel a mediados de 2009 (Gráfico I.12). En adelante, se mantuvo constante e incluso comenzó a disminuir; lo que estaría explicado por el cambio en la orientación de las políticas del BCB, de contractiva desde 2007 a septiembre de 2008 a expansiva a partir de esa fecha al presente.

En virtud a los rezagos señalados, durante el segundo semestre de 2009 el BCB continuó con la orientación expansiva iniciada a finales de 2008 con el fin de amortiguar los efectos colaterales de la crisis externa. En el marco de sus atribuciones, en materia monetaria continuó reduciendo la colocación de títulos públicos y disminuyó el encaje en moneda nacional. En materia cambiaria y concordante con sus fundamentos, mantuvo estable el tipo de cambio.

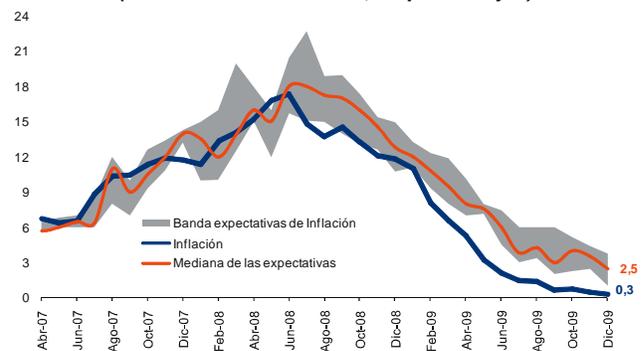
La reducción de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) ha sido uno de los principales instrumentos utilizados por el BCB para inyectar liquidez a la economía. Más aún, la reciente disminución del encaje legal en moneda nacional persigue similar fin, además de buscar dinamizar el mercado crediticio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

De esta forma, se busca que la inflación tienda en el presente bienio a su meta de mediano plazo (4%), luego del repunte en 2007-2008 y la estabilización en 2009. Para ello, se está empleando una orientación prudentemente expansiva para completar el proceso de normalización monetaria.

### 1.5.2 El Desvanecimiento de las Expectativas Inflacionarias

Otro aspecto adicional que explica el descenso reciente de los precios son las expectativas sobre la evolución futura de la inflación. Sobre la base de 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 2009 hasta ubicarse en 2,5% en el mes de diciembre (Gráfico I.13).

**GRÁFICO I.13: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO (\*)**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



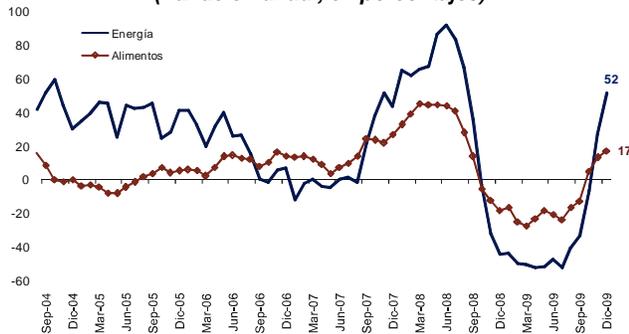
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: (\*) La EEE pregunta sobre cual será la tasa de inflación dentro de un año.

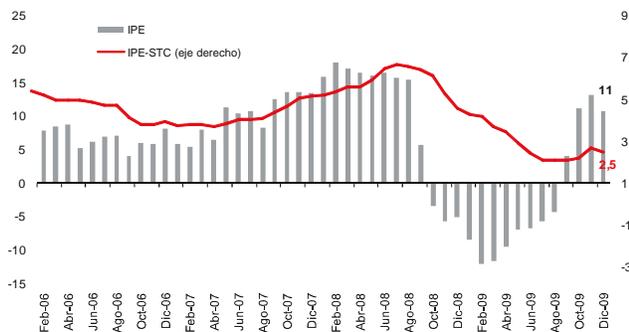
La banda muestra el rango entre el 25% y 75% de las respuestas ordenadas de menor a mayor

**GRÁFICO I.14: EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE COTIZACIONES INTERNACIONALES DE PETRÓLEO Y ALIMENTOS (Variación anual, en porcentajes)**



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

**GRÁFICO I.15: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA (Variación a doce meses, en porcentajes)**



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

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. En efecto, tal como se observa en el gráfico, las expectativas se mueven casi a la par que la inflación observada, comportamiento conocido como "expectativas adaptativas".<sup>9</sup> Este es un aspecto relevante, pues reduce la incertidumbre y la especulación.

### 1.5.3 Efectos de los precios internacionales sobre la inflación

Los efectos de la crisis económica internacional se han transmitido a nuestra economía principalmente a través de la caída en los precios de los principales *commodities* (combustibles y alimentos). Desde el punto de vista del objetivo de estabilidad macroeconómica, fue importante la evolución de los precios internacionales de alimentos, los mismos que declinaron en 13% entre 2008 y 2009; en el caso de los granos el descenso fue de 24%.<sup>10</sup> Aunque la caída de los precios de alimentos fue significativa desde mediados de 2008 hasta junio de 2009, éstos mostraron signos de recuperación a partir del segundo semestre (Gráfico I.14). Cabe destacar que los efectos del comportamiento de estos precios sobre los precios domésticos se transmiten de manera rezagada, por lo tanto, la recuperación de los mismos todavía no se refleja en el nivel de inflación.

La variación anual del índice de precios externos (IPE)<sup>11</sup> relevante para la economía boliviana experimentó una drástica caída entre septiembre de 2008 y febrero de 2009 como producto de las depreciaciones iniciales de las monedas de nuestros principales socios comerciales y la caída de sus inflaciones. A partir de marzo de 2009, el movimiento de las monedas de los países de la región se revirtió como consecuencia de la depreciación del dólar a nivel internacional implicando un cambio de tendencia en la variación del IPE hasta ubicarse en terreno positivo en septiembre de 2009 y llegar al cierre de la gestión a una variación anual de 11% (Gráfico I.15).

<sup>9</sup> Esto no implica que las expectativas no sean racionales, sino que los agentes consultados ponderan en una magnitud importante la inflación observada, como una de las principales señales para formular sus expectativas.

<sup>10</sup> World Bank, *Commodity Price Data*, Noviembre de 2009.

<sup>11</sup> El IPE es un promedio ponderado de la inflación de los 13 principales socios comerciales expresados en dólares estadounidenses.

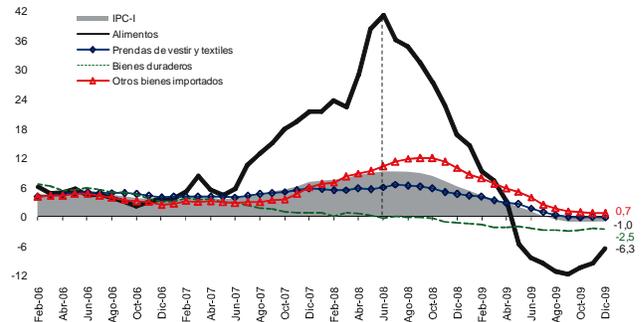
Sin embargo, si se aísla al IPE de las variaciones cambiarias (IPE-STC), la inflación internacional relevante se habría estabilizado en torno al 2,5% luego de haber estado cayendo marcadamente en los meses previos a junio de 2009 (Gráfico I.15). Este comportamiento, corresponde a la reducción generalizada de las tasas de inflación en la mayoría de los socios comerciales, entre los que destacan Chile, Estados Unidos y varios países europeos que han estado registrando tasas anuales negativas en los últimos meses. Por su parte, Perú y Colombia han registrado descensos significativos en sus tasas de inflación interanuales, ubicándose por debajo de sus metas de largo plazo.

Las menores presiones externas se han transmitido efectivamente a los precios internos desde hace varios meses y continuaron con efecto en el segundo semestre de 2009 debido a sus efectos rezagados. 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 a diciembre una variación interanual de -1,0% (Gráfico I.16). Este patrón obedece a la caída de los precios de los alimentos importados y en menor medida a los de bienes duraderos.

Los efectos de la crisis económica mundial no sólo redujeron las presiones inflacionarias al abaratar los bienes importados que forman parte del IPC, sino que además influyeron en la variación anual del componente de bienes transables (IPC-T)<sup>12</sup> que experimentó una importante reducción registrando valores negativos durante todo el segundo semestre hasta alcanzar en diciembre -1,5%. Por su parte, los precios de los bienes de características no transables (IPC-NT) presentaron una disminución moderada alcanzando una tasa anual de variación del orden del 2,5% (Gráfico I.17).

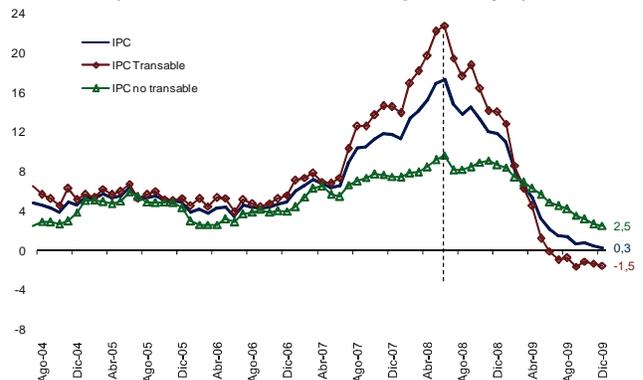
El comportamiento del IPC-I, IPC-T e IPC-NT desde junio de 2008 a diciembre de 2009, muestra la importancia que tuvo la crisis internacional sobre la inflación, ya que los precios de los productos importados

**GRÁFICO I.16: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS (\*)**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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.17: EVOLUCIÓN DEL COMPONENTE TRANSABLE Y NO TRANSABLE DEL IPC**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

<sup>12</sup> 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.).

y de carácter transable fueron los que experimentaron la mayor caída (24pp) y explican por qué la inflación total observada se ubicó por debajo de la proyección realizada en el IPM de julio de 2009. En cambio, los precios de los artículos producidos al interior de la economía y no comercializados internacionalmente (no transables), presentaron una reducción moderada de 7pp.

**1.5.4 Favorable desempeño del Sector Agropecuario**

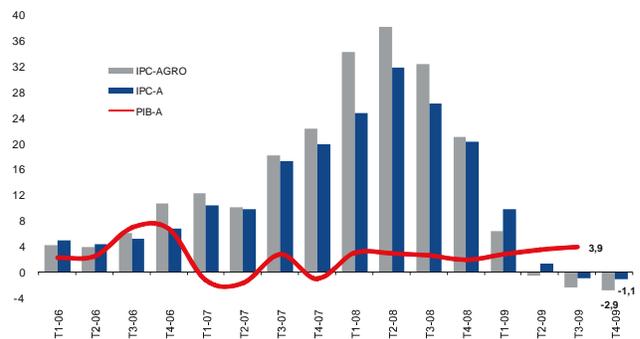
En el tercer trimestre de 2009, la actividad económica del sector agropecuario registró una tasa de crecimiento de 3,9% respecto a similar período de 2008, marcando su séptimo trimestre consecutivo de crecimiento positivo, luego de haber enfrentado los embates de fenómenos climatológicos en las gestiones 2007 y 2008 (El Niño y La Niña) que contrajeron la producción y dificultaron el transporte (debido al deterioro de los caminos) de productos alimenticios hacia los principales centros de expendio en las ciudades capitales del país.

Así, en los primeros seis meses del 2009 no se presentaron fenómenos climáticos adversos de magnitud y, si bien se ha declarado que El Niño ha comenzado a principios del cuarto trimestre de 2009, su impacto habría sido moderado y no se reflejó en la inflación de ese año.

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 y una mayor oferta interna. Entre los productos que experimentaron mayor reducción de precios se encuentran principalmente tubérculos y legumbres (Gráfico I.18).

Tal como se mencionó anteriormente, para este descenso fue importante la intervención del Gobierno que aplicó políticas de incentivo para la producción de alimentos, como la creación de EMAPA destinada a estimular la producción y comercialización 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.18: INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y CRECIMIENTO DEL PIB AGRÍCOLA**  
(Variaciones en cuatro trimestres, en porcentajes)



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

### RECUADRO I.1: REPUNTE, CAÍDA Y ESTABILIZACIÓN DE LA INFLACIÓN

En los últimos cuatro años la inflación interanual en Bolivia ha registrado un comportamiento disímil, que fue el común denominador tanto de las economías avanzadas como de las emergentes y en vías de desarrollo. Entre 2004 y 2006 la tasa de variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se hallaba en torno a un promedio anual de 4,8%. Sin embargo, en 2007 empezó a mostrar un comportamiento ascendente, acelerando su ritmo mensual, hasta alcanzar su máximo en junio de 2008 cuando registró una tasa de 17,3%. Contrariamente a la opinión de analistas, que asociaban este cambio brusco a un manejo discrecional de políticas económicas expansivas, los hechos mostraron que en este comportamiento concurren principalmente factores exógenos.

En efecto, si se examina de manera objetiva, se encuentra que la evolución del nivel de los precios fue resultado de un contexto internacional marcado por el alza mundial de precios de alimentos y de combustibles. Así, las restricciones de oferta de productos alimenticios resultante de cambios tecnológicos en la elaboración de biocombustibles y fenómenos climáticos que afectaron drásticamente la producción de bienes como los granos y cereales, presionaron al alza tanto los precios internacionales como los precios domésticos de los alimentos, derivando en una escalada inflacionaria, especialmente en los países con problemas de seguridad alimentaria, aspectos que en Bolivia están siendo encarados desde 2006.

A nivel nacional, entre los principales factores detrás del aumento de precios, además del incremento de los precios internacionales de los alimentos, destacaron la contracción de la oferta nacional agropecuaria como consecuencia de los fenómenos climáticos "El Niño" y la "Niña", que repercutieron de manera negativa en la producción de alimentos, problemas de abastecimiento de mercado como consecuencia de conflictos en algunas regiones del país, incertidumbre inflacionaria y especulación. Conviene notar que en Bolivia y Perú el incremento de los precios de los alimentos tiene un efecto especial en la economía debido a su elevada ponderación en la canasta del IPC.

La fase de descenso desde inicios del segundo semestre de 2008 se debió al papel importante de las medidas de política, tanto las aplicadas por el Gobierno para combatir la escasez de productos alimenticios, entre ellas, la prohibición de exportación de ciertos productos considerados sensibles y la creación de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA); como las implementadas por el BCB por medio de los instrumentos monetarios y cambiarios. También coadyuvó el buen desempeño del sector agropecuario por mejores condiciones climáticas y la caída de la inflación internacional, especialmente de alimentos y combustibles, como consecuencia de la recesión económica mundial.

Un comportamiento similar, primero de incremento de la inflación y un posterior descenso, se observó en la mayoría de las economías de la región, lo cual coincide con la evolución de los precios de los *commodities* y los cambios en la coyuntura internacional. Los países avanzados como EE.UU., la Zona del Euro y Japón también registraron reducciones del nivel de precios a lo largo de 2009, debido principalmente al severo deterioro de la demanda agregada en dichos países, como efecto de la crisis financiera internacional (Gráfico I.19).

**GRÁFICO I.19:**  
**INFLACIÓN DE BOLIVIA VS. PAÍSES AVANZADOS SELECCIONADOS**  
**(En porcentaje interanual)<sup>1/</sup>**



Fuente: Institutos de estadística de países seleccionados y *Bloomberg*  
<sup>1/</sup> Corresponde a los últimos datos disponibles

A partir del mes de julio de 2008, la inflación descendió en Argentina y Bolivia, y desde inicios de 2009 en forma más acelerada hasta el mes de julio en todos los países limítrofes, siendo más acentuada en Bolivia (Gráfico I.20).

En todo caso, la característica común en la mayoría de los países es que a inicios de 2010 la inflación anual se encuentra en niveles inferiores al promedio observado antes de la escalada de precios a nivel mundial. En el caso de los países vecinos, con excepción de Brasil y Uruguay, las tasas de inflación a doce meses se encuentran por debajo de las metas/proyecciones previstas por los respectivos bancos centrales. Durante la gestión 2009 varios de estos países, incluida Bolivia, revisaron sus proyecciones hacia abajo y aún así la inflación observada estuvo por debajo del límite inferior del rango estimado debido a la caída abrupta en los precios internacionales de productos básicos, incluidos los de alimentos (Cuadro I.4). Un caso atípico es Venezuela, que registró una tasa de inflación que casi duplica su meta de 15%.

**GRÁFICO I.20:**  
**INFLACIÓN DE BOLIVIA VS. PAÍSES VECINOS**  
**(En porcentaje interanual)<sup>1/</sup>**



Fuente: Institutos de estadística de países seleccionados y *Bloomberg*  
<sup>1/</sup> Corresponde a los últimos datos disponibles

**CUADRO I.4:**  
**INDICADORES DE INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS**  
**(En porcentajes)**

	Variación a 12 meses		Meta/Proyección	
	2008	2009	2008	2009
Bolivia	11,8	0,3	12,0	2,0 - 4,0
Brasil	5,9	4,3	4,5 ± 2,0	4,5 ± 2,0
Colombia	7,7	2,0	3,5 - 4,5	4,5 - 5,5
Chile	7,1	-1,4	2,0 - 4,0	2,0 - 4,0
Perú	6,7	0,3	1,0 - 3,0	1,0 - 3,0
Uruguay	9,2	5,9	4,0 - 6,0	3,0 - 7,0
R.B. de Venezuela	31,9	26,9	12,0	15,0

Fuente: Institutos de estadística y Bancos Centrales de países seleccionados

En Bolivia, a partir de agosto de 2009 la inflación se estabilizó finalizando con una tasa menor al 0,3%. Este comportamiento se debió en buena medida a las políticas ejercitadas por el Gobierno, los efectos rezagados de las políticas del BCB, el mejor desempeño del sector agropecuario, el control de las expectativas inflacionarias y las menores presiones de inflación externa.

Este panorama sugiere que los niveles observados de inflación en los países se corregirían para converger a sus tasas de mediano plazo. El caso de Bolivia no es ajeno a esta característica, ya que la misma se ha estabilizado en un valor positivo aunque bajo en relación al promedio del período previo al aumento, y se prevé que durante el 2010 tenderá a la inflación de largo plazo de 4% hasta converger a este nivel (Ver Capítulo V).

**RECUADRO I.2:  
ACCIONES ESTABLECIDAS POR EL ÓRGANO EJECUTIVO  
PARA LUCHAR CONTRA LA INFLACIÓN**

Entre 2007 y 2008, la economía boliviana atravesó por períodos de presiones en el nivel de precios, en un contexto de crisis mundial de alimentos, inflación internacional y fenómenos climatológicos internos (El Niño y La Niña). La inflación al cierre de 2006 fue de 4,95%, situándose en un rango aceptable por la Autoridad Monetaria, mientras que en 2007 y 2008 superó la cifra de un dígito. Sin embargo, como lo mencionan los Informes de Política Monetaria y los Reportes de Inflación publicados por el Banco Central de Bolivia (BCB), fueron los artículos correspondientes a la clasificación de alimentos los que explicaron en gran manera el crecimiento de los precios internos, tal es que en junio de 2008 la variación a 12 meses del índice de precios de alimentos estuvo por encima de 30% y explicaba más del 83% de la inflación total anualizada.

Las acciones implementadas por diversas Carteras del Órgano Ejecutivo, fundamentalmente en las gestiones 2007 y 2008, acordes a los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo (PND) en el que se establece como prioridad del Estado la seguridad y la Soberanía Alimentaria del País, fueron destinadas a garantizar el normal abastecimiento de productos en los mercados y a luchar contra el agio y la especulación, para de esta forma garantizar el abastecimiento de los mercados con el objetivo de frenar el crecimiento de los precios de los alimentos.

A continuación se detallan las principales normas puestas en vigencia en las gestiones 2007 y 2008:

**D.S. 29013 (18/II/2007)**

Se declara situación de emergencia nacional, como consecuencia de los fenómenos hidrometeorológicos o climáticos adversos, sucedidos en el país.

**D.S. 29040 (28/II/2007)**

Se autoriza al Ministerio de Hacienda, actualmente Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), el uso y redistribución de recursos de hasta el uno por ciento del total de egresos autorizados en el Presupuesto General de la Nación, destinados a atender las necesidades provenientes de los desastres naturales.

**D.S.28999 Y 29085 (01/II/2007 y 28/III/2007)**

Se generan las condiciones para la creación del Banco de Desarrollo Productivo SAM, institución que se constituye en el instrumento central para el financiamiento de las prioridades productivas y estratégicas establecidas en el PND.

**LEY 3692 (28/IV/2007)**

Se aprueba el contrato suscrito con el Banco Interamericano de Desarrollo por \$us10 millones, destinado a financiar el Programa para la Creación de un Fondo Empresarial, cuyo objetivo es contribuir al desarrollo productivo privado.

**D.S.29195 (18/VII/2007)**

Se autoriza la suscripción de un contrato de Fideicomiso, con el Banco de Desarrollo Productivo SAM por \$us18,5 millones dólares mismos que podrán incrementarse a \$us40 millones destinados a la compra, importación y comercialización de harina de trigo para su venta en efectivo a través de la Secretaría Ejecutiva PL-480.

**D.S.29228 (15/VIII/2007)**

Se autoriza la importación temporal de carne y animales a pie con arancel cero.

**D.S.29229 (15/VIII/2007)**

Suspender temporalmente la exportación de harina de trigo, trigo y manteca animal o vegetal y definir mecanismos para controlar el contrabando de estos productos así como establecer sanciones.

**D.S. 29230 (15/VIII/2007)**

Autorizar la creación de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), conformada con un capital inicial del TGN (Bs192 millones).

**D.S.29231 (17/VIII/2007)**

Se autoriza la constitución de un Fideicomiso por un monto de de hasta \$us10 millones, para la ejecución del programa de Repoblamiento Ganadero Bovino.

**D.S.29204 (25/VII/2007)**

Se autoriza al Ministerio de Hacienda, actualmente MEFP, a emitir certificados de notas de crédito fiscal, para el pago de tributos de importación y comercialización interna de harina de trigo.

**D.S. 29299 (3/X/2007)**

Se autoriza la constitución de un Fideicomiso, en beneficio de los pequeños productores agropecuarios por un monto de Bs.15,86 millones.

**D.S.29327 (31/X/2007)**

Se difiere el Gravamen Arancelario a cero por ciento, para la importación de maíz y arroz semiblanqueado o blanqueado, hasta el 31 de diciembre de 2007.

**D.S.29340 (14/XI/2007)**

Se autoriza la compra, importación y comercialización de arroz, para su venta en efectivo por medio de la Secretaría PL-480.

**D.S. 29418 (16/I/2008)**

Reduce temporalmente a cero por ciento (0%) el Gravámen Arancelario (GA) de la subpartida correspondiente a *diesel oil*, por el plazo adicional de un año.

**D.S.29446 (20/II/2008)**

Se amplía el destino de los recursos y vigencia del fideicomiso, establecido en el DS 29195, para la compra, importación y comercialización de arroz, manteca, maíz y harina de trigo a cargo de la Secretaría Ejecutiva PL-480.

**D.S. 29460 (27/II/2008)**

Difiere a cero por ciento (0%) el Gravamen Arancelario para la importación de algunos alimentos (animales, carne, trigo, maíz, arroz, harina de trigo, aceites y grasas vegetales) y prohíbe la exportación de algunos productos alimenticios (animales, carnes, trigo, maíz, arroz, harina de trigo), implementa mecanismos de control en el transporte, la distribución y la comercialización en el mercado interno de productos, refuerza la aplicación de los mecanismos de control de los mismos y amplía el alcance del Registro Estadístico de Exportaciones creado por el D.S. 29339 de 14 de noviembre de 2007.

**D.S. 29453 (22/II/2008)**

Creación del Fondo para la Reconstrucción Seguridad Alimentaria y Apoyo Productivo con un monto equivalente a \$us 600 millones, destinados a la solución de situaciones de encarecimiento de precios, desabastecimiento e inseguridad alimentaria emergentes de desastres, la reconstrucción de infraestructura productiva y social, así como la recuperación de los proceso productivos.

**D.S. 29576 (21/V/2008)**

Autoriza a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas la importación directa de bienes para su acopio y comercialización en el mercado interno cuando su oferta sea insuficiente o no se produzcan en el país.

**D.S.29625 (02/VII/2008)**

Se amplía el monto del fideicomiso del D.S. 29195 en \$us9.885.141.

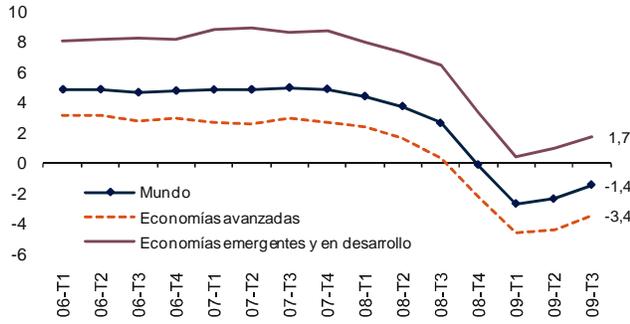
Todas estas acciones junto a la coordinación de la política económica en sus diversas instancias permitió consolidar la estabilidad macroeconómica en el país, tal es que a diciembre de 2009 la tasa de inflación anualizada cerró en 0,26%, todo este accionar fue destacado por el Fondo Monetario Internacional en su informe de Perspectivas Económicas Regionales: Latino América y el Caribe. Al respecto y en las cuatro últimas gestiones, la orientación de la política cambiaria y monetaria junto a las acciones del Órgano Ejecutivo, enmarcadas en el propósito de mantener la estabilidad de precios, se fortalecieron con los resultados superavitarios del balance fiscal de las operaciones del Sector Público. Este ahorro, permitió al Sector Público No Financiero reducir sus niveles de financiamiento y acumular depósitos en el Ente Emisor, mismos que coadyuvaron al control de la liquidez.

## II. Contexto internacional

*El inicio del año 2009 estuvo caracterizado por la acentuación de la crisis económica más grave de los últimos ochenta años, la cual se caracterizó por la caída de los mercados financieros, la volatilidad de los mercados cambiarios, la paralización del crédito, la fuerte contracción del comercio internacional, la caída de los precios de los commodities y el significativo aumento del desempleo. Esta crisis, inicialmente se generó en las economías industrializadas y posteriormente se extendió a las economías emergentes y en desarrollo.*

*A partir del segundo trimestre de 2009, se observó una recuperación económica diferenciada, encabezada por las economías emergentes y después, en el segundo semestre, se extendió a países adelantados y en desarrollo. Ello se tradujo en el alza de los precios de los commodities, especialmente de productos mineros, lo que demostró que el impacto aunque severo fue de corta duración. Sin embargo, aparece como una recuperación débil y aún no consolidada. Por su parte, los mercados financieros y de divisas tendieron a estabilizarse, disminuyendo su volatilidad aunque permanece en niveles relativamente elevados. Las bolsas de valores lideraron la recuperación para retornar a sus niveles pre-crisis. En las economías emergentes y algunas economías en desarrollo se observó una significativa disminución de los spreads soberanos y el resurgimiento de la entrada de los flujos de capital. No obstante, todavía subsisten las tensiones financieras y una aversión al riesgo por parte de los inversionistas, aunque mucho menor que durante la crisis.*

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



FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (octubre de 2009)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

## II.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

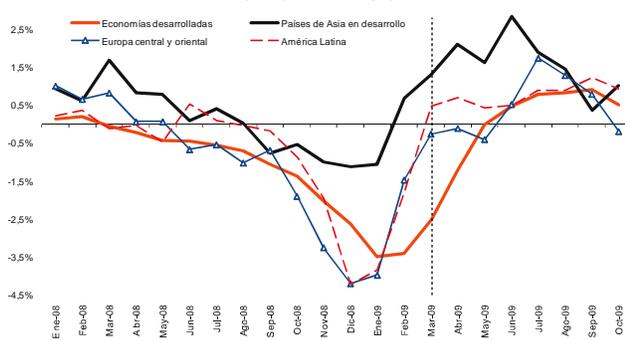
A partir del segundo trimestre de 2009, la economía mundial presentó señales de recuperación, principalmente en las economías emergentes y en desarrollo, a la par que las condiciones financieras tendieron a estabilizarse y las bolsas de valores a recuperarse. A nivel global, la reactivación ha estado impulsada por políticas públicas adoptadas frente a la crisis: importante estímulo monetario cuantitativo y cualitativo (Ver Recuadro II.1); y medidas fiscales de apoyo a la actividad y de fortalecimiento del sector financiero, seriamente dañado por la crisis.

Estas medidas disiparon la posibilidad de que la crisis financiera y económica tenga una mayor profundidad y duración como se estimó anteriormente. De esta forma, se apuntaló la demanda y quedó alejada la posibilidad de una depresión mundial similar a la de la década de los años treinta. El restablecimiento de la trayectoria hacia la recuperación económica, estuvo liderada por las economías emergentes y en desarrollo, encabezadas por los países asiáticos, destacándose el comportamiento de China e India (Gráficos II.1 y II.2).

Sin embargo, la recuperación del empleo ha sido lenta y es probable que continúen tasas de desempleo elevadas para el 2010 por la fuerza de la contracción y las características de una recuperación no intensiva en empleo.

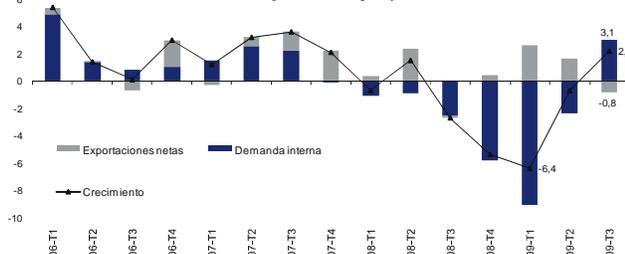
Después de cuatro trimestres consecutivos de contracción del PIB de Estados Unidos, éste tuvo en el tercer trimestre de 2009 un crecimiento positivo de 2,2% (Gráfico II.3). Este comportamiento es consistente con el observado en el trimestre previo, cuando la caída del PIB se moderó a 0,7%, debido a la recuperación de la demanda interna, las exportaciones y el gasto público, los que compensaron la contribución negativa de la inversión fija no residencial.

**GRÁFICO II.2: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL POR REGIONES**  
(En porcentaje)



FUENTE: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.3: CRECIMIENTO DEL PIB DE EE.UU.**  
(Tasa anualizada desestacionalizada e incidencias en porcentajes)



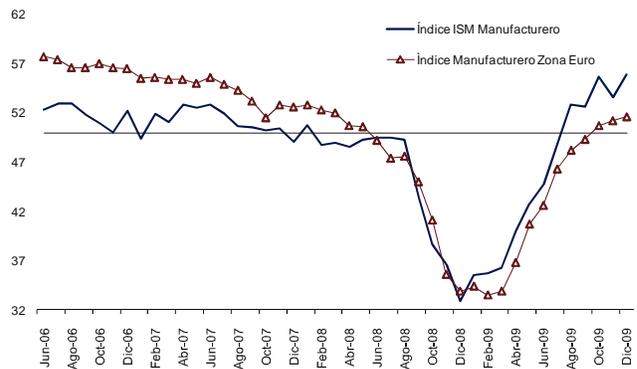
FUENTE: Bureau of Economic Analysis  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

La recuperación también se vio reflejada en el comportamiento positivo de los índices de producción industrial. Este patrón se observó tanto en bienes durables como no durables según el índice de producción industrial de la Reserva Federal y el del Instituto para la Administración de la Oferta (ISM por su sigla en inglés). Este último se expandió en el mes de diciembre, alentado por nuevas órdenes de compras, especialmente de artículos de vestir (Gráfico II.4).

Si bien la economía estadounidense muestra señales de recuperación, el número de desempleados alcanzó a los 15,4 millones en noviembre de 2009, lo cual equivale a una tasa de desempleo de 10%. Conviene recordar que justo antes del inicio de la recesión (diciembre de 2007), el número de desempleados era de 7,5 millones y la tasa de desempleo de 4,9% (Gráfico II.5).

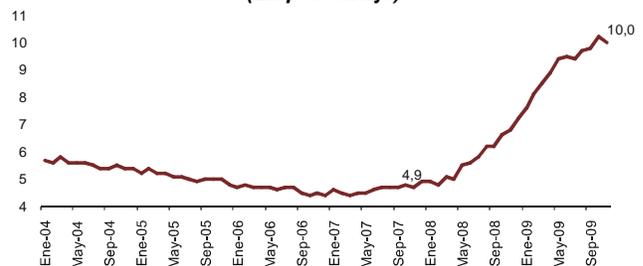
De igual forma, la Zona del Euro mostró una fuerte contracción del producto durante la primera parte del 2009. Sin embargo, esta área económica se fue recuperando debido a las políticas monetarias y fiscales que se aplicaron, aunque en inicio de forma tímida. Es así que al tercer trimestre registró un crecimiento leve pero positivo de 0,4% impulsado principalmente por las exportaciones (Gráfico II.6). Asimismo, la recuperación inicial de sus principales indicadores industriales privados en los últimos meses fue una señal positiva (Gráfico II.4), la cual fue contrarrestada por la caída de la producción industrial en octubre de 2009 de 0,6%, especialmente de productos durables y no durables, en contraposición al crecimiento de bienes intermedios.

**GRÁFICO II.4: ÍNDICADORES DEL SECTOR INDUSTRIAL DE ESTADOS UNIDOS Y LA ZONA DEL EURO (50=nivel de producción normal)<sup>1/</sup>**



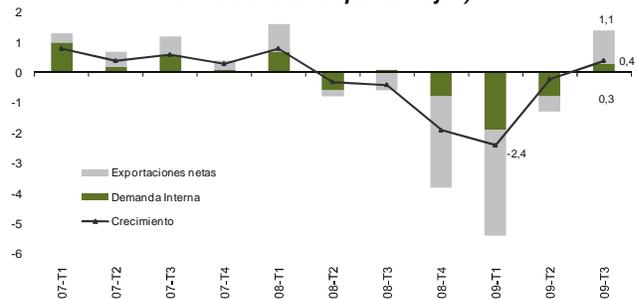
FUENTE: *Institute for Supply Management y Bloomberg*  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> Los índices se encuentran en equilibrio cuando toman el valor de 50, correspondiente al nivel de producción normal

**GRÁFICO II.5: TASA DE DESEMPLEO EE.UU. (En porcentaje)**



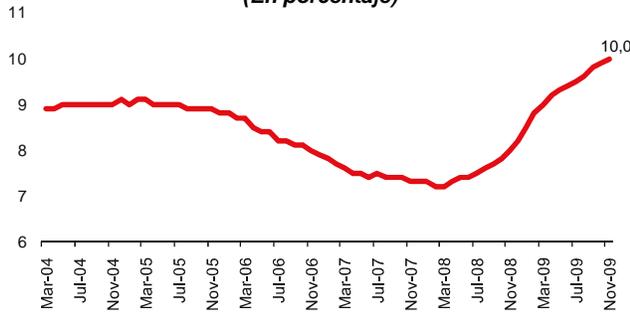
FUENTE: *Bloomberg*  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.6: CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO (Tasa de crecimiento trimestral desestacionalizada e incidencias en porcentajes)**



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

**GRÁFICO II.7: TASA DE DESEMPLEO ZONA DEL EURO**  
(En porcentaje)

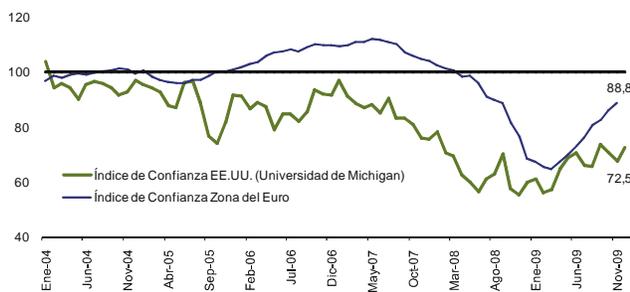


FUENTE: *Bloomberg*  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

El mercado laboral al mes de noviembre de 2009 mostró una tasa de desempleo similar a la de EE.UU., 10,0% (Gráfico II.7). Este guarismo implica que 22,5 millones de personas estuvieron desempleadas en ese período, destacando las altas cifras en Latvia y España (en torno a 20%).

Tanto en EE.UU. como en Europa, los índices de confianza están todavía en niveles bajos y erráticos. En el caso de EE.UU., la recuperación gradual de la confianza a diciembre de 2009, se explica por los descuentos en los precios y mejores expectativas acerca de la actividad y el empleo. Mientras que Europa ha mostrado una mejora sostenida, con ocho meses consecutivos de crecimiento<sup>13</sup> (Gráfico II.8).

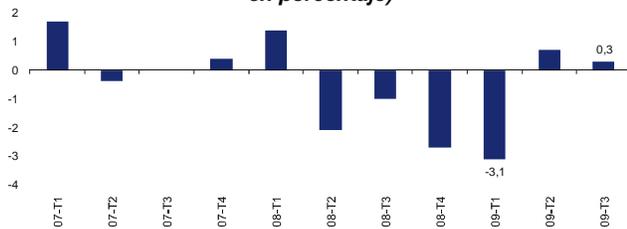
**GRÁFICO II.8: ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES EN EE.UU. Y LA ZONA DEL EURO**  
(Índices mensuales, 1966=100 y 2000=100, respectivamente)<sup>1/</sup>



FUENTE: *Bloomberg*  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> El nivel base que toman estos índices es 100

Por su parte, Japón ha sido una de las economías desarrolladas más afectadas por la crisis, principalmente por la caída de sus exportaciones, el debilitamiento tanto de la demanda interna, y las condiciones financieras más restrictivas. Sin embargo, este país registró desde el segundo trimestre tasas de crecimiento positivas (Gráfico II.9), aunque todavía moderadas. Inclusive, el crecimiento del tercer trimestre (0,3%) fue menor al esperado, porque la caída de la inversión no pudo ser contrapesada por el crecimiento de las exportaciones (Gráfico II.10).

**GRÁFICO II.9: CRECIMIENTO DEL PIB JAPÓN**  
(Tasa de crecimiento trimestral desestacionalizada, en porcentaje)



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

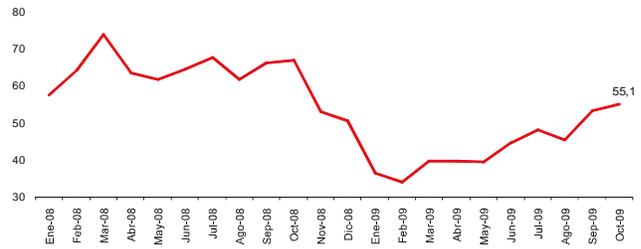
<sup>13</sup> Información disponible a noviembre de 2009.

En cuanto a los países emergentes y en desarrollo, al comienzo de la crisis éstos sufrieron el fuerte golpe provocado por el desplome de la demanda externa. El restablecimiento de las economías emergentes y de otras economías en desarrollo ha estado encabezado por el resurgimiento asiático, en particular de China e India. Al igual que en los países desarrollados, el repunte estuvo impulsado por el estímulo aplicado en materia monetaria y fiscal, el cual incrementó la demanda interna y sostuvo las tasas de crecimiento en niveles positivos (Gráfico II.11). Por su parte, otras economías emergentes se han visto beneficiadas por la recuperación de los precios de las materias primas, así como por los marcos de política económica más sólidos que en crisis anteriores y por un retorno de los capitales externos.

América Latina ha mostrado señales de recuperación, beneficiada por la mejora de la situación internacional del mercado financiero y de materias primas, las políticas contracíclicas adoptadas como la reducción de las tasas de interés, el aumento de la participación crediticia de la banca estatal, la expansión del gasto público y programas sociales relacionados con subsidios al consumo y apoyo a familias más pobres.<sup>14</sup>

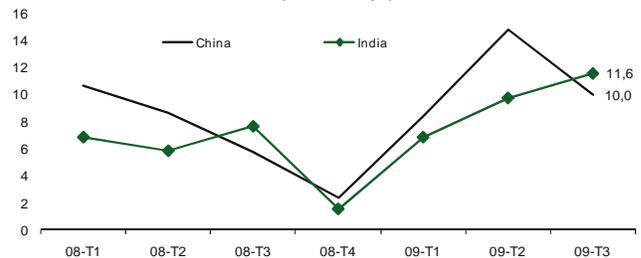
Cabe destacar que para la rápida recuperación han sido determinantes las condiciones iniciales de estas economías y los buenos fundamentos macroeconómicos observados en los años previos a la crisis. En este contexto, México fue la economía que experimentó una caída de 6,7% por sus lazos comerciales con Estados Unidos y Canadá. Lo propio, aunque en menor magnitud, ocurrió con Brasil y Chile, economías también integradas comercial y financieramente al mundo. Bolivia habría tenido el crecimiento más alto (3,7%), en el Recuadro II.2 se señalan las principales repercusiones de la crisis internacional en la economía nacional. La información estadística señala que las economías más grandes de América Latina estarían registrando una recuperación gradual (Gráfico II.12).

**GRÁFICO II.10: EXPORTACIONES MENSUALES DE JAPÓN**  
(En miles de millones de dólares estadounidenses)



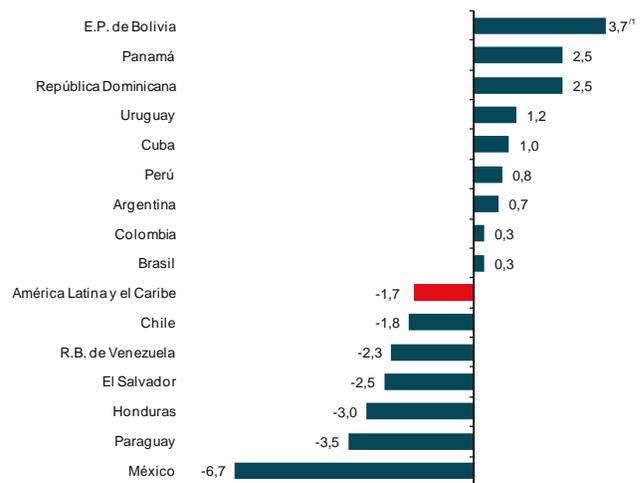
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.11: CRECIMIENTO ECONÓMICO DE CHINA E INDIA**  
(Tasa de crecimiento trimestral desestacionalizada, en porcentaje)



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

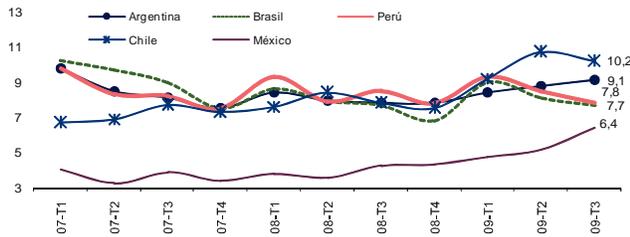
**GRÁFICO II.12: CRECIMIENTO ECONÓMICO ESTIMADO PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 2009**  
(En porcentajes)



FUENTE: CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (diciembre de 2009)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1</sup> Cifra correspondiente a estimaciones oficiales

<sup>14</sup> CEPAL (2009), Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, diciembre 2009.

**GRÁFICO II.13: TASA DE DESEMPLEO EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS (En porcentaje)**

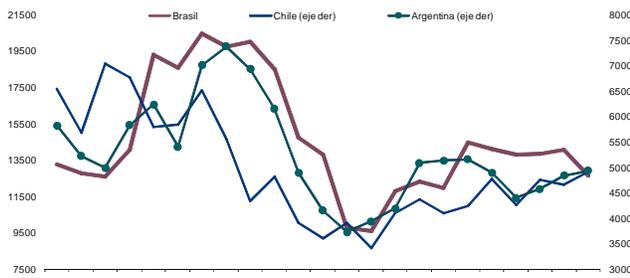


FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica

Las tasas de desempleo que aumentaron de forma generalizada durante 2009, aunque con menor intensidad y velocidad que en los países desarrollados, se fueron estabilizando gradualmente (Gráfico II.13).

Debido a la caída de la demanda internacional y, por consiguiente, de los precios de exportación, tanto los países exportadores de materias primas como de recursos energéticos vieron afectados sus ingresos. Sin embargo, luego de niveles mínimos alcanzados a principios de 2009, se observó una recuperación de las exportaciones ante el repunte de precios de las materias primas (Gráfico II.14).

**GRÁFICO II.14: EXPORTACIONES MENSUALES DE PAISES SELECCIONADOS (En millones de dólares)**



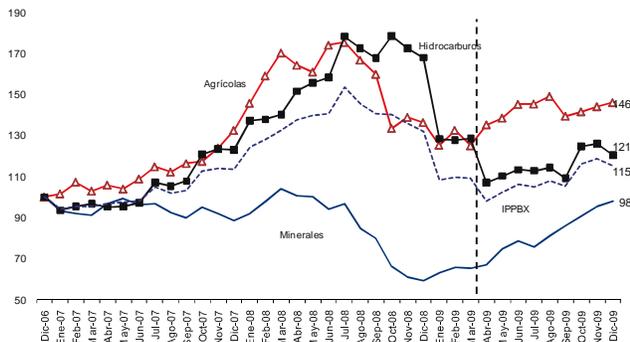
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica

Los organismos internacionales estiman que el PIB real de la región se habría contraído en 2009 en un rango de 1,7% (CEPAL) y 2,5% (FMI), a pesar de las señales positivas en el segundo trimestre de 2009. El ritmo no es uniforme en todas las economías, pues se estima que Centroamérica y Sudamérica habrían tenido leves crecimientos, mientras que el Caribe y México presentaron contracciones.

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

Los precios de las materias primas, particularmente de los minerales, revirtieron su tendencia decreciente que se había iniciado en el segundo semestre de 2008, debido a la recuperación más rápida de países emergentes, especialmente asiáticos, problemas de oferta de corto plazo y la debilidad del dólar estadounidense.

**GRÁFICO II.15: 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

A fines del 2009 el IPPBX, que mide los precios de la canasta de exportaciones de Bolivia, declinó en 12,9% respecto a diciembre de 2008; y en 21,2% si comparamos el promedio de 2009 con el de 2008. En cambio, excluidos los hidrocarburos respecto a diciembre de 2008 se recuperó en 36,6%, siendo mayor el incremento en el caso de los minerales (65,6%) y menor en el caso de los agrícolas (7,1%). Comparado con el precio promedio de 2008, el IPPBX sin hidrocarburos se redujo en 10,3%, los minerales en 9,2% mientras que los de agricultura en 11,5% (Gráfico II.15).

Respecto a los minerales, a fines de diciembre de 2009 el nivel de precios retornó al de los primeros meses de 2008 (fase de crecimiento de los *commodities*). Los precios se recuperaron por tres factores: el efecto refugio por la incertidumbre y las expectativas de inflación futura en los países desarrollados, como en los casos del oro y la plata; el proceso de reposición de existencias y la demanda de China, principal consumidor mundial de estos productos. Deben destacarse los incrementos registrados en los precios del zinc y plomo que subieron en más de 100% y los de la plata y el estaño en alrededor del 50% (Cuadro II.1).

En el caso de los precios agropecuarios sus niveles corresponden a diciembre de 2007 y su variación se explica por los riesgos climáticos, destacando los excesos de lluvias en regiones de EE.UU. que retrasaron la siembra de trigo y la cosecha de maíz. Se mantuvieron con leves incrementos los precios de los granos impulsados por el aumento de la demanda de alimentos y la recomposición de los inventarios. Desde octubre de 2009, algunos precios de productos alimenticios (arroz, trigo y maíz) volvieron a subir en mayor medida que la variación registrada para el complejo de soya, 4,7% (Gráfico II.16).

Como se aprecia en el Capítulo III, los precios de exportación del gas natural, desde diciembre de 2008 cayeron en 36% manifestando con rezago el efecto de la recuperación de los precios del petróleo desde comienzos de año hasta octubre de 2009. El aumento del precio del petróleo implicaría que el precio de exportación del gas boliviano aumentaría en los meses siguientes.

En resumen, los precios de los productos básicos tendieron a recuperarse a partir del segundo trimestre de 2009 mostrando que el impacto de la crisis fue severo pero de corta duración respecto a lo esperado, reiniciando una fase de crecimiento que estaría sujeta a la naturaleza de la recuperación de la economía mundial.

### II.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL

Se mantienen bajas las tasas de inflación mundiales siendo en algunos incluso negativas. Sin embargo, los registros de Australia (1,3%), Noruega (2,0%), Israel

**CUADRO II.1: RESUMEN DE COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN (Diciembre 2008 - diciembre 2009)**

	dic-08	dic-09	Variación % acumulada en el año
Zinc (\$us/LF)	0,5	1,2	111,9
Oro (\$us/OTF)	882,1	1097,0	24,4
Plata (\$us/OTF)	11,4	16,9	48,2
Estaño (\$us/LF)	4,9	7,7	58,4
Plomo (\$us/LF)	0,5	1,1	143,4
Soya (\$us/TM)	358,9	385,2	7,3
Harina de Soya (\$us/TM)	330,4	337,3	2,1
Aceite de Soya (\$us/TM)	740,9	899,2	21,4
Azúcar (\$us/TM)	318,8	686,3	115,3
Algodón (\$us/TM)	1233,5	1838,5	49,0
Café (\$us/LB)	1,2	1,6	32,9
Petróleo (Brent) (\$us/barril)	41,8	77,2	84,9
Gas (\$us/MPC)	8,6	5,5	-36,4
Ítem de memorandum (Base Dic. 2006 = 100)			
Índice de Precios Minería	59,3	98,2	65,6
Índice de Precios Agricultura	136,4	146,1	7,1
Índice de Precios Complejo Soya	152,8	159,2	4,2
IPPBX	132,2	115,1	-12,9
IPPBX s/h	78,4	107,0	36,6

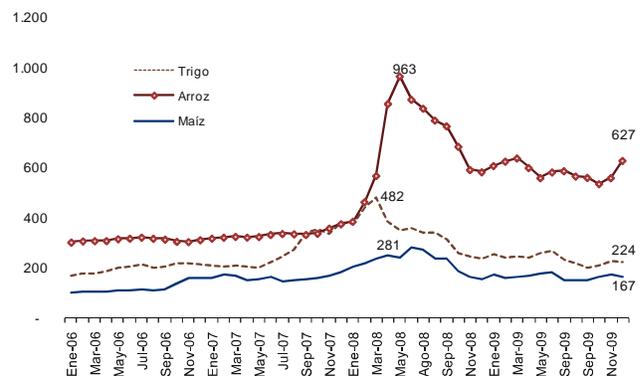
FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

**GRÁFICO II.16: PRECIO DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS SELECCIONADOS**

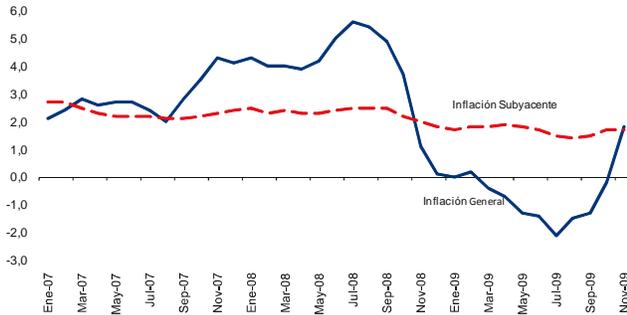
(En dólares estadounidenses por tonelada métrica)



FUENTE: Food and Agriculture Organization

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.17: INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN SUBYACENTE DE EE.UU. (En porcentaje)**



FUENTE: Bureau of Labor Statistics  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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

	2007	2008	2009 (e)
<b>Mundo</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>2,7</b>
Estados Unidos	4,1	0,1	1,6
Zona del Euro	3,1	1,6	0,9
Japón	0,7	0,4	-1,3
Reino Unido	2,1	3,1	2,1
China	4,8	5,9	-0,7
India	5,5	9,7	10,4
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>6,2</b>	<b>8,1</b>	<b>5,6</b>
Argentina	8,5	7,2	7,0
Est. Plur. de Bolivia	11,7	11,8	0,3 (*)
Brasil	4,5	5,9	4,3
Chile	7,8	7,1	-1,4 (*)
Colombia	5,7	7,7	2,0 (*)
México	3,8	6,5	3,6 (*)
Perú	3,9	6,7	0,3 (*)
R.B. Venezuela	22,5	31,9	25,1 (*)

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (octubre de 2009), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (diciembre de 2009), *Latin American Consensus Forecast* (diciembre de 2009) y bancos centrales

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: (e) Estimado  
 (\*) Cifras observadas a diciembre de 2009

(3,8%) y otras economías emergentes muestran una aceleración de la inflación, por lo que empezaron a incrementar sus tasas de política monetaria.

La inflación interanual de los Estados Unidos de Norteamérica medida por el IPC fue de 1,8 % en noviembre de 2009 y de 1,7% si se excluyen combustibles y alimentos, mostrando el retorno a niveles normales, luego de que en julio de 2009 alcanzó un nivel de -2% (Gráfico II.17). Si bien ambas son tasas razonables, su incremento gradual se constituirá en un elemento clave para el inicio del proceso de normalización monetaria en dicha economía.

A diciembre de 2009 la inflación anual de la Zona del Euro subió a 0,9% desde un 0,5% en noviembre, lo cual contrasta con la tasa registrada un año atrás (1,6%). La tendencia a la baja se debió a la evolución de los precios de las materias primas y la capacidad productiva sin utilizar, pero posteriormente el repunte de los precios del petróleo contrarrestó levemente dicha tendencia. 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). En los países asiáticos, la inflación ha vuelto a ser positiva y sigue un aumento gradual en un contexto de recuperación de los mercados bursátiles e inmobiliarios.

En los últimos meses, las expectativas de inflación se han mantenido ancladas en territorio positivo, lo que afirma que las tasas de inflación negativas no pasaban de ser un fenómeno transitorio (Cuadro II.2). La inflación en América Latina y el Caribe disminuyó de un 8,1% en 2008 a 5,6% en 2009 según estimaciones de *Latin American Consensus Forecast* a diciembre de 2009 (4,5% según la CEPAL). Las presiones inflacionarias en la región 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. Con excepción de la República Bolivariana de Venezuela, la inflación anual en 2009 fue baja y, en el caso de los países con metas de inflación, se situó por debajo de los rangos establecidos.

En los primeros meses de 2009, la inflación subyacente en América Latina disminuyó reflejando el traspaso de las disminuciones de los precios de los alimentos y productos energéticos a otros rubros, principalmente servicios. Sin embargo, el descenso de la inflación subyacente fue menos pronunciado que el de la inflación total y habría terminado en torno al 6% (Gráfico II.18).

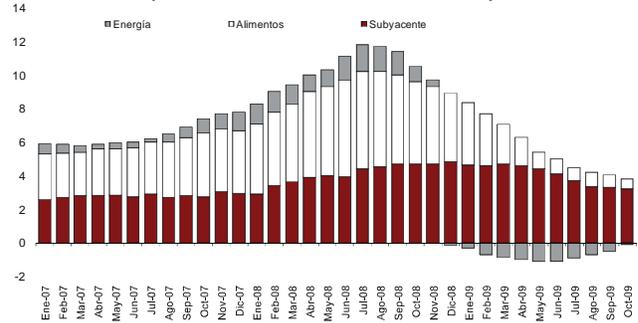
En síntesis, en 2009 se observó un notable descenso de la inflación a nivel mundial, diferenciado por regiones y países. Sin embargo, los niveles a fin de año no muestran las señales deflacionistas estimadas a mediados de año. Los factores que podrían incidir en mayor inflación para 2010 son las políticas monetarias expansivas (inyecciones de liquidez por los bancos centrales), los incentivos y programas fiscales de gasto y la recuperación de los precios de los *commodities*. No obstante, todavía existe cierta incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación mundial, así como del desempeño del mercado laboral y el consumo que mantendrían la inflación en niveles todavía bajos.

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

Durante el segundo semestre de 2009 se observó una estabilización de los mercados financieros y de divisas, con una disminución de la volatilidad, pero manteniéndose en niveles todavía altos (Gráfico II.19).

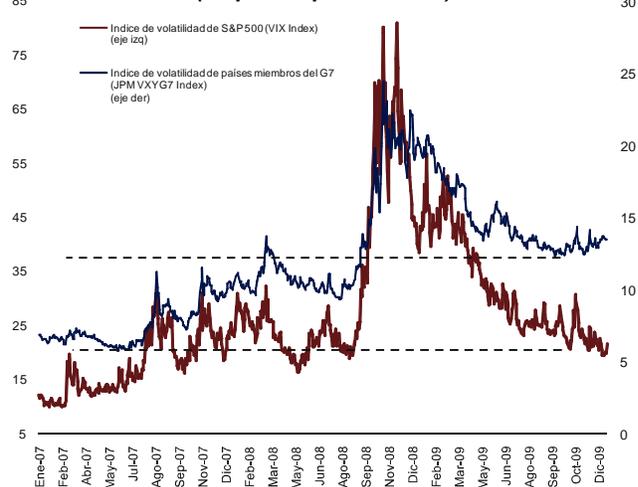
Sin embargo, esta estabilización se da en un contexto de persistentes tensiones financieras, puesto que aún no se han expresado todas las ramificaciones e implicaciones de la crisis financiera. En este sentido, a finales de noviembre de 2009, los precios de los activos cayeron bruscamente ante el anuncio por parte del Fondo Estatal Soberano Dubai World y su subsidiaria Nakheel de aplazar el pago de sus obligaciones por seis meses (hasta el 30 de mayo de 2010), desencadenando importantes movimientos del tipo "flight to quality" y la disminución de las inversiones en los mercados de capitales, las cuales posteriormente retornaron a los niveles previos. De igual manera, existe todavía incertidumbre acerca de los efectos de la denominada "crisis de la deuda griega", desencadenada por el reconocimiento del gobierno griego de un déficit público mayor al previsto, sobre el comportamiento del euro.

**GRÁFICO II.18: CONTRIBUCIONES A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (Tasas acumuladas a doce meses)**



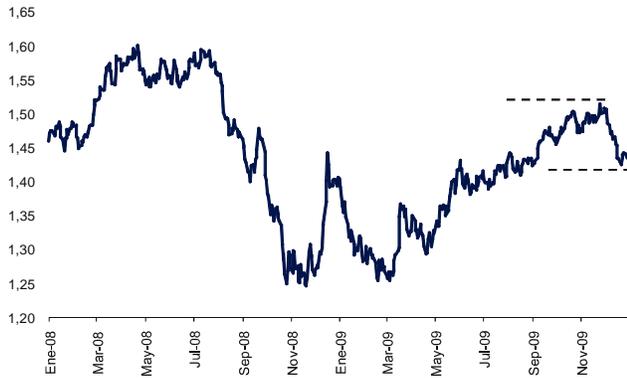
FUENTE: CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (diciembre de 2009)  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.19: ÍNDICES DE VOLATILIDAD DE S&P 500 INDEX Y DE DIVISAS DEL G7 (En puntos porcentuales)**



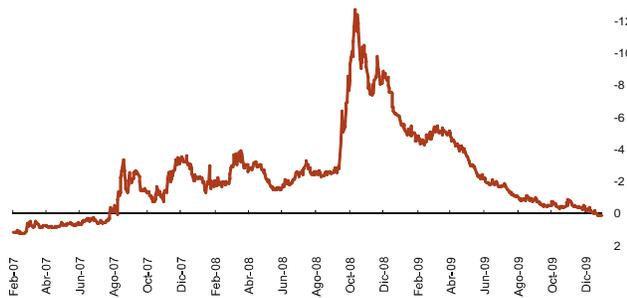
FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.20: COTIZACIÓN DEL EURO  
(Dólares americanos por unidad de euro)**



El dólar, cuya tendencia hacia la devaluación respecto a las principales monedas lo llevó a cotizarse en niveles superiores a \$us1,50 por unidad de euro en noviembre de 2009, terminó apreciándose, alcanzando su nivel mínimo de los últimos tres meses, \$us1,42. Esta recuperación del dólar se explica por los datos positivos de la economía de EE.UU., los efectos de la crisis de la deuda griega<sup>15</sup> y el hecho que la FED podría retirar sus políticas no convencionales en un tiempo menor al previsto por el Banco Central Europeo (Gráfico II.20).<sup>16</sup>

**GRÁFICO II.21: INDICADOR DE TENSIÓN FINANCIERA DE ESTADOS UNIDOS**

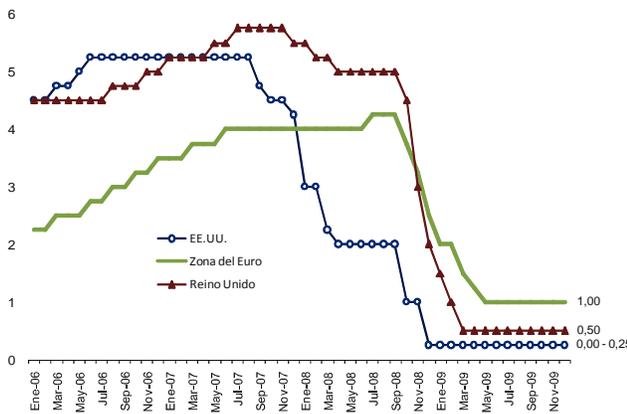


De igual manera, las expectativas de crecimiento y estabilización de los mercados financieros y de los mercados de divisas están sujetas a la incertidumbre acerca de cuando y a que velocidad se retirarían las políticas fiscales y monetarias de estímulo de los gobiernos de las economías avanzadas. Así el indicador de Tensión Financiera, si bien descendió significativamente respecto a la crisis de *Lehman Brothers*, aún permanece en niveles altos comparado con los de pre-crisis (Gráfico II.21).

FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En relación al sustancial apoyo fiscal otorgado por dichos gobiernos durante el período de crisis, se ha iniciado el proceso de devolución de los recursos recibidos por los bancos norteamericanos. En diciembre de 2009, *Bank of America* notificó la finalización de la devolución de los fondos recibidos a través del programa TARP (*Troubled Asset Relief Program*). Por su parte, *Citibank* y *Wells Fargo* anunciaron la venta de acciones ordinarias con el objeto de iniciar la devolución de la ayuda recibida.

**GRÁFICO II.22: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y REINO UNIDO  
(En porcentaje)**



Respecto a la política monetaria, las expectativas de los inversionistas y de las autoridades económicas acerca de las tasas de interés son que se mantendrán en niveles bajos, mientras existan señales de que la recuperación del sector real y financiero se consolide y la inflación se sitúe dentro de límites razonables (Gráfico II.22). Sin embargo, existe incertidumbre

FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>15</sup> El apoyo de los demás países miembros de la Zona del Euro a Grecia podría significar un debilitamiento de la situación financiera de la zona al manifestarse una fragilidad de los mercados financieros europeos y podrían generarse menores flujos de capitales a la Zona. Se prevé que la estrategia de salida de los incentivos fiscales y monetarios será más gradual, incentivando a los inversionistas adversos al riesgo a buscar el dólar norteamericano como un refugio.

<sup>16</sup> BBVA (2009), Observatorio semanal. 21 de diciembre de 2009. Servicio de Estudios Económicos.

acerca de cuando empezarán a subir. Al respecto, los bancos centrales de Australia, Noruega e Israel incrementaron sus tipos de interés con el objeto de contener la subida de precios.<sup>17</sup>

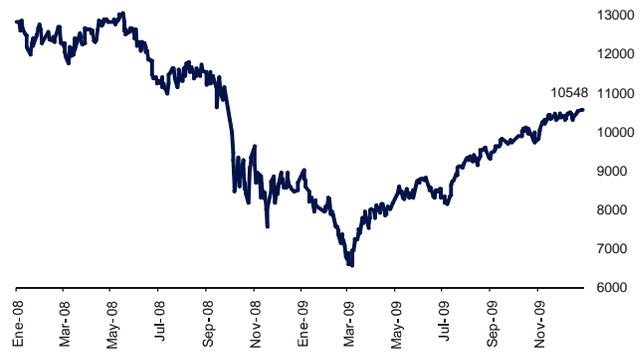
En la última reunión de la gestión 2009, los miembros del FOMC (*Federal Open Market Committee*) anunciaron que mantendrán la tasa de interés objetivo en un rango entre 0% y 0,25%, además de enfatizar que las condiciones económicas actuales y las expectativas de inflación estable pueden garantizar niveles de tasas de interés de los fondos federales excepcionalmente bajos por un período prolongado.

Asimismo, la Zona del Euro y otras economías avanzadas comunicaron que mantendrán los tipos de interés en niveles mínimos históricos. Además, Gran Bretaña señaló que considera un período no menor a dos años para endurecer su política monetaria.

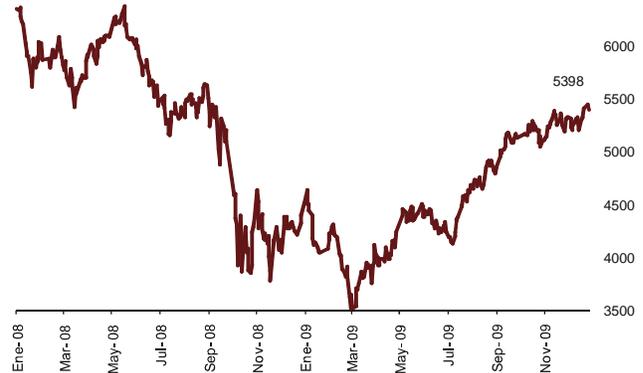
El desempeño de los mercados bursátiles fue el reflejo de las mayores expectativas de crecimiento económico, de los continuos estímulos fiscales en las principales economías avanzadas y de niveles de tasas de interés excepcionalmente bajos (Gráfico II.23). No obstante, se observó breves repuntes de la volatilidad en los mercados, atribuidos principalmente a la reacción de los inversionistas respecto a eventos y perturbaciones financieras.

En las economías emergentes y en desarrollo, la recuperación fue mucho más rápida en comparación con las economías avanzadas en gran medida debido al desempeño de los países del Asia. La percepción del riesgo en los mercados de bonos soberanos continuó su tendencia decreciente gracias al reciente repunte de los precios de las materias primas y las

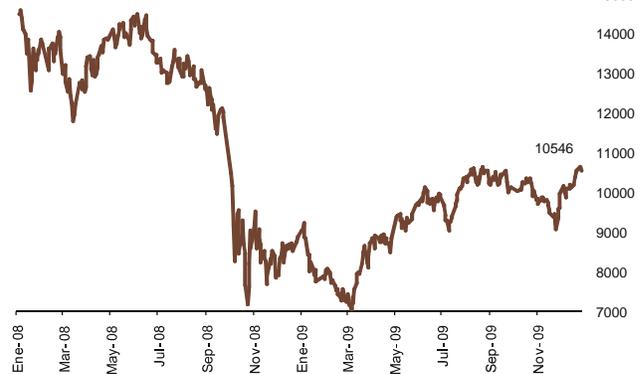
**GRÁFICO II.23: ÍNDICES ACCIONARIOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES**  
**ÍNDICE DOW JONES (Estados Unidos)**



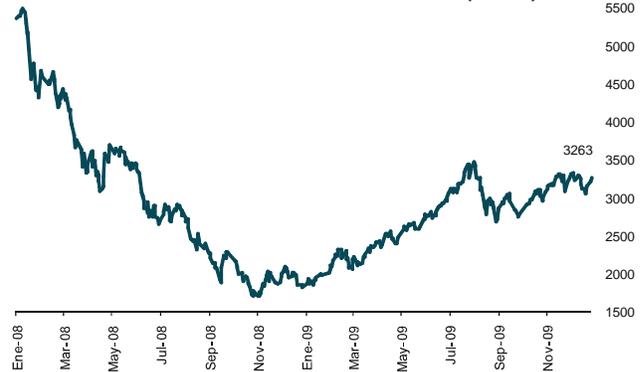
**ÍNDICE FTSE 100 (Inglaterra)**



**ÍNDICE NIKKEI (Japón)**



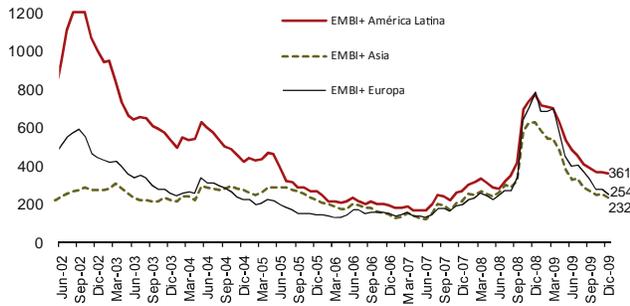
**ÍNDICE COMPUESTO DE SHANGAI (China)**



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>17</sup> El Banco Central de Australia incrementó su tasa de interés en 25pb en tres oportunidades: el 6 de octubre, el 3 de noviembre y el 1ro de diciembre de 2009, terminando el año en un nivel de 3,75%. El Banco Central de Noruega en dos oportunidades: el 29 de octubre y el 17 de diciembre de 2009, alcanzando un nivel de 2,75%. Finalmente, el Banco Central de Israel incrementó su tasa en tres oportunidades: el 24 de agosto, el 26 de noviembre y el 31 de diciembre de 2009, alcanzando un nivel de 1,25%.

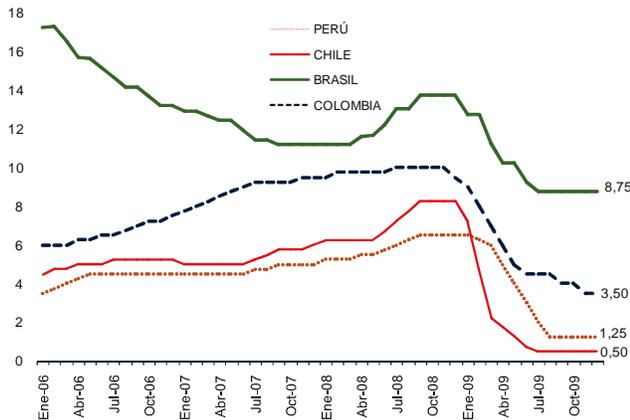
**GRÁFICO II.24: SPREAD DE LOS BONOS SOBERANOS DE EUROPA Y ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO (En puntos básicos)**



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

políticas económicas adoptadas por los gobiernos de dichos países (Gráfico II.24). Esto, sumado a las bajas tasas de interés en las economías avanzadas, permite prever que los flujos de capitales hacia los mercados emergentes crecerán considerablemente, como en el caso de Brasil y China. No obstante, el crecimiento del crédito se mantendrá en niveles bajos, teniendo un efecto adverso sobre la inversión.

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

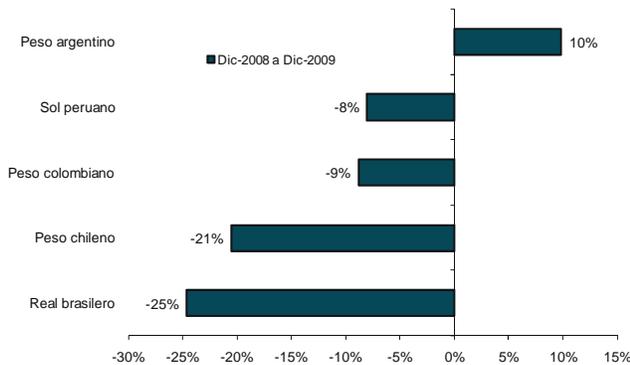


FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Los mayores impactos de la crisis mundial en América Latina no se originaron a través del canal financiero, sino del canal real. Así, los países de la región no registraron situaciones de tensión en los sistemas financieros, ni corridas respecto a sus monedas nacionales, ni problemas con sus vencimientos externos. Sin embargo, en los casos de Brasil, Chile y Perú, países con un alto grado de exposición externa relativo a la región, se observó una importante contracción de los créditos de la banca privada en términos reales, adoptando la banca pública el papel de amortiguador y corrector, con un rol activo.<sup>18</sup>

Respecto a la política monetaria, las autoridades de los países de la región mantuvieron la tendencia mundial de niveles bajos de tasas de interés y adoptaron medidas orientadas a garantizar la liquidez de los mercados financieros (Gráfico II.25).

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



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

El desempeño del dólar estadounidense en el período, derivó en una apreciación de la mayoría de las monedas de los países latinoamericanos (Gráfico II.26), la cual revirtió parcialmente la depreciación iniciada en octubre de 2008.

Respecto a los movimientos de capital en la región,<sup>19</sup> los efectos de las crisis a fines de 2008, como el alza en las primas por riesgo, salidas de capitales y suspensiones de líneas de crédito externo para los bancos de América Latina y el Caribe, empezaron a revertirse en el primer trimestre de 2009.

<sup>18</sup> CEPAL (2009), *op. cit.*

<sup>19</sup> Esta sección se basa en CEPAL (2009), *op. cit.*

Al reducirse la incertidumbre global, la región retornó al acceso a los mercados financieros internacionales y las emisiones de bonos superaron los 19 mil millones de dólares respecto a 2008. No obstante, se estima que la Inversión Extranjera Directa se contrajo 37% en 2009, la mayor disminución en los últimos 30 años, siendo generalizada para la toda región.

En síntesis, durante 2009 se registró el cambio de un entorno externo altamente adverso a uno más favorable; pero con alta incertidumbre debido a las debilidades de la recuperación económica y la persistencia de tensiones financieras, aunque mucho menores y más focalizadas. Los efectos en la región de la crisis mundial se transmitieron por la vía de las exportaciones, remesas y flujos de capital y no así por el canal financiero. Los precios de los productos básicos empezaron a recuperarse antes de lo previsto mitigando el impacto adverso.

**RECUADRO II.1:  
RESPUESTAS DE POLÍTICA MONETARIA FRENTE A LA CRISIS**

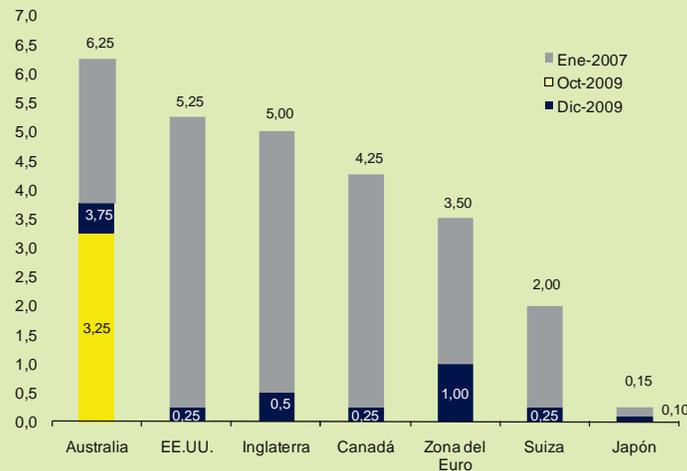
Después de un período de profunda recesión internacional, a partir de la segunda mitad de 2009 la economía mundial ha mostrado signos de recuperación, en respuesta a una variedad de políticas económicas implementadas por parte de los bancos centrales y de las autoridades económicas, las cuales fueron una combinación de políticas ortodoxas y heterodoxas, como se verá posteriormente.

Las respuestas de política monetaria en los principales países avanzados y en América Latina se pueden agrupar en dos tipos: el primero definido como política de tasas de interés y el segundo como políticas de hoja de balance.<sup>20</sup>

La política monetaria tiene dos elementos subyacentes: el primero comprende el mecanismo de señalización de la dirección de la política deseada; y el segundo comprende las operaciones que involucran el uso de los instrumentos del banco central para hacer efectiva la política deseada, generalmente conocidas como "operaciones de administración de la liquidez".

Las políticas de tasa de interés se caracterizan porque la orientación monetaria se define exclusivamente en términos de una tasa de interés de corto plazo. El mecanismo de señalización toma generalmente la forma de un anuncio de la tasa de referencia o tasa de política, que define el objetivo de la autoridad monetaria. Con la crisis, los bancos centrales recortaron significativamente sus tasas de política o de referencia: en EE.UU. 5,0 pp y en la Zona del Euro 2,5 pp (Gráfico II.27).

**GRÁFICO II.27: TASA REFERENCIAL DE PRINCIPALES BANCOS CENTRALES  
(En porcentaje)**



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Por su parte, las operaciones de administración de la liquidez "están diseñadas para asegurarse de que la tasa de referencia del mercado, típicamente una tasa *overnight* [interdiaria], siga de cerca la tasa objetivo de la autoridad monetaria. Por tanto, estas medidas desempeñarían un papel de soporte y puramente técnico".<sup>21</sup>

<sup>20</sup> Borio, C. y Disyatat, P. (2009). *Unconventional monetary policies: an appraisal*. BIS-Monetary and Economic Department. Working Paper N° 292.

<sup>21</sup> Borio y Disyatat (2009), *op. cit.* Pág. 2.

Las políticas de hoja de balance ocurren cuando un banco central usa activamente distintas partidas monetarias para afectar directamente los precios y las condiciones de los mercados. El tamaño y la estructura de su hoja de balance pueden ser manejados separadamente del objetivo de tasa de política.<sup>22</sup> Existe una especie de desacoplamiento entre ambas puesto que el nivel de la tasa de interés de corto plazo puede ser independiente del monto de las reservas bancarias en el sistema.

En esta categoría, se distinguen cuatro tipos de políticas:

- i. **Políticas de tipo de cambio:** el banco central modifica la exposición neta a la moneda extranjera del sector privado a través de operaciones en el mercado de divisas, con el objetivo de controlar el nivel y la volatilidad del tipo de cambio, independiente del nivel de la tasa de interés.
- ii. **Políticas de administración de cuasi-deuda:** las acciones del banco central están orientadas al mercado de deuda del sector público y a alterar la composición de la tenencia de deuda pública por parte del sector privado. El objetivo primario es influir la tasa de rendimiento de los títulos gubernamentales y de esta manera en el costo de financiamiento y en el precio de los activos.
- iii. **Políticas de crédito:** el banco central pretende alterar la composición de la hoja de balance del sector privado cambiando la exposición del banco central a las obligaciones con el sector privado. El objetivo es alterar las condiciones financieras del sector privado.
- iv. **Políticas de reservas bancarias:** el banco central establece límites específicos a las reservas mantenidas por los bancos en el banco central.

Por lo tanto, tomando en cuenta este esquema, las medidas adoptadas por los gobiernos de economías avanzadas se habrían estructurado de la siguiente manera:

**CUADRO II.3: POLÍTICAS DE HOJA DE BALANCE ADOPTADAS POR PAÍSES SELECCIONADOS**

Tipo de política de hoja de balance	Medida	EE.UU.	Zona del Euro	Reino Unido	Suiza
Políticas crediticias	<b>Influencia en las condiciones del mercado interbancario</b>				
	Modificación de la facilidad de ventana de descuento	x		x	
	Operaciones excepcionales a largo plazo	x	x	x	x
	Ampliación de las garantías admisibles	x	x	x	x
	Ampliación de las contrapartes	x		x	
	Líneas de swaps de divisas entre bancos centrales	x	x	x	x
	Creación o relajación de condiciones de los programas de préstamo de valores	x		x	
	<b>Influencia en el mercado crediticio no bancario</b>				
	Compra / aceptación en garantía de <i>Commercial Papers (CP)</i>	x		x	
	Compra / aceptación en garantía de <i>Asset-Backed Securities (ABS)</i>	x	x	x	
Compra / aceptación en garantía de bonos corporativos			x	x	
Compra de otros títulos de deuda privada	x		x		
<b>Políticas de administración de cuasi-deuda</b>	Compra de bonos gubernamentales	x		x	
<b>Políticas de reservas bancarias</b>	Límite a las reservas bancarias			x	
<b>Políticas de tipo de cambio</b>	Compra de divisas				x

FUENTE: Borio, C. y Disyat, P. (2009). *Unconventional monetary policies: an appraisal*  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>22</sup> Borio y Disyat (2009), *op. cit.* Pág. 5.

Como se puede observar, las formas de intervención más usadas fueron las correspondientes al primer grupo de políticas de crédito, adoptadas al inicio de la crisis financiera con el objetivo de aliviar las restricciones en los mercados interbancarios. El segundo grupo de políticas tuvo mayor énfasis después de la caída de *Lehman Brothers*, las mismas estuvieron orientadas a disminuir las presiones en las condiciones crediticias de los mercados financieros del sector no bancario, además de proveer liquidez a este sector y reducir los riesgos en determinados sectores.<sup>23</sup> De igual manera, principalmente la Reserva Federal (FED) y el Banco de Inglaterra, utilizaron políticas de administración de cuasi-deuda a través de importantes compras de títulos gubernamentales para influenciar en los rendimientos de los activos.

Un ejemplo de este tipo de respuestas se observó en Inglaterra. El 5 de marzo de 2009 el Banco de Inglaterra decidió reducir la tasa a 0,5% y de expandir la cantidad de dinero, medida conocida como "*quantitative easing*", a través de la compra de activos tanto públicos como privados, cambiando de esta manera el foco de la política monetaria hacia la cantidad de dinero; pero sin alterar los objetivos. El programa totalizó 200 miles de millones de libras esterlinas financiado por el banco central.

Por su parte, la FED dispuso esquemas tales como el programa de emisiones de renta fija privada a corto plazo para estimular los créditos al consumo y aumentar la liquidez corporativa. De igual manera, impulsó medidas de tipo "*quantitative easing*" para inyectar liquidez mediante la adquisición de instrumentos garantizados por hipotecas (hasta \$us 1.250 millones) y títulos del Tesoro.

Respecto a América Latina, la política monetaria estuvo orientada a una mayor flexibilidad con el objetivo de proveer liquidez a los mercados financieros, varios países emplearon como mecanismo la disminución de las tasas de referencia de política monetaria.

Adicionalmente se aplicaron otras medidas enmarcadas dentro de las denominadas políticas de hoja de balance (Cuadro II.4). Al respecto, 27 países de la región aplicaron programas de recompra adelantada de títulos emitidos por el banco central y/o redención neta de títulos, se incrementaron líneas de crédito con el sistema financiero y/o préstamos con garantías sobre la cartera de crédito de las instituciones y se ampliaron las operaciones de inyección con reportos.

De igual manera, 12 países de Latinoamérica bajaron las tasas de encaje bancario tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En el caso de Bolivia, con el objetivo de incentivar la remonetización de la economía, la rebaja fue para las captaciones en moneda nacional y además se condicionó al incremento de la cartera de crédito.

Finalmente, también se aplicaron otras medidas con el objetivo de mejorar el marco regulatorio del sistema financiero, En Brasil se ampliaron las facultades legales del banco central para intervenir instituciones financieras en problemas y en Argentina se reforzó la regulación de las transferencias con el exterior.

<sup>23</sup> El Banco de la Reserva Federal (FED) realizó la compra de bonos hipotecarios emitidos por *Fannie Mae* y *Freddie Mac*.

**CUADRO II.4: POLÍTICAS DE HOJA DE BALANCE ADOPTADAS POR PAÍSES SELECCIONADOS  
DE AMÉRICA LATINA**

	Argentina	E.P. de Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Perú	Uruguay	R.B. de Venezuela
<b>Política monetaria y financiera</b>									
Modificación del encaje bancario	x	x	x	x	x		x		
Provisión de liquidez en moneda nacional	x	x	x	x	x		x	x	
Cambio en la tasa de política monetaria			x	x	x	x	x	x	
Otras medidas	x		x		x	x			

FUENTE: CEPAL (2009). Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe. Documento Informativo  
ELABORACIÓN: CEPAL (2009)

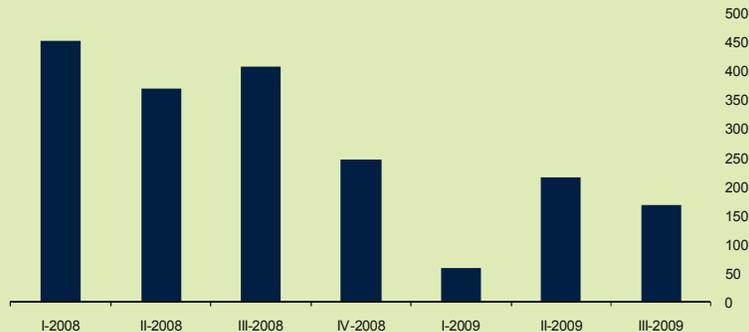
**RECUADRO II.2:  
REPERCUSIONES DE LA CRISIS MUNDIAL EN BOLIVIA**

La economía global experimentó unas de las crisis económicas más profundas desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Sin embargo, comparando con crisis anteriores, la actual tuvo un alcance más amplificado, dada la mayor interconexión global de las entidades financieras, que contribuyó a la propagación de la misma a la economía mundial.

No obstante, al inicio de la crisis las repercusiones en las economías latinoamericanas no se manifestaron a través del sistema financiero, sino principalmente a través del sector real, por medio de las exportaciones. En ese sentido, el menor nivel de actividad económica global y la disminución del comercio internacional tuvieron impactos negativos sobre los precios de los productos básicos y, por consiguiente, sobre los términos de intercambio, afectando fundamentalmente a los países con fuertes lazos comerciales con las economías avanzadas.

En Bolivia, dadas las condiciones iniciales, los buenos fundamentos macroeconómicos y las políticas implementadas, el impacto fue más moderado que en otras economías de la región. Uno de ellos fue la disminución de la demanda externa durante este período que se tradujo en una disminución del comercio internacional; no obstante, Bolivia cerró la gestión con superávit comercial (Gráfico II.28).

**GRÁFICO II.28: SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL DE BOLIVIA**  
(En millones de dólares)

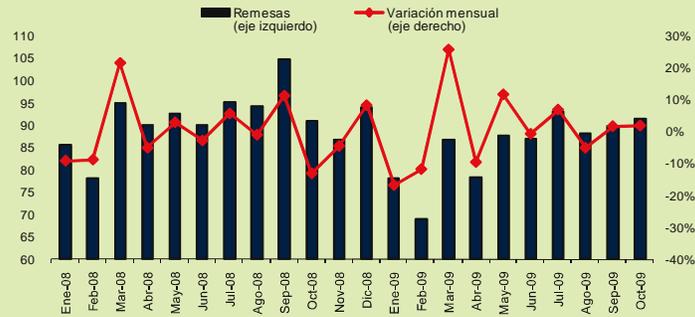


FUENTE: CEPAL y Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

De igual manera, las transferencias unilaterales corrientes de la balanza de pagos recibidas en la forma de remesas de los trabajadores en el exterior durante el primer semestre de 2009 disminuyeron, concordante con la disminución de la actividad económica en los países avanzados, principales demandantes de trabajadores. Sin embargo, a partir del segundo semestre de 2009, se observó una leve recuperación y estabilización de las mismas (Gráfico II.29).

Las remesas recibidas del exterior entre enero y octubre de 2009 alcanzaron a \$us847,8 millones, monto menor en 7,5% al registrado entre enero y octubre de 2008; pero superior en 1,6% al obtenido en el mismo período de 2007. Los efectos de la crisis económica mundial en las remesas son moderados comparados con los observados en otros países de la región. Por ejemplo, Colombia registró una caída de 17,4%, México de 16,1% y El Salvador de 10% en el período enero-octubre de 2009 respecto a similar período de 2008.

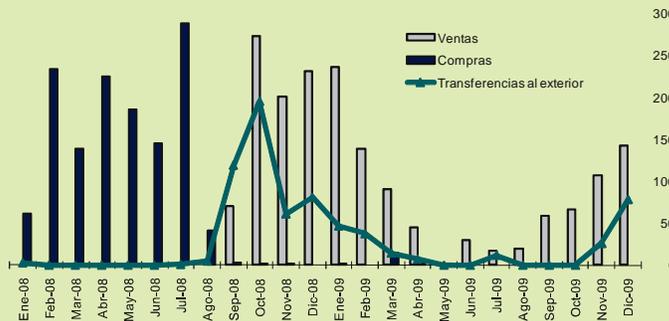
**GRÁFICO II.29: REMESAS RECIBIDAS DEL EXTERIOR**  
(En millones de dólares)



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

Respecto al mercado de divisas, se puede observar que a partir de la incertidumbre generada por la crisis con la quiebra de *Lehman Brothers*, se incrementaron los volúmenes de ventas y disminuyeron las compras de divisas, a la par que hubo un aumento de las transferencias al exterior. Este cambio de comportamiento se explica principalmente por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y países vecinos. Sin embargo, a partir de 2009 los niveles de estas operaciones se estabilizaron, alcanzando en el caso de las transferencias al exterior cifras cercanas a las registradas en el período previo a la crisis, con un leve repunte en diciembre de 2009 (Gráfico II.30).

**GRÁFICO II.30: VENTA Y COMPRA DE DIVISAS Y TRANSFERENCIAS AL EXTERIOR DEL SECTOR FINANCIERO**  
(En millones de dólares)



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

Finalmente, a pesar del entorno externo desfavorable las Reservas Internacionales Netas (RIN) continuaron creciendo (Gráfico II.31), cuando la tendencia de América Latina y el Caribe estuvo orientada hacia una disminución. En efecto, de acuerdo con el FMI<sup>24</sup> la disminución de las RIN de la región estuvo alrededor de \$us51 mil millones en 2008, el año de mayor impacto de la crisis financiera, y se estima que hubo una caída de \$us19 mil millones en 2009.

También se debe destacar que parte de la estabilidad de las RIN en este período se debió a la valoración de las reservas en oro, las cuales aumentaron en línea con el comportamiento del precio de este metal, debido al incremento de la demanda por parte de los inversionistas como activo de reserva frente a la crisis.

<sup>24</sup> FMI (2009). Perspectivas de la economía mundial (Octubre 2009).

**GRÁFICO II.31: RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCB**  
(En millones de dólares)



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

En resumen, el principal mecanismo de transmisión de la crisis en el caso de la economía boliviana fue a través del sector real, explicado por la disminución de la actividad económica global y su consiguiente efecto negativo en el comercio internacional y en el comportamiento los precios de los productos de exportación. No obstante, la balanza comercial de Bolivia concluyó la gestión con un superávit.

Los buenos fundamentos macroeconómicos y las adecuadas y oportunas respuestas de política determinaron que, a diferencia de varios países de la región que experimentaron recesión, Bolivia haya sido la economía con el crecimiento más alto de la región en 2009.

## III. Desempeño económico

Las condiciones iniciales de la economía boliviana cuando recrudeció la crisis económica internacional y las medidas de política económica implementadas por el Gobierno y el BCB, permitieron afrontar de mejor forma los efectos de esta crisis y concluir la gestión con un buen desempeño económico: la tasa de crecimiento al tercer trimestre de 2009 fue la más alta entre los países de América Latina. Varios sectores como el transporte, agricultura y la construcción tuvieron un desempeño económico favorable, y en el caso de las actividades extractivas no renovables, la minería continuó aportando al crecimiento. La intermediación financiera continuó incrementándose en un marco de solidez y una mayor preferencia por la moneda nacional. Nuevamente se registró superávit en balanza de pagos con el consecuente incremento de las reservas internacionales, y el sector público sostuvo políticas de redistribución del ingreso y estímulo al sector productivo tendiendo al equilibrio en sus cuentas.

### III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

La economía boliviana tuvo el mayor crecimiento entre los países de América Latina en 2009. En efecto, al tercer trimestre de 2009 la actividad mostró un crecimiento acumulado de 3,2%, tasa superior a la del resto de los países de la región; cuyas economías fueron más afectadas por la crisis económica global (Gráfico III.1). Para el cierre de 2009, se estima que el PIB habría crecido en torno a 3,7%.

Por actividad económica destaca el dinamismo de los sectores de la minería y de la construcción, junto a un

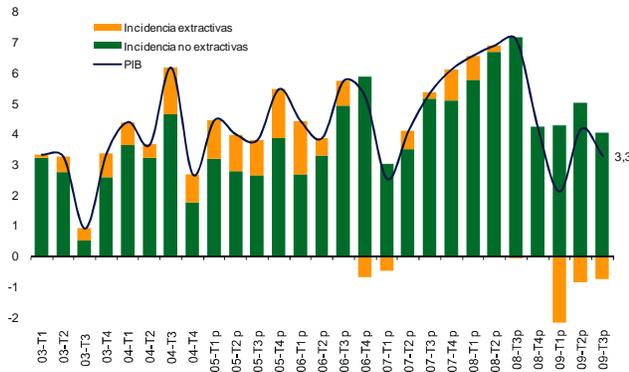
**GRÁFICO III.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO DE PAÍSES DE AMÉRICA LATINA**  
(Tasas de crecimiento acumuladas al tercer trimestre de 2009)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

crecimiento superior al 3% en varios sectores. Al igual que en períodos previos, la minería continuó mostrando incidencias positivas importantes (Gráfico III.2).

**GRÁFICO III.2: PIB EXTRACTIVAS Y NO EXTRACTIVAS**  
(Crecimiento e incidencias en la variación trimestral anual, en porcentaje)



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

Las medidas de política económica implementadas fueron determinantes para suavizar los efectos de la crisis económica global.<sup>25</sup> Las políticas de redistribución del ingreso e inversión pública llevadas a cabo por el Órgano Ejecutivo dinamizaron la demanda interna. Las políticas del BCB proveyeron la liquidez necesaria para apuntalar el dinamismo de la economía, preservar la solidez financiera y la bolivianización de la economía, además de lograr la estabilidad del mercado cambiario, elementos que fueron importantes para el desenvolvimiento de la actividad económica interna y para amortiguar los choques externos adversos.

**III.1.1 Actividad económica**

Los sectores económicos que más contribuyeron al crecimiento fueron: la minería, transporte y comunicaciones, servicios de la administración pública, industria manufacturera, comercio y servicios financieros. En el primer caso tuvo un crecimiento acumulado de 10,7% y una incidencia de 0,7% en el PIB total. El crecimiento extraordinario que tuvo el sector en 2008, llevando la producción a un nivel cercano a su capacidad plena, determinó una elevada base estadística que explica una menor tasa de crecimiento en 2009.<sup>26</sup> En cuanto al rubro de hidrocarburos, el sector presentó incidencia negativa, pero su desempeño fue mejorando en cada trimestre. Sin incluir las actividades extractivas no renovables, el crecimiento económico acumulado fue de 4,3%, más alto que el alcanzado en 2007 y 2008 (Cuadro III.1).

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

	Crecimiento			Incidencias		
	T3-07	T3-08	T3-09	T3-07	T3-08	T3-09
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>4,0</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>
Impuestos indirectos	6,6	6,6	0,4	0,6	0,6	0,0
<b>PIB a precios básicos</b>	<b>3,8</b>	<b>6,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>6,2</b>	<b>3,2</b>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	-0,4	2,8	3,4	-0,1	0,4	0,5
Petróleo crudo y gas natural	3,2	3,7	-12,2	0,2	0,2	-0,8
Minerales metálicos y no metálicos	-0,1	66,6	10,7	0,0	2,7	0,7
Industria manufacturera	5,7	4,8	3,1	1,0	0,8	0,5
Electricidad, gas y agua	4,1	4,1	5,5	0,1	0,1	0,1
Construcción	10,7	8,6	8,9	0,3	0,2	0,2
Comercio	4,9	5,0	4,4	0,4	0,4	0,4
Transporte y comunicaciones	5,0	3,5	6,1	0,5	0,4	0,6
Servicios financieros	5,9	5,2	3,8	0,7	0,6	0,4
Servicios de la administración pública	4,5	5,8	6,3	0,4	0,5	0,6
Otros servicios	2,8	2,2	2,7	0,2	0,2	0,2
Servicios bancarios imputados	8,4	10,2	5,1	-0,3	-0,4	-0,2
PIB pb act.extractivas (ex-San Cristóbal)	1,2	2,7	-11,9	0,1	0,3	-1,2
PIB pb sin actividades extractivas no renovables	4,0	4,1	4,3	3,2	3,3	3,3

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

No obstante las condiciones adversas en los mercados internacionales de los metales, la minería boliviana creció en 2009 a una tasa de dos dígitos, lo que favoreció al desempeño económico nacional. El crecimiento de la producción minera se debe fundamentalmente al comportamiento de las empresas

<sup>25</sup> Ver capítulo IV.

<sup>26</sup> Por base estadística se entiende al valor inicial con respecto al cual se realiza una comparación o análisis. Cuanto más elevado (reducido) es este valor inicial, menor (mayor) será la tasa de crecimiento actual.

San Vicente, San Bartolomé y San Cristóbal en complejos de plata, zinc y plomo; así como el destacado rendimiento en la producción de estaño de la Empresa Minera Huanuni, dependiente de COMIBOL. La minería mediana liderizó el comportamiento del sector con los siguientes incrementos en la producción: plata (33,7%), zinc (24,1%), plomo (19,3%); a su vez, el estaño registró una tasa de 7,9% impulsado por la minería estatal que alcanzó un incremento de 20,7%.

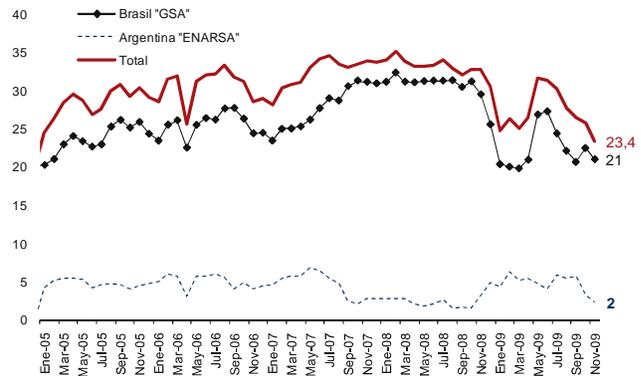
La recuperación de las cotizaciones de los minerales a partir del segundo trimestre de 2009, debido al comportamiento de la demanda mundial por los metales, incentivó la dinámica productiva de la minería mediana y estatal, así como la reactivación productiva de la minería chica y de las cooperativas mineras. No obstante, las cotizaciones promedio de las exportaciones registradas al tercer trimestre de 2009 comparadas con las de similar período de la gestión 2008 muestran severas contracciones en cada uno de los siguientes minerales: estaño (-31,6%), antimonio (-14,3%), wólfam (-11,9%), plata (-10%), zinc (-6,6%) y plomo (-4,5%). Solamente el oro registró un incremento que alcanzó a 3,0%.

A septiembre de 2009 el sector hidrocarburífero tuvo una incidencia negativa en el crecimiento acumulado del producto. La producción de hidrocarburos es sensible al comportamiento de la actividad económica de Brasil y Argentina, esto por los convenios de exportación de gas natural a esas economías, cuyo dinamismo se vio influenciado por la crisis económica global. En este sentido, entre enero y noviembre de 2009, los volúmenes de gas natural comercializados al Brasil y Argentina totalizaron en promedio 27,2 millones de metros cúbicos día (Mm3/d), nivel inferior a los 33,4 Mm3/d registrados en similar período de la gestión 2008 (Gráfico III.3).

Los precios de exportación de gas natural continuaron descendiendo hasta el mes de abril. Sin embargo, se observaron mejoras significativas en el último trimestre de 2009 como resultado de su ajuste rezagado a la cotización internacional del petróleo (Gráfico III.4).

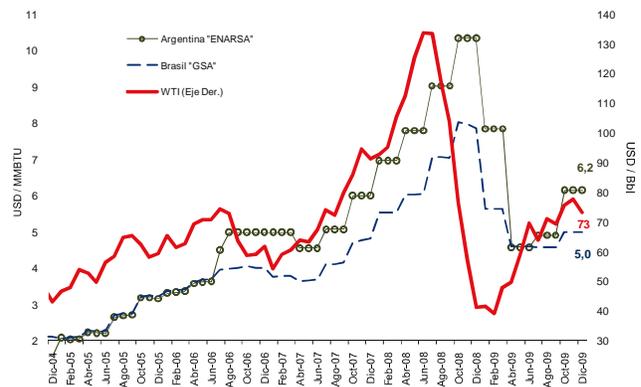
La industria manufacturera mostró cifras positivas, reflejando el dinamismo del rubro de alimentos en el que destacó la producción de azúcar. Otros productos como los cárnicos, lácteos y panadería, continuaron con crecimientos interanuales en torno al 4%. En tanto

**GRÁFICO III.3: VOLÚMENES MENSUALES EXPORTADOS DE GAS NATURAL SEGÚN CONTRATO (Promedio en MMm3/d)**



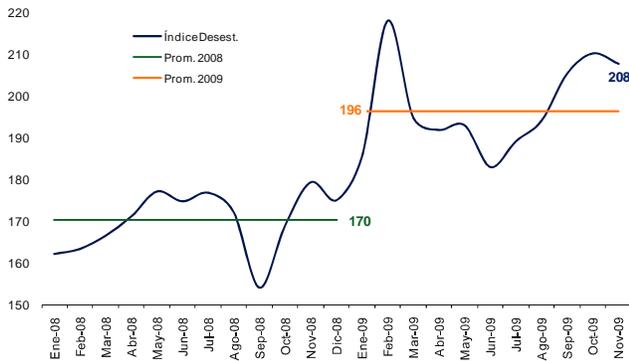
FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos  
 ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica  
 NOTA: (MMm3/d) millones de metros cúbicos por día

**GRÁFICO III.4: PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO Y PRECIOS DEL GAS NATURAL EXPORTADO<sup>1/</sup> (En \$us/Bbl y \$us/MMbtu)**



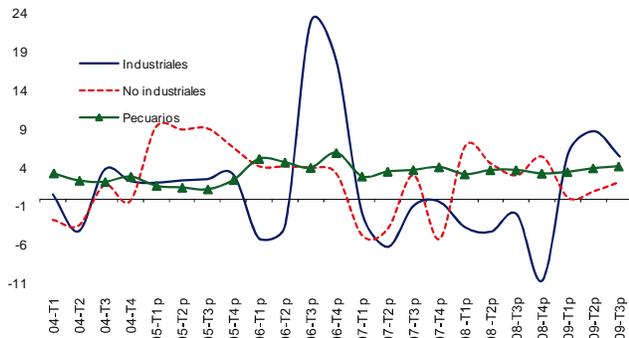
FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos y Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica  
 NOTAS: <sup>1/</sup> El precio de exportación de gas para el contrato GSA, es a noviembre de 2009  
 Bbl: Barril de petróleo  
 MM: millón  
 btu: British Thermal Unit

**GRÁFICO III.5: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN DE CEMENTO  
DESESTACIONALIZADO  
(1998=100)**



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

**GRÁFICO III.6: PIB AGROPECUARIO  
(Crecimiento trimestral anual, en porcentaje)**



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

que la actividad textil creció en 0,8% en el tercer trimestre de 2009, en el cual la apertura de nuevos mercados para las confecciones bolivianas jugó un papel importante.

La construcción alcanzó un crecimiento interanual superior al observado un año atrás. Tanto la construcción residencial como las inversiones públicas en infraestructura coadyuvaron con este resultado. El impulso de la inversión pública fue mayor hacia finales de 2009 por la ejecución de proyectos por parte del gobierno central como de los subnacionales. La dinámica del sector se reflejó en el desempeño de la producción de cemento, que muestra un promedio mensual en 2009 mayor al de 2008 (Gráfico III.5).

En lo que respecta a la producción agropecuaria, ésta continuó su fase de recuperación luego de los efectos adversos de los fenómenos climáticos de 2007 y 2008. En los primeros tres trimestres de 2009, el sector creció 3,4%. Se estima que el crecimiento al cierre de la gestión supere el 3%, aún a pesar de la irrupción del fenómeno "El Niño" en la última parte del año.<sup>27</sup> La producción de industriales tuvo una particular importancia en la dinámica del sector. Resaltan los productos agrícolas cultivados en el oriente del país como las oleaginosas y en particular la soya, cuya superficie cultivada aumentó en 24%,<sup>28</sup> gracias a una exitosa campaña de invierno. En menor medida, aportaron la producción de azúcar y algodón. Por su parte, los productos pecuarios presentaron un crecimiento estable pese a la pérdida de alrededor de 5 mil bovinos por la sequía.<sup>29</sup> En términos de volumen, el sector agropecuario del oriente creció en una cifra en torno a 20%. En el caso de los productos agrícolas no industriales, el crecimiento observado llegó a 2,2% entre los que resaltan tubérculos, cereales, frutas y verduras (Gráfico III.6).

En lo que se refiere al rubro de transporte, el aporte de las actividades de transporte de pasajeros y carga fue importante debido a la actividad de la línea aérea estatal Boliviana de Aviación (BOA) que dinamizó el sector, en un entorno de menor demanda por transporte del sector hidrocarburífero.

<sup>27</sup> Cabe mencionar que según estudios de meteorología, el fenómeno "El Niño" habría ingresado nuevamente mostrando sus efectos a partir del cuarto trimestre de 2009.

<sup>28</sup> Cámara Agropecuaria del Oriente (CAO).

<sup>29</sup> Viceministerio de Desarrollo Rural.

### III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

Desde el punto de vista del gasto, el principal factor para el crecimiento del PIB continuó siendo la demanda interna, consistente con las políticas actuales de estímulo del crecimiento. Sin embargo, la demanda externa neta también reportó incidencias positivas a partir del segundo trimestre de 2009, luego de cuatro trimestres consecutivos de contribuciones negativas (Gráfico III.7).

Hasta el tercer trimestre, el consumo privado creció en 3,4% con una incidencia de 2,4pp. Las políticas de redistribución del ingreso implementadas por el Gobierno fueron importantes para sostener la dinámica de la demanda interna. Esto fue posible por el efecto ingreso favorable que generaron las transferencias a los hogares, además de las transferencias del exterior (remesas), que a pesar de haberse reducido, alcanzaron un nivel superior a 4% del PIB.

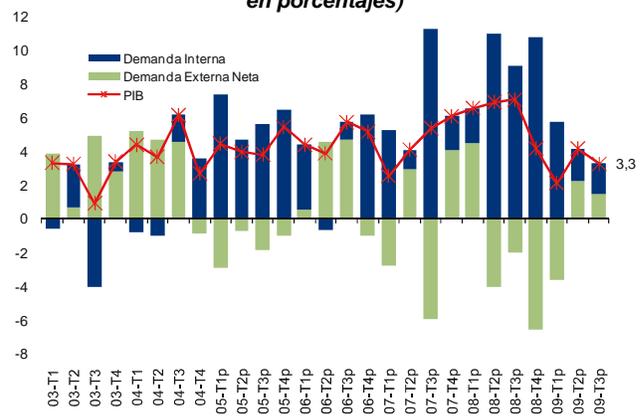
Por su parte, el consumo público creció en 5%. La inversión pública mostró una contribución de 0,7% al tercer trimestre y se habría dinamizado en el último trimestre de 2009 por la ejecución de proyectos de inversión, tanto de los gobiernos subnacionales como del gobierno central (Cuadro III.2). La inversión privada disminuyó, en un entorno de crisis económica global. Sin embargo, la disminución de las tasas de interés activas y la liquidez con la que cuenta el sistema financiero nacional, hacen prever un mayor dinamismo.

### III.2. FINANZAS PÚBLICAS

Cifras preliminares acumuladas a noviembre de 2009, medidas por el BCB a partir del financiamiento al SPNF,<sup>30</sup> muestran un superávit de Bs2.433 millones (Cuadro III.3). Este resultado positivo se alcanzó a pesar del entorno externo desfavorable. La política económica del Órgano Ejecutivo destinada a apuntalar la demanda agregada priorizó la inversión y mantuvo controlado el gasto corriente.

<sup>30</sup> Considera información de otro financiamiento (deuda flotante y certificados fiscales) del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas hasta octubre de 2009.

**GRÁFICO III.7: DEMANDA INTERNA Y EXTERNA NETA**  
(Crecimiento e incidencias en la variación trimestral anual, en porcentajes)



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

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

	Crecimiento			Incidencia		
	T3-07	T3-08	T3-09	T3-07	T3-08	T3-09
<b>PIB</b>	<b>4,0</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>
<b>Consumo</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8</b>	<b>3,6</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<b>2,9</b>
Público	3,4	3,9	5,0	0,4	0,4	0,5
Privado	3,0	6,1	3,4	2,1	4,2	2,4
<b>Inversión</b>	<b>24,0</b>	<b>17,9</b>	<b>0,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>0,2</b>
Variación de existencias	-	-	-	1,6	0,5	0,2
FBKF	14,6	18,3	-0,3	1,8	2,4	0,0
Pública	18,4	22,2	9,0	1,1	1,5	0,7
Privada	10,9	14,2	-10,3	0,7	0,9	-0,7
<b>Exportaciones netas</b>	<b>-35,3</b>	<b>-23,2</b>	<b>7,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,2</b>
Exportaciones	-1,4	7,0	-13,6	-0,6	2,5	-4,9
Importaciones	3,8	9,9	-15,1	1,2	3,3	-5,1
<b>Demanda interna</b>	<b>6,1</b>	<b>7,8</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8</b>	<b>7,6</b>	<b>3,1</b>

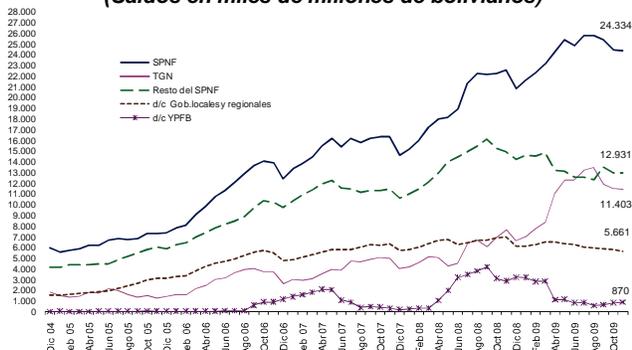
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**CUADRO III.3 FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(En millones de bolivianos, a tipo de cambio fijo)

	Flujos en millones de Bs		Variación Absoluta (2) y (1)
	2008 (1)	2009p (2)	
<b>Financiamiento <sup>1/</sup></b>	<b>-8.396</b>	<b>-2.433</b>	<b>5.963</b>
<b>Financiamiento externo</b>	<b>1.219</b>	<b>589</b>	<b>-630</b>
Desembolsos	3.097	2.791	-306
Bonos del Tesoro-CAF, FONDEM Venez.	661		-661
Amortizaciones	-2.490	-2.200	-290
Otros	-50	-2	-48
<b>Financiamiento interno</b>	<b>-9.614</b>	<b>-3.022</b>	<b>6.592</b>
Banco Central	-7.748	-3.267	4.481
Crédito	1.870	288	-1.582
Depósitos	-8.243	-3.453	-4.789
Quasifiscal	-1.375	-102	-1.274
Sistema financiero	-878	1.725	2.603
d/c Sistema Bancario	-464	682	1.146
Otro financiamiento interno	-988	-1.479	-491
d/c Certificados fiscales	-18	-992	-973

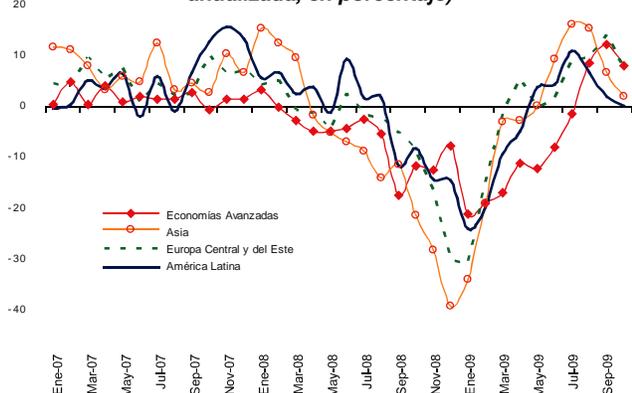
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> El Financiamiento es igual al Balance Global del SPNF con signo contrario

**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

**GRÁFICO III.9 IMPORTACIONES MUNDIALES**  
(Promedio móvil de tres meses de la variación mensual anualizada, en porcentaje)



FUENTE: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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

	Ene-Sep			Variación	
	2007	2008 <sup>P</sup>	2009 <sup>P</sup>	Absoluta	Relativa (%)
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>1.092,1</b>	<b>1.630,4</b>	<b>776,9</b>	<b>-853,4</b>	<b>-52,3</b>
Balanza Comercial	681,9	1.222,8	440,1	-782,6	-64,0
Exportaciones FOB	3.126,8	4.845,5	3.549,0	-1.296,5	-26,8
Importaciones CIF	2.444,9	3.622,7	3.108,9	-513,9	-14,2
Servicios	-148,5	-151,2	-137,0	14,2	9,4
Renta (neta)	-350,0	-406,0	-429,8	-23,8	-5,9
Transferencias	908,7	964,8	903,6	-61,2	-6,3
<b>TOTAL FINANCIAMIENTO</b>	<b>-1.471,5</b>	<b>-2.430,4</b>	<b>-521,9</b>	<b>-1.908,5</b>	<b>-78,5</b>
RIN (aumento:-) <sup>1/</sup>	-1.471,5	-2.430,4	-521,9	-1.908,5	-78,5
<b>Ítems pro memoria: En % del PIB</b>					
Cuenta corriente	8,3	9,7	4,5		
Exportaciones de bienes	23,7	28,9	20,7		
Importaciones de bienes	14,6	21,6	18,1		
Reservas en meses de importación	7,9	10,3	21,0		

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

Los depósitos del SPNF en el BCB continuaron creciendo durante la gestión, alcanzando a fines de noviembre a Bs24.334 (Gráfico III.8).

Debido a factores estacionales del gasto, se espera que el balance fiscal al cierre de la gestión tienda al equilibrio.

### III.3 DEMANDA EXTERNA Y BALANZA DE PAGOS

Uno de los resultados más importantes de la crisis mundial fue la caída sin precedentes del comercio mundial de 21% en el último trimestre de 2008 y de 22% en el primer trimestre de 2009. Sin embargo, a partir del segundo trimestre se observaron signos de mejora en ésta actividad (8% de incremento) y una recuperación diferenciada de las importaciones en función de la recuperación de las economías (Gráfico III.9).

En este entorno de menor comercio mundial, en el período enero - septiembre de 2009, la cuenta corriente registró un superávit de \$us777 millones (4,5% del PIB anual estimado), resultado del superávit en la balanza comercial (2,6 % del PIB anual estimado) y principalmente de las remesas recibidas de emigrantes bolivianos en el exterior que alcanzaron a 4,4% del PIB anual estimado (Cuadro III.4).

Este comportamiento permitió ganancias de Reservas Internacionales Netas (RIN) entre enero y septiembre de 2009 por \$us522 millones.<sup>31</sup> Cabe resaltar que al 31 de diciembre, las RIN alcanzaron a \$us8.580 millones, un nivel de reservas que determinaron ratios superiores a los parámetros establecidos por el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés) en términos de importaciones, agregado monetario amplio (M<sup>3</sup>), depósitos en el sistema financiero y deuda externa pública de corto plazo.

Las exportaciones FOB totalizaron \$us4.027 millones en el período enero-octubre 2009, registrando una disminución de 25,9% respecto a similar período de 2008, debido principalmente a las menores cotizaciones internacionales. Sin embargo, se mantuvo por encima del valor registrado en similar período de 2007

<sup>31</sup> 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 ni modificaciones en los tipos de cambio del euro y DEG.

(\$us3.561 millones) así como de los observados en años anteriores (Cuadro III.5).

Las cotizaciones internacionales de materias primas disminuyeron durante el primer trimestre de 2009 posteriormente tendieron a estabilizarse y después a recuperarse durante los siguientes meses. El Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPPBX) mostró niveles superiores a los registrados antes al *boom* de precios, aunque menores a los alcanzados a fines de 2007 y 2008 (Cuadro III.6). En el caso del IPPBX que excluye combustibles se observó un crecimiento de 36,6% entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009, como resultado del incremento de los precios de productos mineros (65,6%) y de productos agrícolas (7,1%).

En el caso de los combustibles, los precios actuales son superiores a los prevalecientes antes del *boom* mencionado. El precio del petróleo se recuperó significativamente y al cierre de 2009 fue superior en 28% con relación al nivel observado en diciembre de 2006. La recuperación del precio de exportación del gas es más lenta debido a los rezagos que involucra el cálculo del precio efectivo, comparado con diciembre de 2008 disminuyó en 39,4% pero es superior en 14,1% con relación al prevaleciente en diciembre de 2006.

Las importaciones acumuladas a octubre de 2009 (\$us3.551 millones) registraron una caída de 14,4% respecto a similar período de 2008; sin embargo, registró un incremento de 27,4% respecto a 2007 (Cuadro III.7). Un 79% del valor importado corresponde a bienes intermedios y de capital destinados al sector productivo, contribuyendo de manera importante a la actividad económica.

El valor de las exportaciones superaron al de las importaciones, determinando una balanza comercial superavitaria en el período enero - octubre de 2009 (\$us476 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).

Las remesas de trabajadores contribuyeron al saldo positivo en las transferencias netas de la cuenta corriente. Cifras preliminares muestran que en el período enero - octubre de 2009 alcanzaron a \$us848 millones, presentando una disminución de 7,5%

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

DESCRIPCIÓN	Ene-Oct			Var.(%)	
	2007	2008	2009	ene-oct 09/ ene-oct 08	ene-oct 09/ ene-oct 07
Minerales	1.054	1.690	1.439	-14,9	36,5
Hidrocarburos	1.835	2.868	1.771	-38,2	-3,5
d/c Gas natural	1.584	2.549	1.696	-33,5	7,1
Productos no tradicionales	741	988	962	-2,6	29,8
Otros bienes	243	347	262	-24,6	7,6
Total Exportaciones CIF	3.873	5.894	4.433	-24,8	14,5
Total Exportaciones FOB	3.561	5.435	4.027	-25,9	13,1

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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

DESCRIPCIÓN	29-dic-06	31-dic-07	31-dic-08	31-dic-09	Variación %	
					31-Dic-2009 / 31-Dic-08	31-Dic-2009 / 31-Dic-06
<b>Precio de Combustibles</b>						
Petróleo (Brent) (\$us/barril)	60,1	93,9	41,8	77,2	84,9	28,4
Gas (\$us/MPC)	4,55	5,33	8,57	5,19	-39,4	14,1
<b>IPPBX por sectores (Base diciembre 2006 = 100)</b>						
IP Minería	100,0	88,6	59,3	98,2	65,6	-1,8
IP Agricultura	100,0	132,5	136,4	146,1	7,1	46,1
IP Complejo Soya	100,0	144,7	152,8	159,2	4,2	59,2
IPPBX	100,0	113,7	132,2	112,3	-15,1	12,3
IPPBX s/c	100,0	99,5	78,4	107,0	36,6	7,0

FUENTE: Bloomberg.

ELABORACIÓN: BCB

NOTAS: IPPBX = Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

IPPBX s/c = sin tomar en cuenta combustibles

IP = índice de precios

MPC = millar de pies cúbicos

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

DESCRIPCIÓN	Ene-Oct			Var.(%)	
	2007	2008	2009	ene-oct 09/ ene-oct 08	ene-oct 09/ ene-oct 07
Bienes de Consumo	637	914	698	-23,6	9,5
Bienes Intermedios	1.396	2.122	1.840	-13,3	31,8
Bienes de Capital	730	1.051	960	-8,7	31,4
Diversos	24	63	54	-14,6	126,1
Total CIF	2.787	4.150	3.551	-14,4	27,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

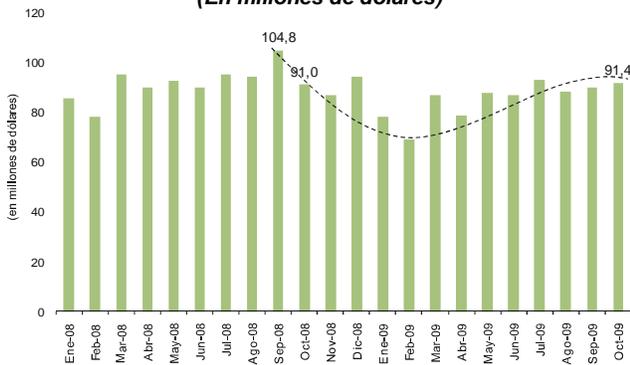
**CUADRO III.8: BALANZA COMERCIAL**  
(En millones de dólares)

DESCRIPCIÓN	Ene-Oct			Var.(%)	
	2007	2008	2009	ene-oct 09/ ene-oct 08	ene-oct 09/ ene-oct 07
BALANZA COMERCIAL	774	1.285	476	-63,0	-38,6
Exportaciones FOB	3.561	5.435	4.027	-25,9	13,1
Importaciones CIF	2.787	4.150	3.551	-14,4	27,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

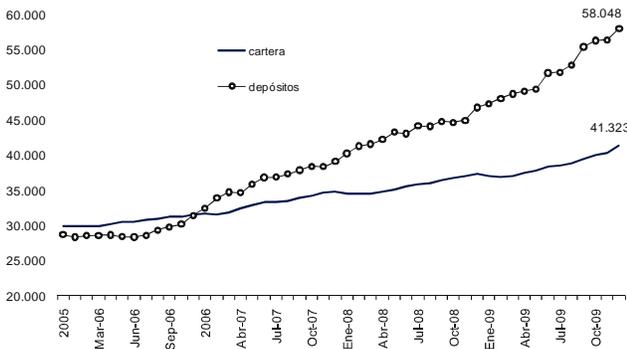
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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



FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO III.11: DEPÓSITOS Y CARTERA EN EL SISTEMA FINANCIERO**  
(En millones de bolivianos)



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

respecto a similar período de 2008, éstas fueron superiores con relación a 2007 y años previos. La caída registrada en enero - octubre 2009 se considera moderada dado el contexto y los efectos de la crisis económica internacional (Gráfico III.10). Sin embargo, el Banco Mundial estima que en 2010 las remesas, aunque en forma débil, crecerían en 1,4%, y en 2011 las mismas alcancen los niveles pre-crisis (con un crecimiento de 3,9%) como producto de la estabilización del mercado laboral en el exterior y la probable consolidación de la recuperación económica.<sup>32</sup>

### III. 4 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA<sup>33</sup>

En 2009 la crisis financiera internacional no incidió de manera directa sobre el sistema financiero boliviano por el menor grado de integración de éste con el exterior y debido a que se tiene una bolsa de valores concentrada en títulos domésticos de renta fija. Las presiones en el mercado cambiario (iniciada a fines de 2008) se fueron disipando a lo largo de la gestión 2009. Hasta mayo de 2009, los depósitos en Moneda Nacional (MN) disminuyeron mientras que aquellos en Moneda Extranjera (ME) crecieron. Con el desvanecimiento de las expectativas de depreciación del tipo de cambio durante el segundo semestre, los depósitos en moneda nacional retomaron la senda de crecimiento que habían venido registrando anteriormente, permitiendo, junto al crecimiento moderado de las captaciones en moneda extranjera en esta parte del año, que el total de depósitos registre un incremento importante.

En efecto, en 2009 los depósitos del sistema financiero registraron un crecimiento significativo respecto a diciembre de 2008 (Gráfico III.11). El saldo de los depósitos alcanzó a Bs58.048 millones, mayor que el de la gestión anterior en 24,0%, tasa de crecimiento que es mayor a la observada en 2008 (20%). Asimismo, la cartera mostró un comportamiento creciente, con mayor dinamismo desde el mes de agosto, cuando se aprobó la modificación al reglamento de encaje legal que introdujo incentivos para el crecimiento del crédito en moneda nacional, tal como se explica en el capítulo

<sup>32</sup> Ratha, Mohapatra and Ani Silwal (2009), *Migration and Remittance Trends 2009. Development Prospects group World Bank.*

<sup>33</sup> Los datos de captaciones y colocaciones de esta sección son compilados de acuerdo a normas y metodologías internacionales, cuyo marco referencial es el *Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF).*

IV. Como resultado se registró un crecimiento interanual de la cartera de créditos de 10,6%, frente al 7,4% de 2008 (Gráfico III.12).

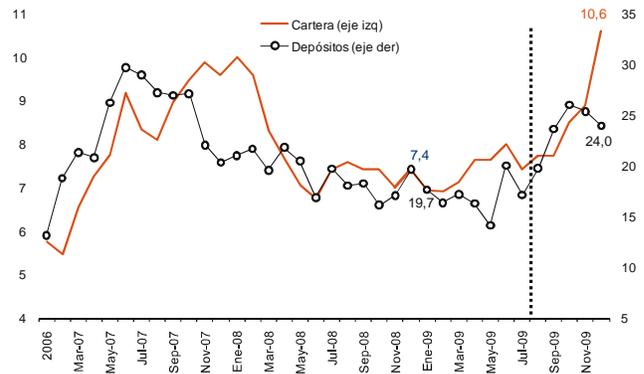
Los importantes estímulos que se han realizado para la consolidación de la confianza en el sistema financiero y la preservación del proceso de bolivianización de sus operaciones, se ven reflejados en indicadores que muestran en 2009 bajos índices de morosidad, elevados ratios de solvencia, márgenes de rentabilidad adecuados y un importante nivel de liquidez que un futuro cercano podrá ser canalizada a emprendimientos productivos (Cuadro III.9). Cabe destacar también la preferencia por depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo que en conjunto representaron el 76% del ahorro financiero al cierre de la gestión 2009, una participación de sólo 2pp por debajo a la alcanzada a fines de 2008, aspecto que refleja la confianza de los depositantes, aún en un contexto adverso que se originó con la crisis financiera internacional.

El mayor uso del boliviano disminuye los riesgos de liquidez, cambiario y crediticio; donde el primero se refiere a descalces que pueden presentarse en los flujos de recursos en moneda extranjera, el segundo se deriva de los movimientos del tipo de cambio, y el último se origina porque las variaciones del tipo de cambio afectan la capacidad de pago de los deudores que perciben sus ingresos en moneda nacional y tienen deudas en moneda extranjera.

Los indicadores de bolivianización del sistema financiero muestran que los riesgos mencionados se habrían reducido en el segundo semestre de 2009. En efecto, el porcentaje de depósitos en moneda nacional respecto del total presentó un incremento sostenido en este período, en cambio los depósitos en UFV y en moneda extranjera redujeron su participación. Por su parte, el índice de bolivianización de la cartera es el más alto registrado en las últimas dos décadas (36,5%), con muchas perspectivas de seguir en ascenso (Gráfico III.13).

La disminución de la cartera en ME en el segundo semestre permitió reducir la exposición de las entidades financieras al riesgo crediticio cambiario (Gráfico III.14). De la misma forma el riesgo de liquidez

**GRÁFICO III.12: TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DE DEPÓSITOS Y CARTERA EN EL SISTEMA FINANCIERO (En porcentajes)**



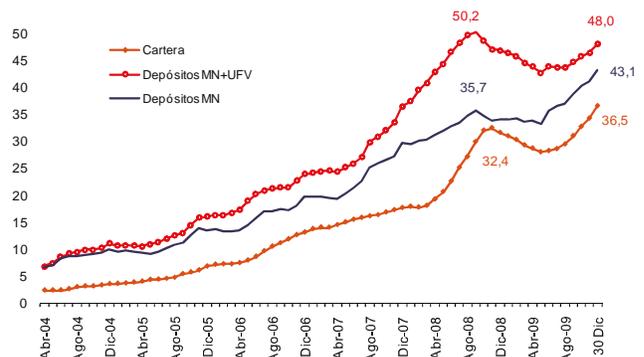
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**CUADRO III.9: PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO (En porcentajes)**

	2005	2006	2007	2008	Dic-09 p
Pesadez de Cartera (%)	11,3	8,7	5,6	4,3	3,9
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	14,7	13,3	12,6	13,7	13,4
ROE	6,4	13,3	21,2	20,3	19,7
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	30,7	33,9	35,2	43,3	48,3

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

**GRÁFICO III.13: BOLIVIANIZACION DE DEPÓSITOS Y DE CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO (Como porcentaje del total)**

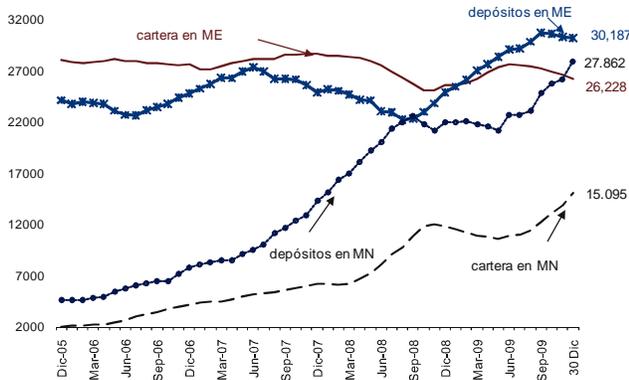


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

en ME extranjera se redujo en este período, debido a la mayor preferencia observada por depósitos y créditos en moneda nacional, en consistencia con la política de remonetización impulsada por el BCB (Recuadro IV.1).

**III.5 COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS<sup>34</sup>**

**GRÁFICO III.14: CARTERA Y DEPÓSITOS POR MONEDAS**  
(Saldos en millones de bolivianos)



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

A diciembre de 2009, las tasas de crecimiento interanual de todos los agregados monetarios fueron inferiores a las registradas en diciembre de 2008, con excepción de la base monetaria con una tasa mayor que refleja la fuerte acumulación de excedentes de encaje legal (Cuadro III.10).

Estos resultados se deben al efecto estadístico de comparar las cifras con un período de crecimientos inusuales de los agregados en moneda nacional (explicado por la fuerte inyección de liquidez y el importante aumento de la preferencia por el boliviano con relación al dólar entre 2007 y los primeros nueve meses de 2008). En efecto, las tasas interanuales de crecimiento de los agregados monetarios presentaron altos incrementos sucesivos hasta septiembre de 2008 y posteriormente desaceleraciones acentuadas hasta fines del tercer trimestre de 2009, para luego registrar nuevamente incrementos en el último trimestre.

**CUADRO III.10: TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS**  
(A doce meses, en porcentaje)

	dic-07	jun-08	dic-08	jun-09	dic-09
Base monetaria	55,5	65,7	27,7	10,2	32,6
Emisión monetaria	60,7	64,6	20,9	-0,9	10,8
M1	59,0	62,3	27,0	2,8	15,4
M1	43,2	39,4	20,3	3,5	18,8
M2	69,9	87,1	35,8	2,6	12,7
M2	41,1	42,6	24,6	8,2	18,4
M3	73,4	89,3	38,0	6,2	19,1
M3	28,9	26,4	19,9	14,1	20,0

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

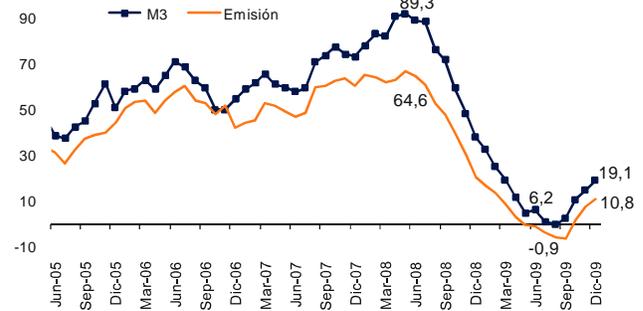
El aumento reciente en las tasas de crecimiento fue más pronunciado en el caso de los agregados en moneda nacional, lo que tiene relación con la estabilización de las expectativas en el mercado cambiario, que se tradujo en una mayor demanda de moneda nacional por motivo transacción. En efecto, la emisión monetaria pasó de un crecimiento a doce meses de 64,6% en junio de 2008 a -0,9% en junio de 2009, cerrando la gestión con una tasa de 10,8%. De igual manera, el agregado monetario M3 (circulante más depósitos totales en moneda nacional), pasó de tasas de crecimiento de 89,3% a 6,2% y luego a 19,1%, en las mismas fechas indicadas (Gráfico III.15).

<sup>34</sup> La información a diciembre 2009 es preliminar.

Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios que incluyen el circulante más los depósitos en MN y ME (M'1 y M'3) mostraron menor variabilidad. En efecto, el crecimiento interanual del M'1 luego de haber alcanzado a 39,4% en junio de 2008, se desaceleró a 3,5% en junio de 2009 y aumentó a 18,8% en diciembre de 2009. Por su parte, el agregado monetario más amplio M'3 pasó de 26,4% a 14,1% y a 20,0%, respectivamente (Gráfico III.16).

A pesar de las fluctuaciones en las tasas anuales de crecimiento de los agregados monetarios, su comportamiento fue coherente con la demanda de dinero, sus determinantes y, principalmente con la preferencia por moneda nacional. Ciertamente, el incremento de la tasa de crecimiento de la emisión monetaria en el último trimestre del año se habría debido al repunte de la bolivianización desde mediados de 2009.

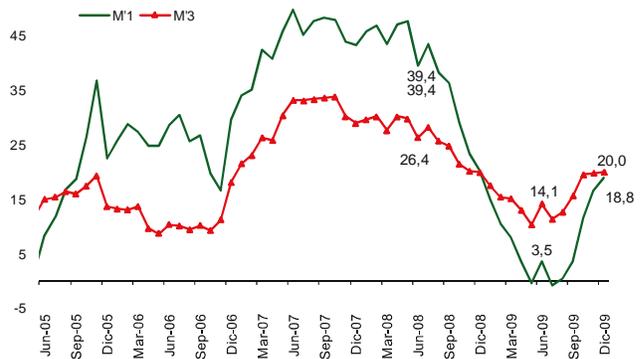
**GRÁFICO III.15: TASAS INTERANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS EN MONEDA NACIONAL (En porcentaje)**



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

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO III.16: TASAS INTERANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS QUE INCLUYEN DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA (En porcentaje)**



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

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica



## IV. Políticas del BCB

*Durante el segundo semestre de 2009, las políticas del BCB continuaron orientadas 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 orientación de la política monetaria, que a partir del cuarto trimestre de 2008 se tornó gradualmente expansiva, se profundizó en el segundo semestre de 2009, reflejándose en una mayor inyección de liquidez y en reducciones significativas de las tasas de interés de los títulos de regulación monetaria. Las tasas de intermediación financiera también registraron disminuciones aunque en menor proporción que las observadas en el mercado monetario, generando mejores condiciones para el desarrollo del mercado crediticio. Adicionalmente, se redujo el requerimiento de encaje legal con el fin de facilitar la expansión del crédito y de los depósitos en moneda nacional en el sistema financiero.*

*Por otra parte, a partir de la irrupción de la crisis económica internacional, el BCB redujo el ritmo de apreciación de la moneda nacional hasta mantener estable el tipo de cambio desde octubre de 2008. Ésta y otras medidas complementarias permitieron que durante todo el segundo semestre de 2009 las expectativas infundadas sobre la evolución futura del tipo de cambio convergieran hacia el tipo de cambio oficial. A su vez, disminuyeron sustancialmente las compras de divisas al BCB de parte de las entidades financieras y a éstas del público, declinaron las*

*transferencias al exterior y se preservó el proceso de bolivianización financiera y real. Además, la estabilidad cambiaria fue concordante con el descenso de la inflación, la estabilidad de precios y la situación favorable de la posición externa. Por tanto, la política cambiaria permitió afrontar adecuadamente los choques externos que se registraron en los últimos años, siendo calificada de exitosa por organismos internacionales.*

*De esta manera, las políticas monetaria y cambiaria contribuyeron al desvanecimiento de las expectativas de depreciación, a preservar la estabilidad del sistema financiero, consolidar el proceso de bolivianización en las transacciones reales y financieras, mantener el crecimiento sostenido de las reservas internacionales netas y, primordialmente al objetivo de apuntalar el dinamismo de la actividad económica en un contexto de desaceleración global, todo lo anterior supeditado al objetivo de que la inflación esté bajo control. También se debe destacar la coordinación de las políticas macroeconómicas que se tradujo en el "Acuerdo de Ejecución del Programa Financiero Nacional 2009", en una muestra de la transparencia y el compromiso de las autoridades con la estabilidad macroeconómica.*

#### **IV.1 POLÍTICA MONETARIA**

Durante el segundo semestre de 2009 la política monetaria acentuó la orientación expansiva iniciada en el último trimestre de 2008, se incrementó la liquidez del sistema financiero con el fin de permitir la reducción de las tasas de intermediación financiera para apuntalar la demanda agregada, en el contexto mundial de crisis económica y financiera internacional. Asimismo, en el semestre se profundizó el proceso de bolivianización de las transacciones reales y financieras.

##### ***IV.1.1 El programa monetario***

El Programa Monetario para la gestión 2009, aprobado por el Directorio del BCB a principios del anterior año, estableció metas de expansión al Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN) y al Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero

(CIN-SPNF), y una pérdida 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 y contribuir a la reducción de las tasas de intermediación financiera y generar mejores condiciones para el desarrollo del mercado crediticio.

El Programa Monetario juntamente con el programa fiscal y las proyecciones de la balanza de pagos, en el marco de los objetivos y metas de política económica, constituyen el Programa Financiero anual elaborado en forma coordinada entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB.<sup>35</sup> 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 coordinación de las políticas macroeconómicas y el compromiso de transparencia de las autoridades.<sup>36</sup>

A noviembre de 2009, todas las metas del Programa Financiero fueron cumplidas con suficientes márgenes, excepto el financiamiento interno al SPNF que mostró un ligero desvío (Cuadro IV.1).

La contracción del CIN-SPNF fue menor a la de 2008; y respondió principalmente a la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB, constituyéndose en uno de los factores importantes de contracción del

**CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FINANCIERO  
A NOVIEMBRE DE 2009<sup>1/ P/</sup>**  
**(Flujos en millones de bolivianos acumulados  
a partir del 1ro de enero de 2009)**

		Meta Acordada <sup>2/</sup>	Ejecución
<b>VARIABLES FISCALES</b>			
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	-464	-2.433
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-3.053	-3.022
<b>VARIABLES MONETARIAS</b>			
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	34	-2.465
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs	-611	-3.165
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	\$us	135	356

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: <sup>1/</sup> 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

<sup>2/</sup> Programa acordado entre el BCB y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas en abril de 2009

<sup>P/</sup> Cifras preliminares

<sup>35</sup> La importancia de la coordinación de las políticas macroeconómicas se refleja en los Artículos 326 y 328 de la Constitución Política del Estado, que señalan la necesidad de coordinar con el Órgano Ejecutivo para determinar las políticas monetaria, cambiaria y financiera del país.

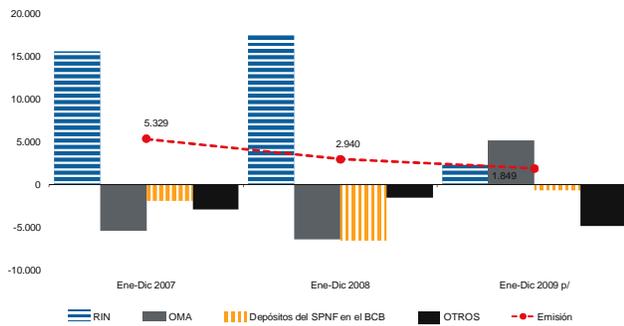
<sup>36</sup> Desde 2006 y en una muestra clara del compromiso con la estabilidad macroeconómica y la voluntad de rendir cuentas sobre el tema a la sociedad, las principales autoridades del MEFP y del BCB suscribieron acuerdos que incluyen las metas macroeconómicas cuantitativas para cada gestión. En 2009 se denominó "Acuerdo para la Ejecución del Programa Financiero Nacional" y anteriormente fue denominado "Memorándum de Entendimiento".

**CUADRO IV.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA  
A DICIEMBRE DE 2009<sup>p/</sup>**  
(Flujos en millones de bolivianos a tipo de cambio fijo)

	2008	2009
<b>1. EMISIÓN</b>	<b>2.940</b>	<b>1.849</b>
<b>2. CRÉDITO INTERNO NETO (CIN)</b>	<b>-14.509</b>	<b>-417</b>
2.1 SECTOR PÚBLICO	-6.052	-501
Crédito Neto del BCB (CIN SPNF)	-4.595	-395
Cuasifiscal	-1.457	-106
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	-5.943	-1.060
Desarrollo	-1	0
Encaje legal	-1.905	-5.373
<b>OMA (LT y BT "D")</b>	<b>-3.704</b>	<b>4.592</b>
Otros	-333	-279
del cual Préstamos de liquidez	-256	-25
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	15	-56
2.4 OTROS	-2.535	1.194
d/c: OMA subasta y directa (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	-2.733	547
2.5 OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	6	6
<b>3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)</b>	<b>17.449</b>	<b>2.266</b>
(en mill. \$us.)	2.374	325
<b>PRO MEMORIA: OMA total + encaje legal + préstamos de liquidez.</b>	<b>-8.599</b>	<b>-259</b>

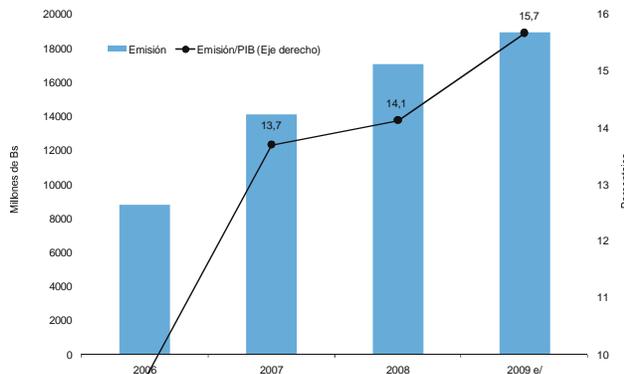
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTAS: p/ Cifras preliminares

**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 diciembre de 2009

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



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTAS: e/ Cifras estimadas de acuerdo al Programa Monetario 2009

CIN.<sup>37</sup> El SPNF terminó el año con recursos adicionales que se constituirán en fuente para dinamizar la actividad económica en la siguiente gestión.

En un entorno caracterizado por la profunda crisis financiera internacional, se destaca la fortaleza de las RIN cuyo saldo creció durante la gestión 2009 en \$us325 millones,<sup>38</sup> aunque el programa había considerado una pérdida. Se obtuvo una ganancia neta explicada por la recuperación más rápida de los precios de exportación, canalizada al superávit comercial y una reducción moderada de las remesas de inmigrantes al país.

La contracción del CIN al sistema financiero en 2009 fue sustancialmente menor a la del año anterior, debido al cambio en la orientación de la política monetaria reflejado en la redención neta de títulos públicos que alcanzó a Bs4.592 millones frente a una colocación neta equivalente a Bs3.704 millones realizada en 2008 (Cuadro IV.2).<sup>39</sup> Las OMA, luego de haber sido básicamente un factor de contracción de liquidez, en 2009 se transformaron en un instrumento de expansión de liquidez mediante la redención gradual de títulos en la medida que éstos se vencían, estas operaciones compensaron parcialmente el efecto de la acumulación de depósitos del sector público (Gráfico IV.1). Estos últimos se constituyeron por la acumulación de excedentes de encaje legal que las entidades financieras mantienen en cuentas en el BCB, y representan liquidez que potencialmente puede

<sup>37</sup> 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 MEFP al BCB. Al final del año el saldo desembolsado de esta línea fue de \$us250,1 millones. En el marco de la Nueva Constitución Política del Estado (10/06/09) mediante D.S N° 0162 se dispuso que el BCB desembolse en bolivianos el saldo pendiente del crédito de emergencia. En este sentido, el Directorio del BCB estableció el cambio de denominación del crédito al TGN de dólares estadounidenses a moneda nacional, mediante RD 064/2009. El saldo puede ser desembolsado hasta el 31 de diciembre de 2010. Por otra parte, el BCB aprobó un crédito a YPF por \$us1.000 millones. En septiembre de 2009, el Presidente de YPF y del BCB suscribieron el Contrato de Crédito con la finalidad exclusiva de financiar proyectos de inversión a ser ejecutados por YPF de acuerdo con un plan de inversiones. En 2009 no se realizaron desembolsos por dicho concepto.

<sup>38</sup> Cabe destacar que la ganancia neta de RIN en la gestión 2009 alcanza a \$us858 millones, incorporando el efecto del incremento del precio del oro y la apreciación del Euro, además de la asignación de DEGs realizada en agosto 2009. Las cifras en el programa monetario no consideran los efectos señalados.

<sup>39</sup> Estas cifras de Operaciones de Mercado Abierto con títulos públicos reflejan únicamente las realizadas con entidades bancarias y no bancarias están contabilizadas a tipo de cambio fijo y valor descontado. El total de redenciones netas en 2009 alcanzó al equivalente a Bs5.139 millones en tanto que las colocaciones netas de 2008 fueron de Bs6.437 millones.

transformarse en crédito al sector privado en condiciones financieras más accesibles, situación que ya se ha venido observando en los últimos meses de 2009.

La emisión creció en términos interanuales 10,8% y, a fines de la gestión 2009, su saldo representó el 15,7% del PIB. En esa gestión su incremento respondió a la orientación de la política monetaria antes que a operaciones de cambio a diferencia de años anteriores en que el BCB compró fuertes cantidades de dólares. (Gráfico IV.2)

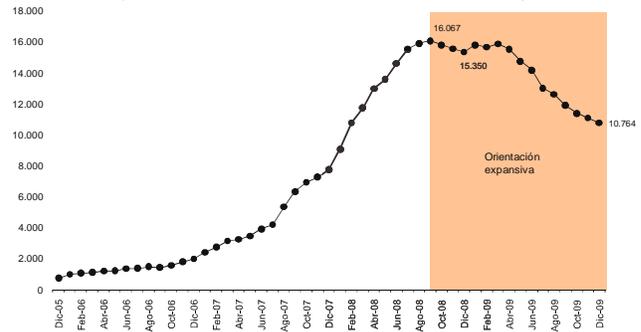
**IV.1.2 Operaciones de mercado abierto**

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

Continuando con la orientación expansiva, en el segundo 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 2008, el saldo neto de títulos de regulación monetaria disminuyó de forma sostenida en 2009, situándose al 31 de diciembre de 2009 en Bs10.764 millones, lo que implica Bs4.586 millones (equivalentes a 658 millones de dólares) menos que el registrado a fines de diciembre de 2008 (Gráfico IV.3).<sup>40</sup> De esta manera, la deuda interna del BCB, que se generó mediante la colocación de títulos en gestiones pasadas, se fue reduciendo, liberando recursos de modo de inducir a las entidades financieras a canalizarlos a los sectores productivos.

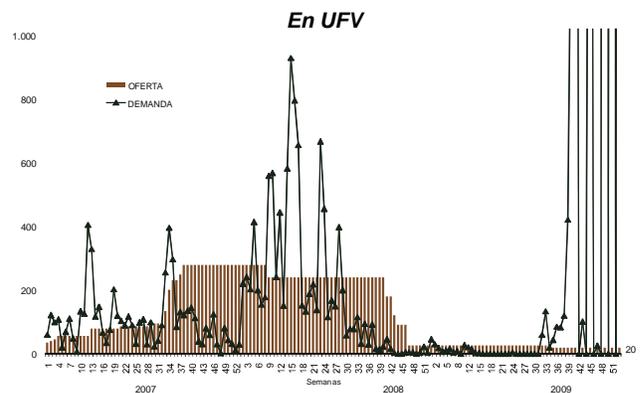
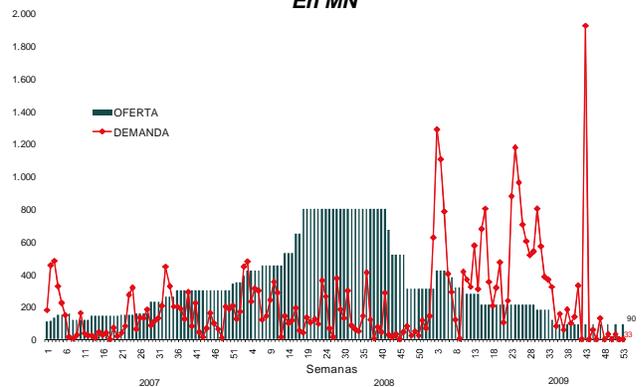
La redención observada, coherente con los lineamientos establecidos por el BCB,<sup>41</sup> fue alcanzada a través de una estrategia que contempló la reducción de la oferta en las subastas de títulos públicos y la concentración de la misma en cortos plazos como 91, 182 y 364 días (Gráfico IV.4). La disminución de la oferta de títulos de regulación monetaria determinó excesos de demanda

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



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

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

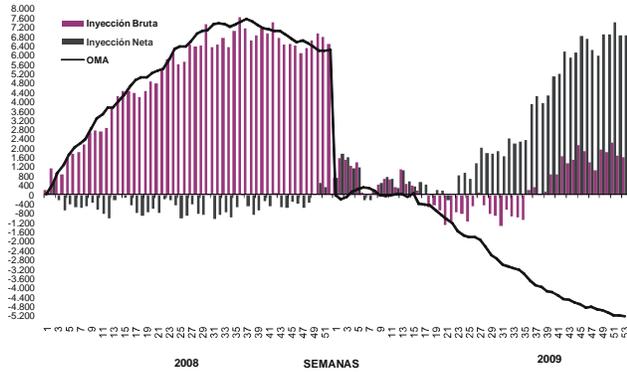


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>40</sup> La disminución alcanzó a más de Bs5.303 millones si se compara con el saldo de fines de septiembre de 2008.

<sup>41</sup> Acorde con el programa monetario y el comportamiento reciente de la economía, el Directorio del BCB establece trimestralmente los lineamientos de las OMA.

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

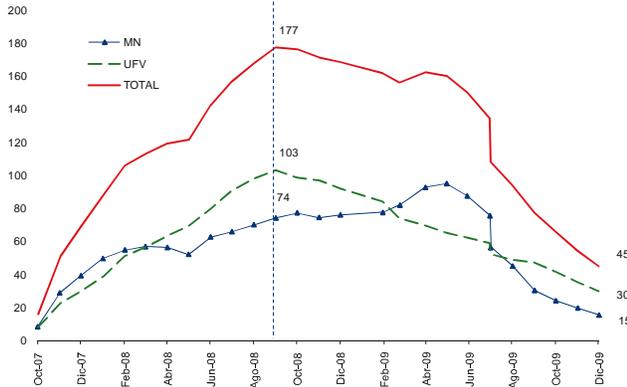


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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.<sup>42</sup>

En 2009, las redenciones netas en OMA permitieron inyecciones netas de liquidez al sistema financiero durante todo el año (Gráfico IV.5), las cuales se tradujeron en fuertes incrementos en los niveles de excedentes de encaje legal, recursos que dadas las caídas de las tasas de interés de títulos públicos y del mercado bancario, se están trasladando gradualmente a crédito al sector privado.

**GRÁFICO IV.6: TÍTULOS DE COLOCACIÓN DIRECTA**  
(Saldos en millones de bolivianos)

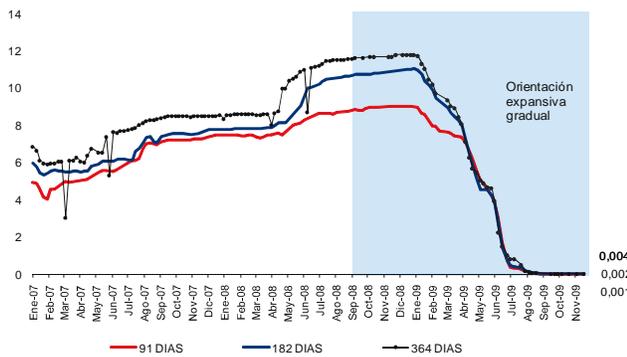


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Asimismo, el saldo de las OMA directas con el público disminuyó considerablemente hasta alcanzar un nivel de Bs45 millones a fines de diciembre equivalente a Bs132 millones menos que los registrados en septiembre de 2008, cuando alcanzaron su nivel más alto, siendo congruente con la reducción de los títulos emitidos en subasta pública y con la orientación expansiva de la política monetaria (Gráfico IV.6).<sup>43</sup>

La inyección de liquidez fue un factor fundamental que incidió en las menores tasas de interés en el mercado monetario. En efecto, la tasa de rendimiento de títulos públicos en Moneda Nacional (MN) a 91 días cayó de 9,02% en diciembre de 2008 a 0,004% a fines de diciembre de 2009. También cayeron de 11,08% a 0,002% las tasas de títulos públicos a 182 días y de 11,78% a 0,001% las de 364 días (Gráfico IV.7). Asimismo, las tasas para operaciones de repo también se redujeron considerablemente hasta alcanzar un 3% en diciembre de 2009, después de haber alcanzado un

**GRÁFICO IV.7: TASAS DE RENDIMIENTO DE TÍTULOS PÚBLICOS EN MN**  
(En porcentajes)



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

<sup>42</sup> A partir de la semana 40 el Comité de Operaciones de Mercado Abierto dispuso que en reemplazo de las ofertas semanales de títulos públicos, las mismas se efectúen en forma bisemanal. Esto se tradujo en una reducción de la oferta de títulos en OMA a la mitad. Cabe señalar también el fuerte exceso de demanda de títulos en UFV a partir de la semana 32 debido a que las entidades financieras efectuaron posturas repetidas con el propósito de asegurar la adjudicación de una parte de estos títulos.

<sup>43</sup> 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.

13% al cierre de 2008. Consecuentemente, las tasas interbancarias registraron una pronunciada caída hasta un 0,78% (Gráfico IV.8).

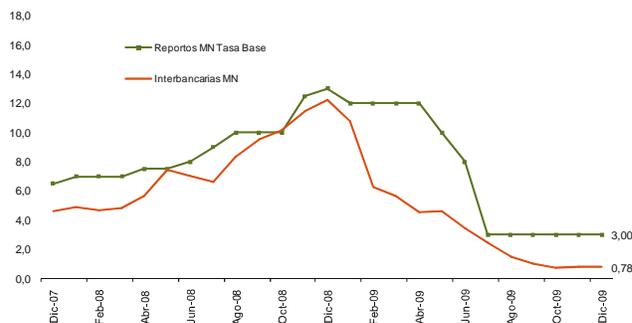
En concordancia con la reducción de las tasas de interés de OMA, aunque en menor ritmo, las tasas de intermediación financiera también registraron disminuciones en operaciones activas y pasivas en ME y MN, para diferentes plazos (Cuadro IV.3). El incremento del encaje adicional a depósitos en ME, a partir de enero de 2009, con el objeto de internalizar los costos de la dolarización, indujo también a la caída de las tasas pasivas en ME, situándose por debajo de las de MN. Asimismo, la modificación en la metodología de cálculo de la TRe para que refleje de mejor manera el costo de fondeo indujo a una disminución de esta tasa que incidió favorablemente en el descenso de las tasas activas.<sup>44</sup>

#### IV.1.3 Encaje legal

El 26 de enero de 2009 entró en vigencia la modificación del Reglamento de Encaje Legal aprobada por R.D.143/2008 de 9 de diciembre de 2008 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). En la medida que su aplicación está dirigida solamente al segmento de nuevos depósitos en ME constituidos después del 30 de septiembre de 2008, este incremento no afectó a la liquidez y más bien, como lo demuestran estudios al interior del BCB, la medida indujo a la caída de las tasas pasivas.

El 23 de junio de 2009, con el propósito principal de incentivar el crédito y los depósitos del sistema financiero en MN, (R. D. N° 070/2009) se determinó la reducción del encaje en MN siempre y cuando aumente la cartera en similar denominación. Así, del encaje requerido en MN y MNUFV se puede deducir 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

**GRÁFICO IV.8: TASAS DE INTERÉS DE REPORTOS E INTERBANCARIAS (En porcentajes)**



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

**CUADRO IV.3: TASAS DE INTERÉS BANCARIAS (En porcentajes)**

	MN			ME		
	Dic-08	Dic-09	Variación pp	Dic-08	Dic-09	Variación pp
<b>PASIVAS</b>						
1 a 30	2,97	0,18	-2,79	0,94	0,15	-0,78
31 a 60	4,08	0,35	-3,73	1,93	0,19	-1,74
61 a 90	5,16	0,48	-4,68	3,68	0,37	-3,31
91 a 180	5,38	0,80	-4,58	5,24	0,51	-4,73
181 a 360	6,39	1,22	-5,17	6,31	0,89	-5,42
361 a 720	7,87	1,67	-6,20	7,19	1,64	-5,55
721 a 1080	9,00	3,22	-5,77	7,69	2,13	-5,56
mas de 1080	10,20	2,36	-7,85	8,63	1,85	-6,78
<b>ACTIVAS</b>						
1 a 30	6,62	8,66	2,05	9,29	11,14	1,86
31 a 60	8,96	6,66	-2,30	8,68	6,55	-2,13
61 a 90	8,62	5,66	-2,96	8,77	6,90	-1,87
91 a 180	9,11	5,32	-3,79	8,75	6,14	-2,61
181 a 360	10,27	5,61	-4,66	9,66	6,58	-3,09
361 a 720	17,14	16,82	-0,32	12,77	11,38	-1,40
721 a 1080	18,36	16,61	-1,75	16,01	10,84	-5,17
mas de 1080	14,23	9,42	-4,81	11,27	9,30	-1,97
<b>TASA DE REFERENCIA (TRe)</b>						
	5,08	0,88	-4,20	5,45	0,50	-4,95

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

**CUADRO IV.4: MODIFICACIONES AL ENCAJE LEGAL**

	Régimen previo			Régimen actual		
	Títulos	Efectivo	Adicional <sup>1/</sup>	Títulos	Efectivo	Adicional <sup>2/</sup>
<b>Moneda Nacional y UFV</b>						
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						
<b>Moneda Extranjera y MVDOL</b>						
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: <sup>1/</sup> Con compensación por el incremento de depósitos en MN y UFV  
<sup>2/</sup> Sin compensación

<sup>44</sup> La TRe corresponde al promedio de las tasas pasivas del sistema financiero.

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.

Como resultado de esta medida, el 41,7% del sistema bancario está haciendo uso de la medida y recomponiendo la estructura de su cartera para obtener los beneficios de esta nueva normativa. En cambio, sólo el 28% del sector no bancario participó en la utilización de la medida.

#### IV.2 POLÍTICA CAMBIARIA

Aunque las condiciones externas generaron incertidumbre con potenciales efectos sobre las expectativas infundadas acerca de la evolución del tipo de cambio, las medidas de política cambiaria diluyeron estas expectativas y estabilizaron el mercado cambiario, contribuyendo a reducir la demanda de dólares y las transferencias al exterior por parte del público y de las entidades financieras, al mismo tiempo que preservar el proceso de bolivianización.

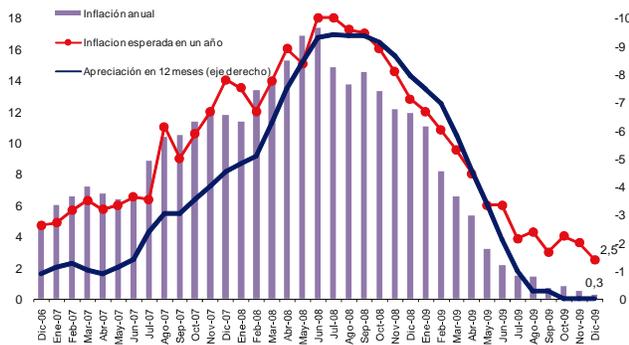
##### IV.2.1 Orientación de la política cambiaria

Con el propósito de evitar los efectos negativos que la alta variabilidad cambiaria habría tenido sobre la actividad productiva y el sistema financiero, con el costo adicional de reanimar expectativas de depreciación de la moneda nacional, el tipo de cambio se mantuvo estable desde octubre de 2008. Esta orientación prudente de la política cambiaria continuó durante el segundo semestre de 2009.

La estabilidad cambiaria fue concordante con el descenso de la inflación y la estabilidad de precios, principal objetivo del BCB. 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 estabilidad actual del tipo de cambio nominal es coherente con la reducción de la inflación observada y esperada (Gráfico IV.9)

Además, la estabilidad cambiaria no generó desalineamientos en el índice de tipo de cambio nominal de Bolivia (base enero de 2003) puesto que

**GRÁFICO IV.9: APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA (Variación porcentual)**



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

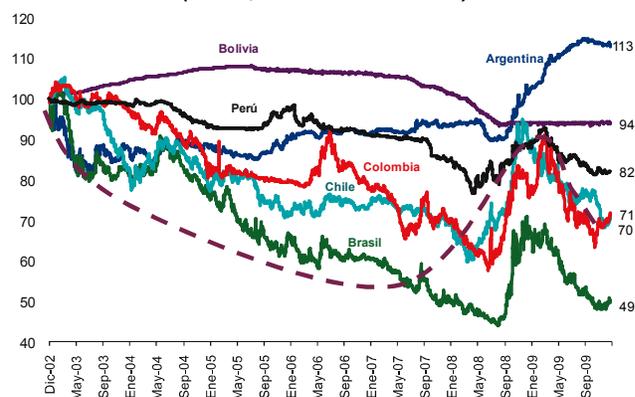
al presente se encuentra por encima del correspondiente a socios comerciales de la región, con excepción de Argentina. En efecto, luego de fuertes apreciaciones de las monedas de las economías de la región, éstas experimentaron depreciaciones significativas en el segundo semestre de 2008, para luego retornar nuevamente a apreciaciones que persistieron a lo largo de 2009, corrigiendo la sobre reacción previa; en tanto que nuestro régimen permitió evitar movimientos ("rodeos") innecesarios (Gráfico IV.10).

Para atenuar los efectos negativos de la sobre-reacción cambiaria, los bancos centrales de varios países intervinieron frecuentemente en sus mercados de divisas. No obstante, la volatilidad fue muy pronunciada, fundamentalmente en aquellos países con regímenes de metas explícitas de inflación (Perú, Chile, Brasil y Colombia). En efecto, en dichos países, la volatilidad cambiaria se incrementó fuertemente en 2008 cuando la crisis económica internacional se manifestó con severidad en los mercados financieros y cambiarios. En 2009, aunque disminuyó respecto a 2008, la volatilidad fue todavía elevada en comparación con la registrada durante 2007.

La orientación de la política cambiaria en Bolivia no sólo contribuyó a la estabilidad macroeconómica, sino también a preservar el proceso de bolivianización en las transacciones reales y financieras (ver Recuadro IV.1). Asimismo, con la política cambiaria adoptada se pudo evitar la volatilidad observada en otros países (Cuadro IV.5) que habría sido costosa porque las empresas, familias y el sistema financiero sufren pérdidas por descalce de monedas<sup>45</sup> e incrementos en la cartera en mora que afectan a la intermediación financiera y consecuentemente a la actividad productiva.

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 de comunicación del país dieron a

**GRÁFICO IV.10 TIPO DE CAMBIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS<sup>1/</sup>**  
(Índice, enero de 2003 = 100)



FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> 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"

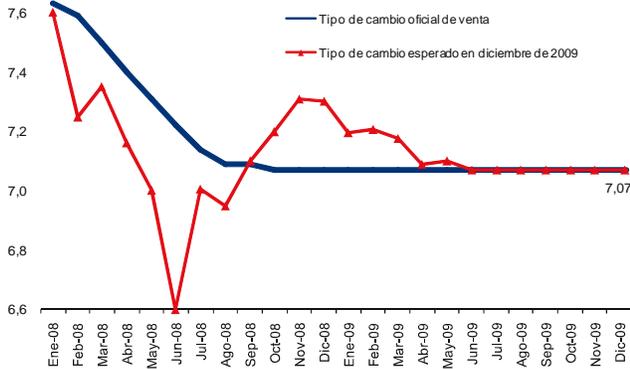
**CUADRO IV.5: COEFICIENTE DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DIARIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS<sup>1/</sup>**  
(En porcentajes)

	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 <sup>2/</sup>	0,16	4,01	3,29	6,53	11,43	9,52

FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> El coeficiente de variación es una medida de variabilidad que se calcula como el cociente entre la desviación típica o estándar (una medida de variabilidad) y la media aritmética, para hacer comparable la volatilidad entre países  
<sup>2/</sup> Información al 31 de diciembre de 2009. Para el caso de Bolivia corresponde al tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero

<sup>45</sup> 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.

**GRÁFICO IV.11: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y ESPERADO (Bolívianos por dólar)**



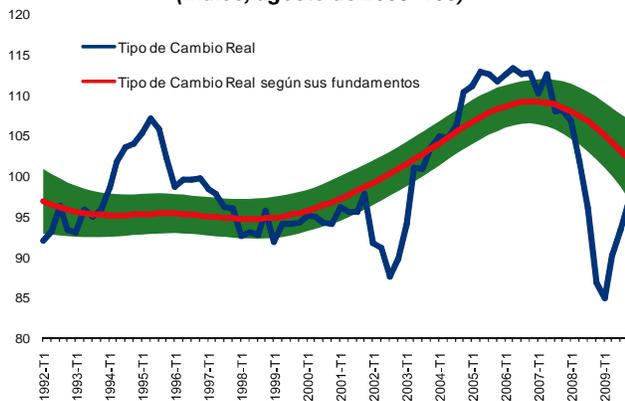
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO IV.12: EVOLUCIÓN DEL ITCER, 1991-2009 (Índice, agosto de 2003 = 100)**



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

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



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: Las bandas muestran un rango en el cual se debería encontrar el TCR de equilibrio al 95% de confianza

este fenómeno. En efecto, según la EEE,<sup>46</sup> prácticamente en todos los meses del segundo semestre las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio convergieron hacia el tipo de cambio oficial (Gráfico IV.11). 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. Influyó también la medida de limitar los márgenes (*spread*) en los tipos de cambio del sistema financiero. Todo ello se reforzó con el sólido y creciente nivel de reservas internacionales de la economía boliviana.

Se debe destacar que las decisiones de política cambiaria adoptadas toman en cuenta a los fundamentos del tipo de cambio real. 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 la paridad cambiaria se encuentra en torno a la tendencia de equilibrio.

De la misma manera, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) indicador que permite seguir la evolución de la competitividad cambiaria efectiva del país respecto a nuestros principales socios comerciales, a diciembre de 2009 presentó un incremento de 9,7% respecto del observado a fines del mismo mes de 2008, tendiendo a aproximarse a su nivel de largo plazo (Gráfico IV.12).

Por tanto, el tipo de cambio actual observado se encontraría en torno al equilibrio, es decir, de acuerdo a lo que señalan sus fundamentos (Gráfico IV.13).<sup>47</sup>

Finalmente, la estabilidad observada desde octubre de 2008 no significa que se haya adoptado un régimen de tipo de cambio fijo, sujeto a ajustes bruscos, sino que corresponde a uno de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*), con movimientos graduales (ascendentes o descendentes) y no anunciados de la paridad.

**IV.2.2 Medidas complementarias**

Con el objetivo de disipar expectativas en el mercado de divisas ante la crisis económica internacional, en 2009 el BCB mantuvo la oferta diaria de divisas en \$us50 millones, monto que por su magnitud nunca fue

<sup>46</sup> Respecto a los detalles de la EEE, véase la sección I.5.4.  
<sup>47</sup> Para mayor detalle véase el Recuadro V.2 del IPM de julio de 2008.

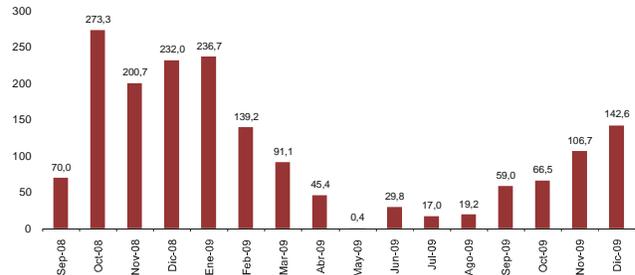
superado por la demanda. La fortaleza de las RIN y la postura de la autoridad monetaria contribuyeron al retorno de la calma en el mercado cambiario y la consecuente reducción de la demanda de divisas en el Bolsín y en el sistema financiero. La demanda de divisas en el Bolsín, que alcanzó su punto máximo en octubre de 2008 con 273,3 millones dólares, se fue reduciendo paulatinamente hasta alcanzar a 142,6 millones de dólares en diciembre de 2009 (Gráfico IV.14).

De manera similar, las ventas netas de divisas del sistema financiero al público (ventas menos compras), tanto en operaciones estándar como preferenciales,<sup>48</sup> disminuyeron de un monto de \$us322 millones en el último trimestre de 2008, a \$us168 millones en similar trimestre de 2009.

Con el propósito de evitar distorsiones en el mercado de cambios y para limitar posiciones discriminatorias por asimetrías de información, el Directorio del BCB según R.D. 031/2009 del 31 de marzo de 2009 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 entidades financieras y no financieras que intervienen en el mercado de cambios. Estos límites se fijaron en forma simétrica en un centavo arriba y 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.15).

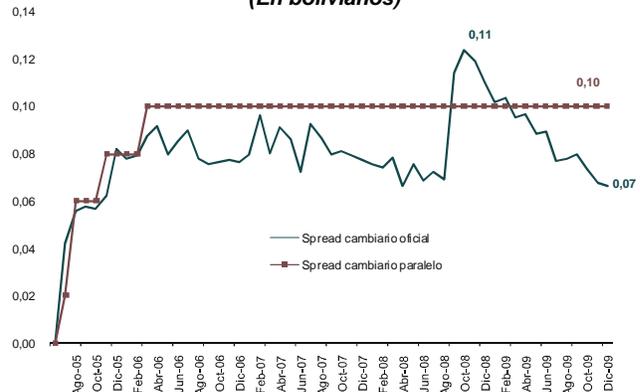
Por otro lado, con el fin de evitar que las turbulencias financieras internacionales afecten al sistema financiero nacional y desincentivar los movimientos de capitales especulativos, el Directorio del BCB a través R.D. 146/2008 de 16 de diciembre de 2008, disminuyó la comisión por transferencias del 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.<sup>49</sup> Aunque no se puede atribuir el efecto total

**GRÁFICO IV.14: VENTA DE DIVISAS DEL BCB AL SISTEMA FINANCIERO (En millones de dólares)**



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

**GRÁFICO IV.15: SPREAD CAMBIARIO DEL SISTEMA FINANCIERO EN LAS OPERACIONES ESTÁNDAR Y PREFERENCIALES (En bolivianos)**

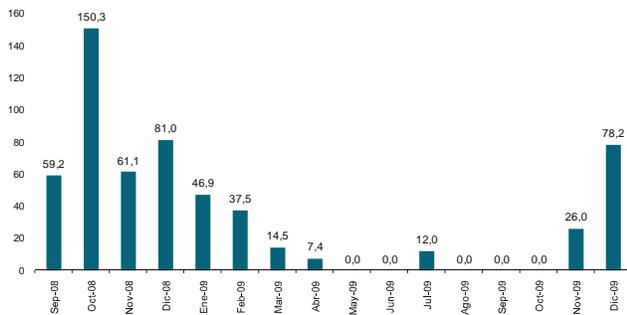


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>48</sup> 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. Las operaciones preferenciales son aquellas en las que intervienen clientes con capacidad de negociación y, por tanto, se realizan a precios diferenciados.

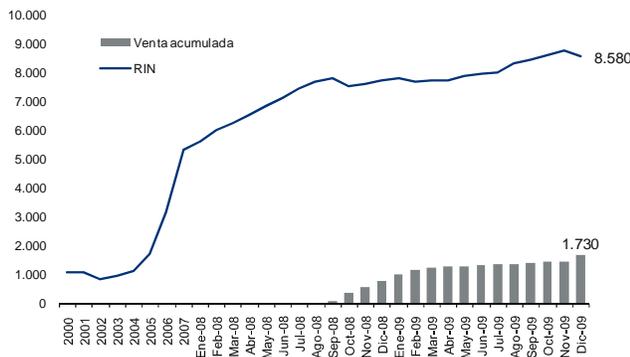
<sup>49</sup> El Directorio del BCB mediante R.D. 142 / 2009 de 8 de diciembre de 2009 incrementó la comisión por transferencias de fondos al exterior para el sistema financiero de 0,6% a 1,0%, vigente a partir del 4 de enero de 2010.

**GRÁFICO IV.16: TRANSFERENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO AL EXTERIOR**  
(En millones de dólares estadounidenses)



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

**GRÁFICO IV.17: 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  
NOTA: Venta Acumulada desde Enero de 2008

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 varios meses (Gráfico IV.16). Adicionalmente, los límites a las inversiones en el exterior con recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y de Compañías de Seguros fueron revisados anualmente por el Directorio del BCB, con base en criterios de diversificación de portafolio y de consistencia con la política macroeconómica. En el año 2007 estos límites fueron incrementados de 10% a 12%, se mantuvieron en 12% en 2008 y se redujeron a 10% en 2009.

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 por factores externos transitorios. Como resultado, las ventas de divisas realizadas a partir de septiembre de 2008 no afectaron las RIN; sino, por el contrario, las reservas internacionales del BCB se incrementaron en más de \$us858 millones desde \$us7.722 millones al cierre del año 2008 hasta \$us8.580 millones a diciembre de 2009 (Gráfico IV.17). 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 y el más alto a nivel regional. Sin embargo, respaldan las operaciones con el sistema financiero, las potenciales obligaciones con el extranjero y, principalmente, coadyuvan al régimen cambiario actual de tipo de cambio deslizante.

Finalmente, con el propósito de continuar reduciendo la dolarización financiera, evitar una eventual salida de los recursos al exterior e incentivar la recomposición de la cartera de créditos a moneda nacional, el Directorio del BCB según R.D. 144/2009 del 15 de diciembre de 2009 aprobó las modificaciones al Reglamento de Posición de Cambios de Entidades Bancarias y no Bancarias. En esta modificación a la norma vigente se disminuye el límite a la posición larga en ME, MVDOL y OME a un nivel del 60% del valor del patrimonio contable y el límite a la posición larga en MNUFV a un nivel del 15% en una primera etapa y luego al 10% en una segunda. Esta norma entrará en vigencia a partir de marzo de 2010, con el objetivo de permitir que las instituciones financieras más expuestas adecuen la composición de sus activos y pasivos a la norma.

### RECUADRO IV.1: LA BOLIVIANIZACIÓN DE LA ECONOMIA BOLIVIANA

El término "dolarización" se refiere a una situación en la que la moneda extranjera (usualmente el dólar estadounidense) reemplaza a la moneda nacional en cualquiera de sus tres funciones.<sup>50</sup> En efecto, la dolarización de facto, característica de economías parcialmente o altamente dolarizadas, se puede clasificar en tres tipos a) de pagos, b) real y c) financiera.<sup>51</sup> La dolarización de pagos o "sustitución monetaria" corresponde a la situación en que la moneda foránea sustituye la función de medio de pago de la moneda local, la dolarización real o de precios ocurre cuando los precios de bienes y servicios se ajustan con las variaciones del tipo de cambio, con la dolarización financiera la moneda extranjera es más relevante que la moneda nacional para cumplir la función de reserva de valor o ahorro.

Los principales costos de la dolarización son una menor efectividad de la política monetaria debido a que surgen nuevos canales de transmisión (como el efecto de los movimientos del tipo de cambio en el nivel de precios y en el valor de los saldos deudores y acreedores u hoja de balance), la mayor vulnerabilidad financiera y las limitaciones a la política cambiaria. Además, conviene remarcar que tiene costos para el sistema financiero y los agentes económicos porque las variaciones del tipo de cambio se traducen en pérdidas y/o ganancias cuando las tenencias de activos se nominan de forma diferente a los pasivos.

La dolarización en Bolivia ha sido una característica de los últimos veinte años, pues hacia finales de 2003 el porcentaje de depósitos y de cartera en moneda extranjera sobrepasó el 90% del total (Gráfico IV.18).

**GRÁFICO IV.18: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE BOLIVIANIZACIÓN DE DEPÓSITOS Y CRÉDITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO (En porcentaje)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia y Superintendencia de Bancos (para datos de remonetización de cartera desde diciembre de 1995 a diciembre de 1999)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>50</sup> Calvo y Vegh 1992, Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction IMF Working Paper No. 92/40, mayo.

<sup>51</sup> Ize y Parrado 2002, Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-through; IMF Working Paper No. 02/188, noviembre.

En el marco de sus atribuciones, el BCB adoptó medidas de política en dirección de reducir la dolarización. A continuación se citan las principales medidas adoptadas por el Gobierno, el BCB y la ASFI:

1. El Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), medida de carácter fiscal, que incrementa los costos de intermediación financiera en moneda extranjera.
2. La orientación de la política cambiaria:
  - a) Apreciación de la moneda nacional.
  - b) La ampliación del spread cambiario o la diferencia entre el tipo de cambio de compra y de venta del dólar respecto al boliviano.
3. La política monetaria por medio de modificación al encaje legal diferenciado por monedas, con mayor tasa a las captaciones en moneda extranjera.
4. La política financiera, por medio de la modificación a la posición de cambios de las entidades financieras, para limitar los riesgos de hoja de balance en las instituciones financieras. Además, en coordinación con la ASFI, se elevaron las provisiones para créditos en moneda extranjera

El análisis de la dolarización de acuerdo con el tipo de depósitos señala que la dolarización financiera (de reserva de valor) es mayor a la dolarización de pagos,<sup>52</sup> observándose que ambas se redujeron significativamente en los últimos años. La primera pasó de 94,6% en diciembre de 2005 a 64% al 30 diciembre de 2009 y la segunda de 73,1% a 44,3% en el mismo período (Gráfico IV.19). Este resultado es coherente con las estimaciones del circulante en ME que sugieren que del circulante total de la economía (moneda nacional más extranjera) cerca del 40% corresponde a moneda extranjera, porcentaje que se habría reducido desde cerca de 80% a inicios de los años 2000.<sup>53</sup> La evidencia internacional muestra que la preferencia por moneda extranjera se ha reducido significativamente en varias economías, siendo el caso de Bolivia un proceso más acelerado.<sup>54</sup>

**GRÁFICO IV.19: DOLARIZACIÓN FINANCIERA (DE RESERVA DE VALOR) Y DE PAGOS<sup>1/</sup>**  
(En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: <sup>1/</sup> Se elaboró con información disponible al 30 de diciembre de 2009

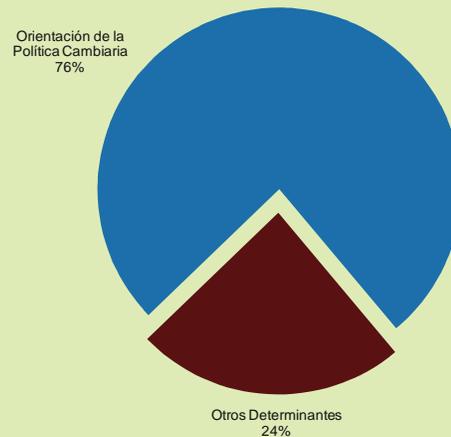
<sup>52</sup> En este caso, la dolarización de reserva de valor se aproxima como la razón de depósitos plazo en moneda extranjera (ME) y mantenimiento de valor respecto al dólar americano (MV) a total de depósitos plazo. La dolarización de pagos se aproxima como la relación de depósitos a la vista y en caja de ahorros en ME y MV sobre el total de depósitos vista y en caja de ahorros.

<sup>53</sup> Véase: Mendoza R.; M. Laguna y H. Rodríguez (2009). "Estimación del circulante en ME en Bolivia." Documento presentado en el Segundo Encuentro de Economistas. Octubre de 2009 (La Paz- Bolivia).

<sup>54</sup> IMF - Staff Report for the 2009 Article IV Consultation.

Estimaciones econométricas indican que la orientación de la política cambiaria (apreciación de la moneda nacional, velocidad de la apreciación, ampliación del spread cambiario) explicaría el 77% de la remonetización, mientras que el resto estaría explicado por los otros factores (política monetaria, política fiscal y el control de la inflación con respecto a las presiones externas; Gráfico IV.20).

**Gráfico IV.20: APORTE DE ACCIONES DE POLÍTICA AL PROCESO DE REMONETIZACIÓN (En porcentaje)**



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

En esta línea, la orientación de la política cambiaria en la gestión 2009 de mantener estable el tipo de cambio, permitió desvanecer las expectativas infundadas de una depreciación de la moneda nacional, lo cual a su vez habría implicado un retorno de la dolarización. A su vez, la política monetaria acentuó la tasa de encaje legal diferenciada, que incentiva a las entidades financieras a estructurar nuevos activos y pasivos financieros en moneda nacional.

En línea con lo establecido en el PND, de que la política de bolivianización de la economía sea paulatina y voluntaria, la bolivianización se ha constituido en uno de los objetivos considerados al momento de diseñar las políticas monetaria y cambiaria.

En este sentido, también es importante destacar que el uso de la moneda nacional con relación al dólar seguirá consolidándose en la medida que los agentes económicos internalicen (es decir, hagan propios) los costos de mantener activos y pasivos en moneda extranjera. En síntesis, el terreno ganado en cuanto a efectividad de las políticas monetaria y cambiaria, y la prevención de vulnerabilidades financieras y reales, son las principales razones para recuperar la soberanía monetaria.



# V. Perspectivas y riesgos de la inflación

*Después de que la variación acumulada del IPC en 2009 terminó en 0,3%, para el 2010 el escenario más probable señala que la inflación terminaría en un rango entre 3,5% y 5,5%, con una tendencia a ubicarse alrededor de 4% durante el 2011, que corresponde a la meta de mediano plazo. Estas previsiones suponen una gradual normalización de las condiciones económicas externas con la recuperación de la actividad productiva mundial y un mayor crecimiento de la economía boliviana. Entre los factores que podrían implicar una desviación de la inflación respecto al escenario más probable, destacan la intensidad con que se manifieste el fenómeno "El Niño", las variaciones en los precios de los combustibles, el alza en los precios de los productos importados como consecuencia de la recuperación de la demanda externa y las perspectivas sobre la evolución de la divisa estadounidense, los que serían contrapesados con el efecto de los programas de incentivos gubernamentales para la producción de alimentos y la mayor oferta mundial de los mismos.*

*Este capítulo presenta las perspectivas de la inflación en un horizonte de dos años, acorde con la evolución más probable de sus determinantes para el año 2010 y, en menor detalle, para el 2011. Se analizan los factores 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

Las perspectivas de la recuperación de la economía mundial son relativamente más optimistas. Esta percepción debería tomarse con cautela para 2010 y 2011, porque todavía se trata de una recuperación

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

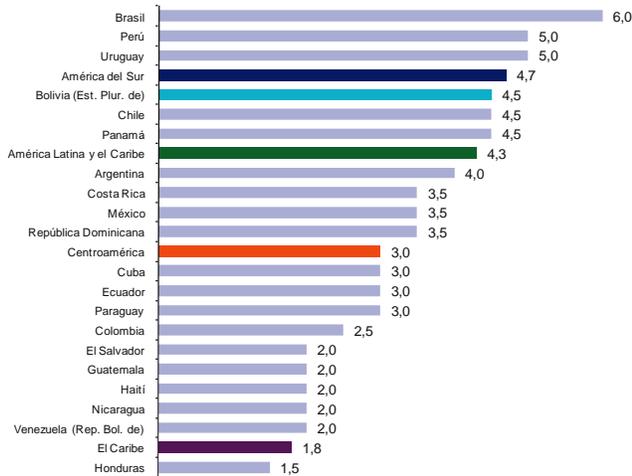
	2007	2008	2009(e)	2010(p)		2011(p)
				FMI	CF	
<b>Producto Mundial</b>	5,2	3,0	-1,1	3,1	3,1	3,4
<b>Economías Avanzadas</b>	2,7	0,6	-3,4	1,3	n.d.	2,5
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,7	1,5	2,5	2,8
Zona del Euro	2,7	0,7	-4,2	0,3	1,3	1,3
Japón	2,3	-0,7	-5,4	1,7	1,6	2,4
<b>Economías en Desarrollo de Asia</b>	10,6	7,6	6,2	7,3	n.d.	n.d.
China	13,0	9,0	8,5	9,0	9,6	9,7
India	9,4	7,3	5,4	6,4	7,7	7,3
<b>América</b>	5,7	4,2	-2,5	2,9	3,7	3,7
Argentina	8,7	6,8	-2,5	1,5	2,6	2,5
Brasil	5,7	5,1	-0,7	3,5	5,0	3,5
Chile	4,7	3,2	-1,7	4,0	4,5	4,5
Colombia	7,5	2,5	-0,3	2,5	2,5	4,0
México	3,3	1,3	-7,3	3,3	3,1	4,9
Perú	8,9	9,8	1,5	5,8	4,5	5,5
R.B. de Venezuela	8,4	4,8	-2,0	-0,4	1,4	0,4
<b>Est. Plur. de Bolivia</b>	4,6	6,1	3,7	3,4	3,3	3,7
<b>PIB relevante para el EP. de Bolivia<sup>1</sup></b>	4,9	3,3	-0,9	2,9		3,0

FUENTE: FMI - Perspectivas Económicas Mundiales (octubre 2009), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (diciembre de 2009), *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2009)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: <sup>1</sup> Crecimiento promedio anual ponderado de los 13 principales socios comerciales del Est. Plur. de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y Zona del Euro)  
(e) Estimado. El dato de Bolivia corresponde a estimaciones oficiales  
(p) Proyectado  
(n.d.) No disponible  
CF: *Latin Focus Consensus Forecasts*

**GRAFICO V.1: CRECIMIENTO DEL PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2010**  
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe (diciembre de 2009). En el caso del Estado Plurinacional de Bolivia se consideran las proyecciones del PIB realizadas por el BCB

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

diferenciada por países y regiones y muy dependiente de incentivos fiscales y monetarios, los cuales llegaron a sus límites y serían retirados gradualmente. Además, la recuperación del consumo y la inversión privada todavía es muy débil. Probablemente continuará el incremento de los precios de los *commodities* en 2010, aunque su ritmo depende de las condiciones macroeconómicas globales. Adicionalmente, se mantiene la incertidumbre sobre la situación post-crisis de los mercados financieros, la persistencia de tensiones financieras -aunque en menor grado- y la todavía importante volatilidad de los mercados cambiarios. Por último, la recuperación no será sostenible en tanto no disminuyan los altos niveles de desempleo.

En ese sentido, las estimaciones de crecimiento mundial para el 2009 y las proyecciones para 2010, respectivamente, se han revisado hacia arriba en el segundo semestre de 2009, debido al repunte en la actividad de las economías avanzadas, donde la mayoría han salido de la recesión; y principalmente al dinamismo de las economías emergentes y en desarrollo, las cuales se encuentran en una clara senda de recuperación, especialmente en los países de Asia (Cuadro V.1).

Se estima que luego de la caída en torno a 1% de la actividad mundial en 2009, la economía global crecería a un ritmo entre 3% y 4% en 2010, impulsada por los programas fiscales y la continuidad de las políticas monetarias expansivas, en un entorno todavía frágil de los mercados financieros. Según las *Perspectivas Económicas Mundiales* del FMI de octubre de 2009, en 2011 la actividad crecería en torno a 3,4%, en un proceso gradual de consolidación de la recuperación, tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes y en desarrollo.

En cuanto a América Latina y el Caribe, luego de la caída estimada en 2009 entre 1,7% y 2,5%, ésta se recuperaría en 2010 entre 2,9% según el FMI y 4,3% según la CEPAL. En este contexto, el Estado Plurinacional de Bolivia mantiene un comportamiento destacado, puesto que habría sido la de mayor crecimiento en 2009<sup>55</sup> y estaría por encima del promedio en 2010 según la CEPAL (Gráfico V.1).

<sup>55</sup> Ver Capítulo II, Gráfico II.12

El crecimiento regional se fundamenta principalmente en el dinamismo de la demanda interna de los países más grandes de la región y en el impulso de la demanda externa, en especial en aquellos que tienen mayor comercio con China. Esta recuperación se consolidaría en 2011 con un crecimiento hasta un punto porcentual superior al de 2010, según el FMI. Los principales desafíos que enfrenta la región son cómo transformar el impulso de corto plazo en crecimiento sostenido de largo plazo, lo cual involucraría reformas al sistema financiero, y el afianzamiento de los mecanismos que permitieron que la crisis no haya sido tan severa como en otras regiones del mundo.

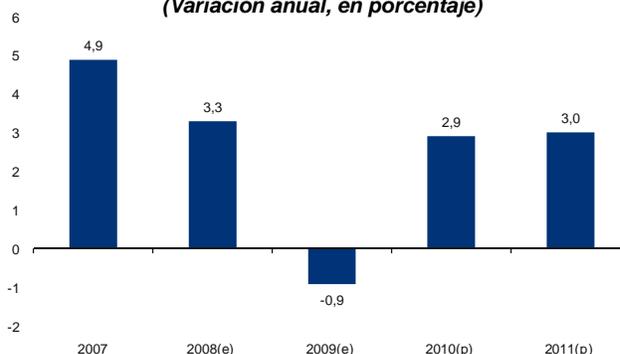
Por tanto, las previsiones sobre el crecimiento externo relevante para Bolivia se encuentran alineadas con la tendencia del desempeño de los principales socios comerciales, tanto de economías avanzadas como de países vecinos (Gráfico V.2).

Respecto a la inflación internacional, las proyecciones para 2010 se revisaron hacia el alza en virtud al mejoramiento de los precios internacionales de determinadas materias primas y la recuperación económica mundial, aunque a distintas velocidades según países y regiones (Cuadro V.2), luego de un periodo de variaciones negativas e inflaciones cercanas a cero. Sin embargo, las perspectivas todavía son inciertas, pues el importante impulso monetario y fiscal que se dio en los países más afectados por la crisis podría implicar mayores presiones inflacionarias, y en menor medida en los casos en los que se tienda a la normalización de la política económica desde una orientación expansiva hacia una de carácter neutral. Por otro lado, las perspectivas de los precios del petróleo también podrían incidir en la evolución de la inflación internacional.

De esta forma, se estima que la inflación internacional relevante para Bolivia -medida como la variación porcentual del IPE- continuaría en niveles razonables en 2010 y 2011, alrededor de 1,5% y 2%, respectivamente. Según el FMI, es probable que los precios de varios *commodities* se incrementen, aunque, como se mencionó anteriormente, sus perspectivas dependen de las condiciones macroeconómicas globales; los inversores anticipan precios más altos en 2010.<sup>56</sup>

<sup>56</sup> Al respecto, véase Thomas Helbing, "Commodity Prices Buoyant in Year of Crisis, recovery". *IMF Survey Magazine Online*, 30 de diciembre de 2009.

**GRAFICO 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 (octubre de 2009), *Latin Focus Consensus Forecast* (noviembre de 2009), *The Economist* (diciembre de 2009), *JPMorgan, Global Data Watch* (diciembre de 2009)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: 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

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

	2007	2008	2009(e)	2010(p)		2011(p)
				FM	CF <sup>1</sup>	
<b>Economías Avanzadas</b>	3,1	1,6	0,7	1,1	1,5 <sup>2</sup>	1,5
Estados Unidos	4,1	0,1	1,6	1,5	1,6 <sup>2</sup>	2,1
Zona del Euro	3,1	1,6	0,9	0,6	1,2 <sup>2</sup>	1,0
Japón	0,7	0,4	-1,3	-0,7	-0,8 <sup>2</sup>	-0,2
<b>Economías en Desarrollo de Asia</b>	5,4	7,5	3,0	3,4	n.d.	n.d.
China	4,8	5,9	-0,7	0,6	2,6 <sup>2</sup>	1,5
India	5,5	9,7	10,4	7,4	5,5 <sup>2</sup>	4,6
<b>América</b>	6,2	8,1	5,6	5,3	7,5	5,3
Argentina	8,5	7,2	7,0	5,0	8,5	5,0
Brasil	4,5	5,9	4,3	4,4	4,5	4,5
Chile	7,8	7,1	-1,4	2,5	2,6	3,0
Colombia	5,7	7,7	2,0	3,6	3,9	3,6
México	3,8	6,5	3,6	3,2	4,8	3,0
Perú	3,9	6,7	0,3	2,0	2,1	2,0
R.B. de Venezuela	22,5	31,9	28,0	32,0	31,5	32,5
<b>Est. Plur. de Bolivia</b>	11,7	11,8	0,3	4,0	4,5	3,5
<b>Inflación relevante para el Est.Plur. de Bolivia<sup>3</sup></b>	13,4	-5,1	11,3	1,6		2,1

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (octubre de 2009), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (diciembre de 2009), *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2009), Goldman Sachs Global Economics, *Global Economics Weekly* (diciembre de 2009) y Eurostat, The Statistical Office of the European Union

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: <sup>1/</sup> Considera los datos de *Latin Focus Consensus Forecast*, con excepción de China e India, los cuales provienen de Goldman Sachs Global Economics

<sup>2/</sup> Corresponde a la inflación promedio anual

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

(e) Estimado

(p) Proyectado

(n.d.) No disponible

CF: *Latin Focus Consensus Forecasts*

En este sentido, la recuperación de los precios internacionales de los *commodities* y las inflaciones más altas de nuestros principales socios comerciales, conducirían a los indicadores de inflación importada (IPC-I) y transable (IPC-T) hacia valores positivos durante la primera parte de 2010, luego de haber registrado durante los últimos meses de 2009 cifras negativas.

## V.2 CONTEXTO NACIONAL

El crecimiento económico habría estado alrededor de 3,7% en 2009, en el límite inferior de las previsiones reportadas en el IPM de julio del mismo año. Para 2010 se espera que el crecimiento se sitúe en un rango entre 4,5% y 5,5%, el cual podría ser inclusive más alto según la evolución de la inversión pública en hidrocarburos, minería e infraestructura -en el marco de la concreción del Plan de Gobierno 2010-2015- resultado que estaría en línea con la recuperación de la economía internacional y latinoamericana (Cuadro V.3).

En términos más desagregados, en 2010 se espera que en el sector minero se concreten: i) inicio de operaciones de Jindal - Bolivia; ii) puesta en marcha del Complejo Metalúrgico de Karachipampa; iii) continuación en las labores de exploración y estudio de factibilidad en Coro Coro a cargo de Kores; y iv) promoción y definición de una política del litio para la explotación del Salar de Uyuni, inicialmente a cargo de COMIBOL con la probable participación de empresas extranjeras especializadas.

En lo que se refiere a hidrocarburos, se prevén inversiones públicas y privadas en exploración y explotación, de las cuales una de las fuentes de financiamiento será el crédito concesional otorgado por el BCB a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB). En particular, se perforarían pozos en San Alberto y Sábalo, y se ampliaría la planta de procesamiento de San Antonio. Adicionalmente, se desarrollarían los campos Margarita y Huacaya, de los cuales podrían extraerse volúmenes adicionales de gas para el mercado argentino.

**CUADRO V.3 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO PARA BOLIVIA**  
(En porcentaje)

	2006-2008	2009 (p)	2010 (p)
	(Variación Anual)		
PIB a precios de mercado	5,2	3,7	4,5 - 5,5
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	2,1	3,5	3,5
Extracción de minas, canteras, petróleo y gas	11,8	0,1	7,3
Industrias manufactureras	5,9	3,5	3,6
Construcción y obras públicas	10,6	11,0	11,2
Servicios	4,2	4,2	4,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y proyecciones del BCB

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: (p) Proyectado

En lo que respecta a las cuentas externas, en 2009 la cuenta corriente habría presentado un superávit de 4,7% del PIB y para el 2010 se prevé un déficit de alrededor de 0,6% del PIB, como resultado del incremento de las importaciones de equipos e insumos destinados a proyectos en hidrocarburos y minería, los que serían parcialmente compensados por incrementos moderados de las remesas de residentes bolivianos en el exterior (Cuadro V.4). En términos comparativos, para el 2010 se proyecta que solamente Argentina, la R. B. de Venezuela y Chile presentarían superávit en cuenta corriente, siendo el déficit de Bolivia el menor en el conjunto de países con déficit (Gráfico V.3). Además, no se debe olvidar que un déficit en cuenta corriente implica que la inversión doméstica es mayor al ahorro y, si es moderado, no representa problemas para el país, y más bien, contribuye a su crecimiento.

En cuanto a las políticas del BCB, éstas continuarán orientadas a promover una inflación baja y estable, consistente con los fundamentos de la economía nacional, lo que requiere cierta flexibilidad para que los cambios en precios relativos coadyuven al crecimiento del aparato productivo y a preservar la estabilidad financiera, en una economía caracterizada por un proceso de bolivianización.

Por un lado, la política monetaria continuará con su orientación gradualmente expansiva en la primera parte de 2010. No obstante, el BCB velará que la liquidez existente en la economía sea adecuada para apuntalar la demanda agregada, pero sin comprometer la consecución de su objetivo principal. En este sentido, el proceso de normalización monetaria estará en línea con las condiciones económicas internas y con los movimientos de las tasas de interés internacionales.

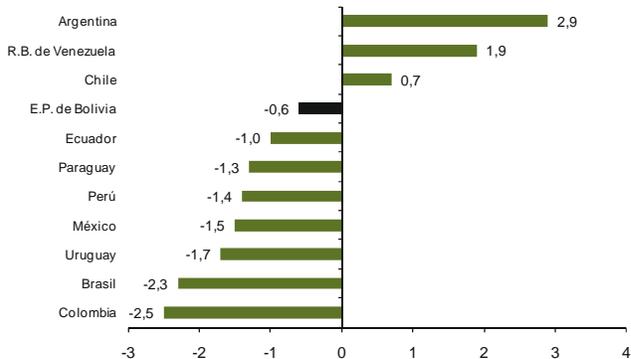
Por otra parte, la política cambiaria continuará siendo estable y tomará en cuenta los cambios en el contexto internacional y el comportamiento de los fundamentos de la economía nacional. Asimismo, considerará su impacto en la dolarización de pagos (actualmente menor a la financiera) y su relación con la determinación del nivel de precios.

**CUADRO V.4. RESUMEN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
(En porcentajes)

	2005-2007	2008	2009 <sup>(p)</sup>	2010 <sup>(p)</sup>
	(Variación anual)			
PIB a precios de mercado	4,6	6,1	3,7	4,5 - 5,5
	(Porcentaje del PIB)			
Cuenta corriente	10,0	12,0	4,7	-0,6
Cuenta capital y financiera	1,1	2,1	-1,0	-1,6
Balance global	11,1	14,1	3,6	-2,2
Exportaciones de bienes	32,2	38,4	28,1	31,5
Importaciones de bienes	-25,0	-29,7	-25,5	-33,1
Inversión Extranjera Directa (neta)	0,7	3,0	2,3	3,7

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

**GRÁFICO V.3: CUENTA CORRIENTE EN 2010**  
(Proyectado, en porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Bolivia, *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2009)  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

### V.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

En esta sección se fundamenta el comportamiento más probable sobre la evolución del nivel de precios para las gestiones 2010 y 2011, coherente con el comportamiento esperado de la economía doméstica y el contexto internacional, descritos en las dos secciones precedentes.

Las perspectivas de inflación para 2010 indican que durante dicha gestión, el período de desinflación iniciado a finales de 2008 terminaría, lo cual implica que la inflación aumentará gradualmente, para luego estabilizarse en torno la meta de largo plazo. Esto contrastaría con la experiencia de otros países que podrían tener un repunte inflacionario por los efectos rezagados de políticas fiscal y monetaria adoptadas en gestiones pasadas para paliar los efectos de la crisis financiera y económica internacional.

En ese sentido, para esta gestión se espera un leve efecto "rebote" estadístico<sup>57</sup> en el primer semestre sobre la división de alimentos y debido a los efectos que el fenómeno "El Niño" pueda tener en los precios de esta división durante la primera parte del año.

En lo que respecta a los componentes de la inflación fuera del núcleo, los supuestos de las proyecciones asumen que los precios de los bienes agrícolas no perecederos, particularmente granos (maíz, trigo, arroz, soya, entre otros), aumentarían moderadamente como resultado de las condiciones climatológicas durante la primera parte del año, al igual que los precios de los productos perecederos (frutas, legumbres, verduras, tubérculos, etc.). Consecuentemente, se espera que la inflación de alimentos (IPC-A) registre un incremento moderado al cierre de la gestión.

Por otra parte, no se proyectan cambios importantes en los precios de los servicios regulados (comunicaciones, energía eléctrica, educación y pan, entre otros) más allá de los ajustes habituales de principios de gestión, y se asume una modificación leve en 2011. Con relación a los combustibles y transporte, no se consideran modificaciones en el

---

<sup>57</sup> Este efecto se refiere a que cuanto más elevado (reducido) es la base estadística, menor (mayor) será la tasa de crecimiento actual.

periodo de proyección. En el primer caso se asume que el Gobierno no alterará la política de subsidios a los precios de los combustibles y, en el segundo, se presume que la disminución de la inflación total y de los precios de insumos importados en 2009 y el mantenimiento de los costos de los combustibles no justificarían ajustes en las tarifas por parte del sector de transporte.

También se prevé que aumente el núcleo inflacionario -el indicador que responde en mayor medida a las acciones de política monetaria y cambiaria- en la primera parte de 2010, convergiendo gradualmente a su nivel de largo plazo durante el segundo semestre, 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 relativos y, por tanto, su variación en 2011 sería moderada.

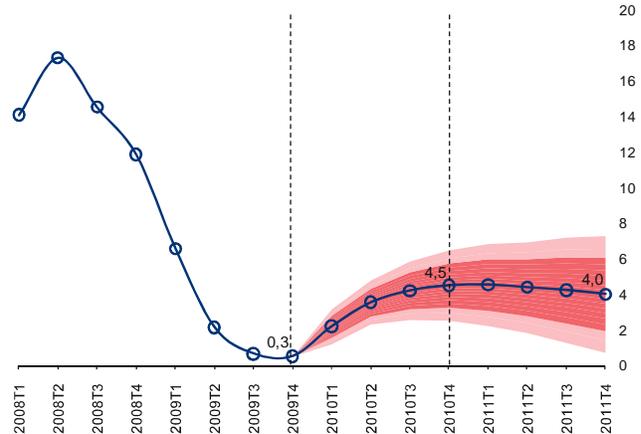
Por su parte, los indicadores alternativos de presiones inflacionarias como el IPPIM y el ICC volverían a registrar variaciones positivas durante el primer semestre de 2010 y se estabilizarían durante el segundo. Adicionalmente el comportamiento previsto de la inflación considera los ajustes salariales correspondientes.

En conclusión, la gradual recuperación de la economía mundial proyectada para 2010, la estabilización de la inflación internacional y el buen desempeño de la economía boliviana, serían los principales elementos que promoverían la consolidación de la inflación doméstica en un nivel razonable y estable en el presente bienio (Gráfico V.4). En este marco, los análisis cuantitativos y cualitativos señalan que en 2010 la inflación tendería a ubicarse en un rango entre 3,5% y 5,5%, y en 2011 entre 2% y 6%, previsiones que guardan una relación directa con el crecimiento esperado para el 2010 (Gráfico V.5), es decir, un escenario de baja inflación con crecimiento sostenido.

**V.4 BALANCE DE RIESGOS**

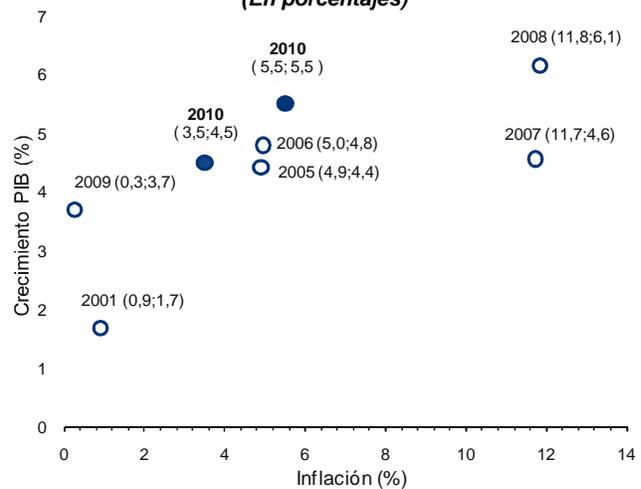
Al igual que la mayoría de las variables económicas, la inflación no es una variable perfectamente predecible, por esa razón, se estima un rango para la inflación en 2010. Es decir, existen riesgos de que la inflación sea mayor o menor al escenario más probable planteado en el presente IPM.

**GRÁFICO V.4: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA (Variación en cuatro trimestres, en porcentaje)**



FUENTE: 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%)

**GRÁFICO V.5: CRECIMIENTO E INFLACIÓN EN BOLIVIA (En porcentajes)**



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

En cuanto a los riesgos hacia el alza, para 2010 destaca la intensidad con que se manifieste el fenómeno climático "El Niño" sobre la producción de productos agrícolas y pecuarios, tanto por inundaciones como por sequías. Adicionalmente, entre los principales riesgos internos se encuentra la posibilidad de ajuste de los precios administrados.

En cuanto a los riesgos externos resaltan el efecto de una recuperación de la economía mundial más rápida que la prevista, mayores presiones inflacionarias externas -especialmente de los países más afectados por la crisis- debido a efectos rezagados de la inyección de liquidez para paliar la crisis, la depreciación acelerada del dólar respecto a monedas de las economías vecinas originando una mayor inflación importada, y el probable aumento de los precios internacionales de alimentos, en especial en países vecinos como Argentina que es un proveedor importante de trigo y harina de trigo.

Respecto a la baja, como factor interno se tiene la mayor oferta de productos agropecuarios que cuentan con incentivos gubernamentales. Y, como factores externos se pueden mencionar dos eventos: que la recuperación de la actividad económica mundial sea más lenta que la prevista debido a la incertidumbre en los mercados financieros, y el probable incremento de la oferta mundial de alimentos.

Los anteriores riesgos se perciben como más moderados que en anteriores IPM, y en promedio están balanceados, por lo que la senda proyectada de inflación coincide con la percepción general de las autoridades del BCB.

El BCB evalúa constantemente el balance de riesgos al alza y a la baja de la inflación y, en coordinación con el MEFP, hace un continuo seguimiento de la evolución de la inflación y en especial de los indicadores de tendencia inflacionaria, de cuya evaluación se desprenden las medidas más apropiadas para controlar la inflación. Durante el presente bienio se mantendrá esta orientación en las políticas del BCB, supeditadas al objetivo señalado en la Constitución Política del Estado de "...mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social".

# 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
Bbl	Barril de Petróleo
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BCO	Bancos
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	Banco Internacional de Pagos (por sus siglas en inglés)
BOA	Boliviana de Aviación
Bs.	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
Btu	<i>British Thermal Unit</i>
CAC	Cooperativas de Ahorro y Crédito
CAF	Corporación Andina de Fomento
CAN	Comunidad Andina de Naciones
CAO	Cámara Agropecuaria del Oriente
CAP	Coefficiente de Adecuación Patrimonial
CCIIIF	Coefficiente de Compensación Inflacionaria de Instrumentos Financieros
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CF	<i>Latin Focus Consensus Forecasts</i>
CIN	Crédito Interno Neto
CIN-SPNF	Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero
CPE	Constitución Política del Estado
CMV	Con Mantenimiento de Valor
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
COMIBOL	Corporación Minera de Bolivia
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 de Norteamérica
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EFNB	Entidades Financieras No Bancarias
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
EMBI	<i>Emerging Markets Bonds Index</i>
ENARSA	Hace referencia al contrato firmado con ENERGIA ARGENTINA S.A.
Est. Plur.	Estado Plurinacional
FBKF	Formación Bruta de Capital Fijo
FED	<i>Federal Reserve System</i>
FFP	Fondos Financieros Privados
FLAR	Fondo Latinoamericano de Reservas
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
FONDO RAL	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos
GSA	Hace referencia al contrato firmado con el Brasil bajo la denominación <i>Gas Supply Agreement</i>
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 Inflacionario
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
ISM	<i>Institute for Supply Management</i>
IT	Impuesto a las Transacciones
ITCER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
IUE	Impuesto a las Utilidades de las Empresas
IVA	Impuesto al Valor Agregado
LB	Libra
LF	Libra Fina
LT	Letras del Tesoro
M	Importaciones
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
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 Públicas
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
MM	Millón
MN	Moneda Nacional
MNDOL	Moneda Nacional expresada en Dólares
MNUFV	Moneda Nacional en UFV
Mm3/d	Millones de metros cúbicos día
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
OME	Otra Moneda Extranjera
OMLP	Obligaciones de Mediano y Largo Plazo
OTF	Onza Troy Fina
p	Preliminar
pb	Puntos básicos o puntos base
PIB	Producto Interno Bruto
PMI	<i>Purchasing Managers Index</i>
PND	Plan Nacional de Desarrollo
pp	Puntos porcentuales
RAL	Requerimiento de Activos Líquidos
R.B.	República Bolivariana
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
S&P	<i>Standard &amp; Poor's</i>
SPNF	Sector Público No Financiero
TARP	<i>Troubled Asset Relief Program</i>
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TGN	Tesoro General de la Nación
TM	Toneladas Métricas largas
TRe	Tasa de Referencia
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos





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