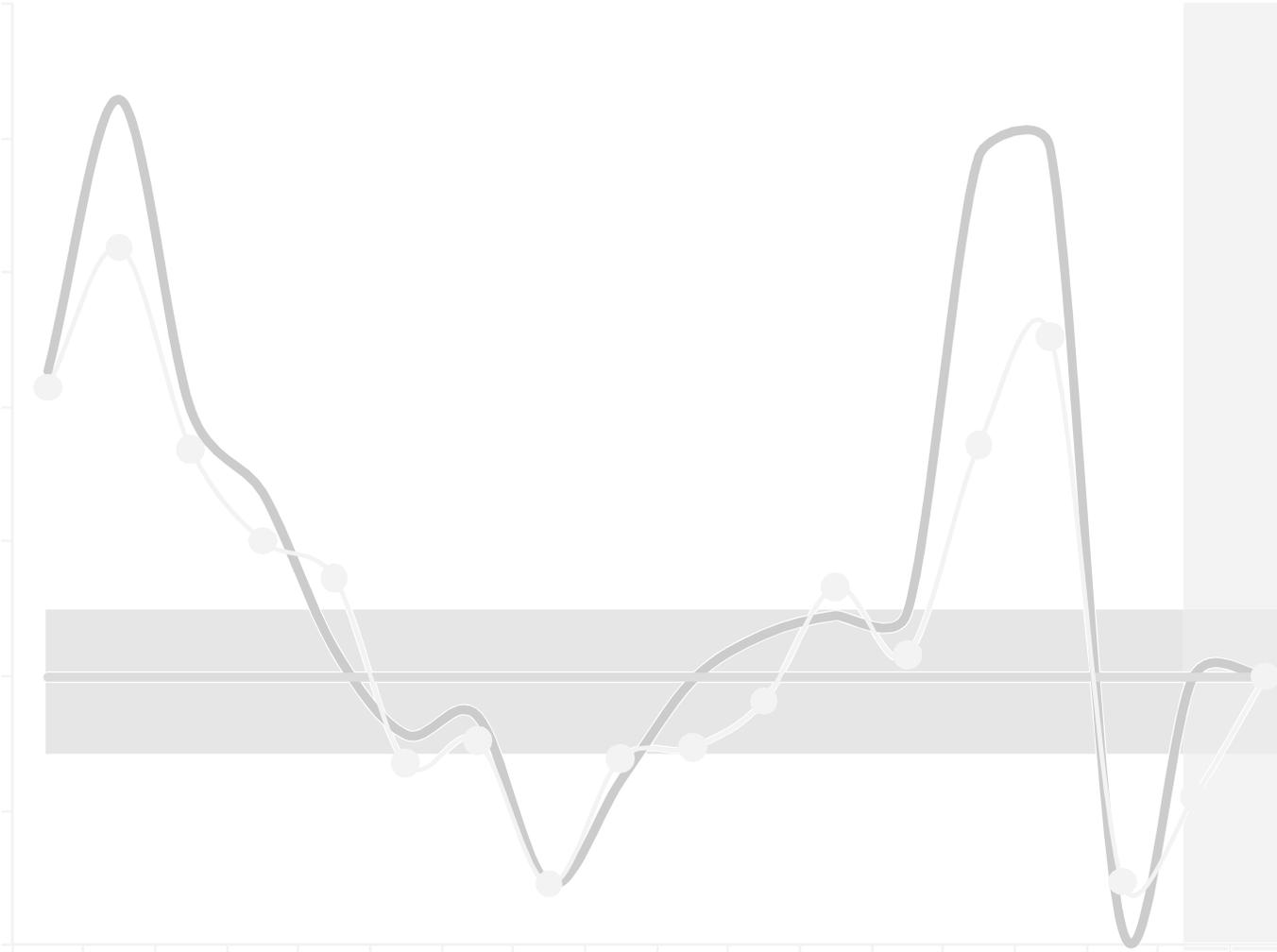


INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

JULIO 2010

Banco Central de Bolivia



Índice

PRESENTACIÓN	5
RESUMEN EJECUTIVO	9
I. CONTEXTO INTERNACIONAL.....	13
I.1 Actividad económica mundial.....	13
I.2 Precios de los productos básicos.....	20
I.3 Inflación internacional	22
I.4 Mercados financieros y movimientos de capitales	23
Recuadro I.1: Estrategias de salida de la política monetaria frente a la crisis.....	30
Recuadro I.2: La crisis de deuda soberana en Europa.....	32
II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	35
II.1 Evolución reciente de la inflación	35
II.2 Inflación por divisiones y ciudades	37
II.3 Indicadores alternativos de presiones inflacionarias	38
II.3.1 Precios al productor industrial manufacturero	38
II.3.2 Costos de la construcción.....	39
II.3.3 Actividades remuneradas.....	39
II.4 Factores que explican el comportamiento de la inflación.....	40
II.4.1 Efecto de las políticas aplicadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB.....	40
II.4.2 Efectos de los precios internacionales sobre la inflación doméstica	41
II.4.3 Normailidad en el desempeño del sector Agropecuario	42
II.4.4 El desvanecimiento de las expectativas inflacionarias infundadas	43
Recuadro II.1: Estabilidad de precios	44
III. DESEMPEÑO ECONÓMICO.....	47
III.1 Actividad económica y gasto.....	47
III.1.1 Actividad económica.....	48
III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto.....	52
III.2 Demanda externa y balanza de pagos.....	53
III.3 Intermediación financiera.....	54
III.4 Comportamiento de los agregados monetarios	56
Recuadro III.1: Bolivianización de cartera y depósitos del sistema financiero	58

IV. POLÍTICAS DEL BCB	61
IV.1 Política monetaria	62
IV.1.1 El programa monetario	62
IV.1.2 Operaciones de mercado abierto	65
IV.1.3 Encaje legal.....	68
IV.1.4 Otras medidas aplicadas	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 política monetaria y las tasas de interés del sector financiero.....	75
V. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	77
V.1 Contexto internacional	77
V.2 Contexto nacional.....	82
V.3 Perspectivas de la inflación	83
V.4 Balance de riesgos	84
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE UTILIZACIÓN FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN	87

Presentación

En los últimos años la economía boliviana, al igual que varios países de la región, ha experimentado dos fenómenos de singular importancia: el repunte de los precios internacionales de alimentos y combustibles entre 2007 y 2008, que incrementó los indicadores de inflación; y los efectos de la crisis financiera y luego económica mundial, especialmente en 2009, que redujo las presiones inflacionarias.

En ambas situaciones o escenarios, en coordinación con la política económica del Órgano Ejecutivo, las políticas monetaria y cambiaria fueron contracíclicas. En el primer *shock* externo, periodo de mayor inflación, la política monetaria fue contractiva de tal manera que absorbió la liquidez excedente en la economía y contribuyó a disminuir las presiones inflacionarias. A su vez, la política cambiaria, basada en apreciaciones graduales, atenuó las presiones externas en el nivel de precios; es decir, la denominada inflación importada. En el segundo *shock* externo, periodo de crisis mundial, la política monetaria fue expansiva con objeto de contribuir a estimular la demanda interna y devolver a la economía la liquidez absorbida anteriormente. La política de estabilidad cambiaria atenuó la transmisión de las volatilidades cambiarias especialmente de países vecinos, preservó la bolivianización de la economía (mayor uso de la moneda nacional) y la estabilidad financiera.

Evaluando preliminarmente las políticas económicas aplicadas, se puede afirmar que han sido exitosas: la economía boliviana ha tenido un buen desempeño económico en medio de la crisis, la variación de los precios ha disminuido, el sistema financiero se ha mantenido sólido y goza de la confianza del público, y la bolivianización se ha profundizado.

La política anticrisis fue congruente con el bajo grado de vulnerabilidad de nuestra economía, aspecto resaltado por organismos internacionales. El enfoque pragmático aplicado actualmente es parte de las reflexiones sobre la nueva macroeconomía en cuanto a que la estabilidad de precios debe ir acompañada de estabilidad financiera y crecimiento económico, como estipula la Constitución Política del Estado. Asimismo, en las discusiones de política económica en foros nacionales o internacionales se reconoce que los bancos centrales deberían reconocer la estabilidad cambiaria como parte de su función objetivo; y, que el mayor uso de las monedas nacionales daría mayor campo de acción a la política monetaria. También se infiere que la acumulación de reservas internacionales permite mantener bajo control las cuentas externas y da un mayor campo de acción a la política cambiaria.

En esta oportunidad, el presente *Informe de Política Monetaria* (IPM) se publica en una coyuntura internacional donde la incertidumbre todavía permanece, debido a los problemas financieros y fiscales por los que atraviesa la Zona del Euro, y a que la recuperación de la economía mundial es aún débil y diferenciada por países y regiones, aunque se mantienen las perspectivas de crecimiento moderado.

En el entorno nacional se observa que, luego del descenso pronunciado del ritmo de variación de precios o desinflación, se ha iniciado un periodo de estabilización, el cual, en términos de la trayectoria histórica implica una convergencia hacia la meta de mediano plazo del 4%.

En este sentido, la política monetaria continuará orientada a moderar gradualmente la liquidez en la economía y

a tender hacia tasas de interés más neutrales o naturales según la terminología de economía monetaria, con el doble objetivo de controlar la inflación sin afectar al ritmo de la actividad económica. Por su parte, la política cambiaria continuará en la senda de estabilidad mientras sea necesario y coadyuvará al proceso de bolivianización.

El presente *Informe* examina con mayor detalle los factores que han explicado el comportamiento de los precios en el primer semestre del año, así como el entorno en el cual han evolucionado, tanto en el ámbito internacional como nacional, la actividad económica, los mercados financieros, la balanza de pagos y las políticas adoptadas. Después de que la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el primer semestre de 2010 terminó en 1,3%, el *Informe* prevé que ésta convergerá más rápidamente a la meta de mediano plazo (4%), en un rango entre 3% y 5% en 2010 y 2% y 6% en 2011. Estas previsiones suponen una gradual normalización de las condiciones económicas externas con la moderada recuperación de la actividad productiva mundial y la continuidad del dinamismo de la economía boliviana.

Conviene remarcar que, en el marco de la nueva política de gestión pública transparente y plurinacional, el Ente Emisor coordina la Política Monetaria con el Órgano Ejecutivo. Por otra parte, el BCB ha puesto como meta para el control social por parte de actores relevantes de la economía (campesinos, trabajadores mineros, trabajadoras del hogar, juntas vecinales, comerciantes minoristas, entidades financieras y empresarios) la rendición de cuentas por medio de la presente publicación. Ellos corroborarán el proceso de preparación, edición y divulgación del IPM, asimismo compartirán sus visiones sobre el curso presente y futuro de la inflación.

Finalmente, el Ente Emisor reitera su compromiso con el desarrollo económico y social del Estado Plurinacional, con la recuperación de la soberanía monetaria (bolivianización), la visión pluricultural y la necesidad de preservar ante todo la estabilidad macroeconómica como patrimonio del Estado y de todos los bolivianos y bolivianas. El presente IPM fue aprobado en la sesión ordinaria de Directorio de fecha 6 de julio de 2010.

La Paz, julio de 2010

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 13 de julio de 2010. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

Resumen ejecutivo

Durante el primer semestre de 2010 la economía mundial continuó mostrando signos de recuperación liderada por las economías emergentes y en desarrollo, a pesar de las tensiones financieras en algunos países europeos debido a problemas fiscales y el incremento del riesgo soberano. La recuperación de la actividad económica mundial continuó impulsada por políticas públicas adoptadas frente a la crisis, entre las que destacan las medidas fiscales y los estímulos monetarios de apoyo a la actividad económica y de fortalecimiento del sistema financiero, además del dinamismo del comercio mundial. No obstante, los riesgos para la recuperación de éstos países se han incrementado lo que podría frenar la recuperación de la economía mundial debido a los ajustes fiscales necesarios para enfrentar la crisis y el cumplimiento de los planes de consolidación fiscal.

Entre los países industrializados, EE.UU. mantiene la tendencia a la recuperación económica que durante el primer trimestre de este año se reflejó en una tasa de crecimiento de 2,7%, impulsada por la recuperación de la demanda interna y de las exportaciones que compensaron la incidencia negativa del retiro gradual de los estímulos fiscales y de la inversión fija no residencial. Este comportamiento se reflejó en un mejoramiento de los índices de producción industrial, no obstante, el consumo personal todavía no recupera los niveles pre crisis debido a la debilidad del mercado laboral.

En el caso de Europa, el panorama es más delicado: la recuperación económica está amenazada por el elevado nivel de endeudamiento de algunos países europeos y la incertidumbre sobre su capacidad futura para hacerle frente. No obstante, la actividad económica

de esa región ha registrado tasas positivas aunque pequeñas por tercer trimestre consecutivo, impulsadas principalmente por la acumulación de inventarios, el incremento de las exportaciones y la recuperación de la economía mundial; sin embargo, la demanda externa neta aún muestra una incidencia negativa. La tasa de desempleo alcanzó su nivel más alto desde mediados de 1998 (10%). Por su parte, Japón se mantuvo en la senda de la recuperación económica registrando por cuatro trimestres consecutivos una tasa de crecimiento positiva de 5%, debido al mejoramiento de sus exportaciones y del crecimiento de las ventas finales domésticas.

En cuanto a los países emergentes y en desarrollo, la recuperación fue liderada por los países del Asia, especialmente China e India, cuyo crecimiento estuvo sustentado en la expansión de la demanda interna basada en el impulso de la política fiscal y monetaria y la recuperación del comercio mundial, aunque ya iniciaron medidas de ajuste por lo que para el segundo semestre se espera una leve desaceleración de su dinamismo. Ello resultó en una significativa recuperación de la demanda de productos primarios.

Por su parte, América Latina continúa mostrando señales de recuperación, aunque diferenciada por países, en un contexto de alza moderada de los precios internacionales de productos básicos y políticas anticíclicas adoptadas por los distintos países frente a la crisis. Así, los países con mayor recuperación de la actividad productiva son: Brasil (9,0%), Argentina (6,8%) y México (4,3%), las cuales tienen un componente estadístico de base de comparación en virtud a las caídas observadas en la actividad económica en dichos países en 2009.

Las presiones inflacionarias en la economía mundial fueron reducidas como consecuencia de los niveles aún bajos de utilización de la capacidad instalada y expectativas moderadas en la mayoría de los países. Sin embargo, se observa un repunte de la inflación en los países emergentes y en desarrollo, por lo cual las autoridades de algunos de estos países comenzaron a retirar gradualmente los estímulos monetarios y a incrementar sus tasas de política monetaria. No obstante ello, las presiones inflacionarias se hallan bajo control y no constituye un riesgo para 2010.

En un contexto de recuperación de la actividad económica mundial, la inflación externa relevante para Bolivia muestra signos de recuperación desde marzo de 2009, siendo la variación interanual a junio de este año de 5,8%; eliminando las variaciones cambiarias se halla en torno al 4,3%, como consecuencia de la estabilización del crecimiento de los precios en la mayoría de los socios comerciales de nuestro país. En todo caso, este aumento en la inflación externa no ha representado presiones inflacionarias importantes para Bolivia, debido a que representa una recuperación de los precios después del fuerte descenso durante la crisis internacional.

En suma, si bien las economías del mundo muestran signos, aunque diferenciados, de recuperación de la crisis financiera internacional de finales de 2008, la reciente crisis de la deuda soberana de Grecia hizo que los indicadores de riesgo de economías como las de Irlanda, Portugal, España, e incluso de Alemania y Francia, registraran aumentos que, en algunos casos fueron significativos, lo que junto a la incompleta recuperación de los mercados de capitales y la lenta reestructuración financiera, resultó en un aumento de la volatilidad de los mercados financieros y pueden dificultar la recuperación. Por ello, el debate actual está centrado en la sostenibilidad de la recuperación principalmente de economías avanzadas como la de EE.UU. y de la Zona Euro, y en la incertidumbre respecto a los resultados de la reforma regulatoria en marcha.

Durante el primer trimestre de 2010, la economía boliviana se mantuvo en la senda de crecimiento habiéndose registrado una tasa interanual de 3,3%. Este ritmo de crecimiento se debió a la dinámica de las actividades no extractivas, con una participación

destacable de la industria manufacturera, servicios de la administración pública, transporte y comunicaciones, servicios financieros y construcción, en este último caso por el dinamismo de la inversión pública. A su vez, las actividades extractivas no renovables mostraron signos renovados de mayor actividad. Así, el sector de hidrocarburos mostró una mejora en los primeros cuatro meses de este año respecto a similar periodo de 2009, liderada por la producción de gas natural que registró un crecimiento de 9,8% durante el primer cuatrimestre debido a las mayores exportaciones al Brasil y la mayor demanda interna industrial, comercial y de transporte.

Por su parte, la minería alcanzó un crecimiento de 1,4% en el primer trimestre como resultado de la estabilización de la producción física de los proyectos de inversión. En similar trimestre, el sector de la construcción registró una tasa de crecimiento de 9,2%, en un contexto caracterizado por la disminución de los costos de materiales en el eje central, lo que alentó nuevos emprendimientos lo que generó empleo de mano de obra con remuneraciones estables, y apuntalado por la ejecución de proyectos de inversión pública, tanto del gobierno central como de los subnacionales.

En el primer trimestre de 2010, la industria manufacturera registró una tasa interanual de 4,6%, destacando el desempeño de la industria de alimentos, bebidas y tabaco, textiles y madera, y productos de minerales no metálicos, especialmente cemento. Por su parte, el sector agropecuario creció en 0,3% debido a los efectos negativos del evento climático "El Niño",

Por tipo de gasto, el crecimiento económico estuvo impulsado principalmente por la dinámica de la demanda interna. Sin embargo, conviene destacar que las exportaciones mostraron un importante crecimiento, cuyo valor en el periodo enero-mayo de 2010 alcanzó la cifra de \$us2.313 millones FOB, equivalente a un crecimiento de 24.9% respecto a similar periodo de 2009. Por su parte, en el mismo periodo, las importaciones de bienes alcanzaron la cifra de \$us2.024 millones, que representan una variación interanual de 21% respecto a similar periodo de 2009, destacando las importaciones de bienes intermedios y de capital, es decir, aquellas dirigidas al sector productivo. Esto dio lugar a un superávit de la balanza comercial de

\$us289 millones, mayor en 60.9% al registrado en similar periodo de 2009. Como resultado del buen desempeño externo, las Reservas Internacionales Netas (RIN) a fines de junio superaron la cifra de \$us8.500 millones, equivalentes a 19 meses de importaciones.

El comportamiento del sector real fue acompañado por la solidez del sector financiero. En efecto, durante el primer semestre los depósitos del sistema alcanzaron a Bs59.398 millones, equivalente a un crecimiento interanual de 14,8%, con una participación mayoritaria de los depósitos en moneda nacional en línea con la continuidad del proceso de bolivianización. Por su parte, la cartera registró la cifra de Bs43.792 millones, que representan un crecimiento de 14,1%, con una participación creciente de préstamos en bolivianos frente a una contracción del crédito en moneda extranjera, lo que resultó es disminuciones de los riesgos de liquidez, cambiario y crediticio, especialmente en los balances de los deudores que perciben sus ingresos en moneda nacional y detentan pasivos en moneda extranjera. Este comportamiento se debió en parte a las medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo en coordinación con el BCB y la Autoridad de Supervisión del Sistema financiero (ASFI). Asimismo, las tasas de interés del sistema disminuyeron en línea con la evolución de las tasas de política monetaria.

A junio de 2010, los agregados monetarios registraron tasas de crecimiento interanuales positivas. Así, la emisión monetaria pasó de un crecimiento a doce meses de -6.0% en septiembre de 2009 a 24,5% en junio de 2010, y el agregado monetario M3 pasó de una tasa interanual de 2,8% a 24,9%, entre las mismas fechas, mientras que el agregado M'3 registró un crecimiento interanual de 16%. Esto refleja la continuidad del proceso de bolivianización financiera y un incremento del agregado monetario más amplio acorde con el favorable contexto macroeconómico.

En este entorno, la tasa interanual de variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) a junio de 2010 alcanzó a 1,3%, mayor a la inflación de diciembre de 2009 en alrededor de un punto porcentual (pp). Esta trayectoria estuvo determinada principalmente por el comportamiento de los precios de alimentos y se reflejó en leves incrementos de los indicadores de tendencia inflacionaria consistentes con la trayectoria del IPC.

Estos últimos mostraron un descenso entre finales de 2009 e inicios de 2010 y posteriormente un moderado incremento hasta fines del primer semestre de la presente gestión: La inflación subyacente y de alimentos sin bebidas registraron una variación interanual de 1,3% y el núcleo inflacionario se ubicó en torno a 2,4%. Las divisiones que registraron mayores variaciones respecto a diciembre pasado fueron: bebidas alcohólicas y tabaco (4,8%), muebles, artículos y servicios domésticos (1,9%), y restaurantes y hoteles (1,8%), mientras que la mayor disminución correspondió a las divisiones de alimentos y bebidas no alcohólicas (-0,6%) y comunicaciones (-0,4%). A nivel de las ciudades del eje central, las tres ciudades, incluida El Alto, registraron una inflación similar al IPC general, aunque la de Santa Cruz se ubicó por encima de la inflación nacional. Asimismo, los precios al productor industrial manufacturero (IPPIM), de la construcción (ICC) y de actividades remuneradas (IPC-REM), registraron un comportamiento similar al IPC general.

Los factores más importantes que explican el comportamiento de la inflación durante el primer semestre de 2010 se resumen en: efectos de las políticas implementadas por el Órgano Ejecutivo mediante la continuidad en la aplicación de políticas de incentivo a la producción de alimentos a través de la "Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos" (EMAPA) y otras medidas; y de las políticas monetaria y cambiaria del BCB, moderadas presiones de la inflación importada, el normal abastecimiento de artículos alimenticios por el sector agropecuario nacional y expectativas inflacionarias del público ancladas en niveles bajos.

Durante el primer semestre de 2010, la orientación de la política monetaria fue gradualmente menos expansiva mediante redenciones de títulos emitidos en Operaciones de Mercado Abierto (OMA) a un ritmo menor que en el semestre anterior. En efecto, si bien continuaron las redenciones de títulos, la política monetaria se orientó a reducir el impulso monetario incrementando la oferta de títulos de acuerdo con lo previsto en el Programa Monetario, señalizando una moderación gradual de la postura expansiva, sin que ello afecte la tendencia decreciente de las tasas de interés. Efectivamente, el descenso significativo de las tasas de interés monetarias se reflejó parcialmente en caídas de las tasas interbancarias y de intermediación

financiera. El objetivo de esta política fue contribuir a apuntalar la demanda agregada doméstica y fortalecer la confianza en el sistema financiero, sin comprometer el objetivo asignado por la Constitución Política del Estado de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social.

Un aspecto de crucial importancia para el diseño e implementación de la política monetaria fue la coordinación de políticas entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB, mediante la elaboración conjunta del Programa Fiscal-Financiero anual, cuyas metas trimestrales fueron incorporadas en la "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal-Financiero 2010", la misma que fue suscrita entre ambas entidades. Estas metas fueron cumplidas con suficientes márgenes, destacándose en el primer semestre el superávit fiscal y la preservación de las reservas internacionales.

Por su parte, la política cambiaria estuvo orientada a mantener el tipo de cambio estable consistente con la inflación baja y su tendencia a la convergencia a su objetivo de mediano plazo, lo que permitió anclar las expectativas sobre el valor de la moneda nacional y, de esa forma, evitó presiones de demanda por dólares y de transferencias al exterior por el sistema financiero, apoyando al proceso de bolivianización y evitando los efectos adversos de la volatilidad cambiaria sobre la actividad productiva. En un contexto de perturbaciones

financieras y cambiarias, la estabilidad cambiaria continua evitando los movimientos a la apreciación y depreciación observados en los países vecinos, aunque mucho más moderados que en la crisis financiera de 2008, encontrándose el tipo de cambio real en a su valor estimado de equilibrio.

Tomando en cuenta que la inflación acumulada en el primer semestre de 2010 llegó a 0,4%, para la gestión 2010 el escenario más probable señala que la inflación terminaría en 4%, en un rango 3% a 5%, al igual que en 2011. Estas previsiones suponen una normalización del contexto internacional y un mayor crecimiento de la economía nacional en relación a 2009. Entre los factores que podrían alejar la inflación observada de la meta señalada sobresalen el posible aumento de algunos precios de bienes y servicios administrados, y los efectos del déficit de precipitaciones pluviales, principalmente en el Chaco y el altiplano. Estos riesgos podrían ser contrarrestados por los resultados de los programas gubernamentales de incentivos para la producción de alimentos y la continuidad del ajuste hacia la baja de los precios de algunos bienes que subieron en el periodo 2007-08.

El BCB reitera su compromiso con la estabilidad macroeconómica, en especial de la baja inflación, y de la estabilidad financiera, dentro de un marco de apoyo a la actividad productiva, de manera de contribuir al desarrollo económico y social del país.

I. Contexto internacional

Durante 2009 la economía mundial registró una importante contracción, la cual fue amortiguada por las políticas fiscales y monetarias expansivas aplicadas en gran parte del mundo. A principios de 2010 se observó una recuperación más fuerte de la esperada, pero diferenciada por regiones y países, la cual se fue debilitando en el segundo trimestre; y en lo que resta del año se espera una recuperación más moderada que la prevista. Por un lado, las economías emergentes y en desarrollo que se habían caracterizado por el buen desempeño económico liderando el crecimiento global, empezaron a disminuir su dinamismo. Por otro, la crisis de deuda soberana en el Área del Euro influyó en una recuperación más lenta no sólo en Europa, sino también en EE.UU. y Japón, que habían empezado a dar señales de una recuperación más sostenida.

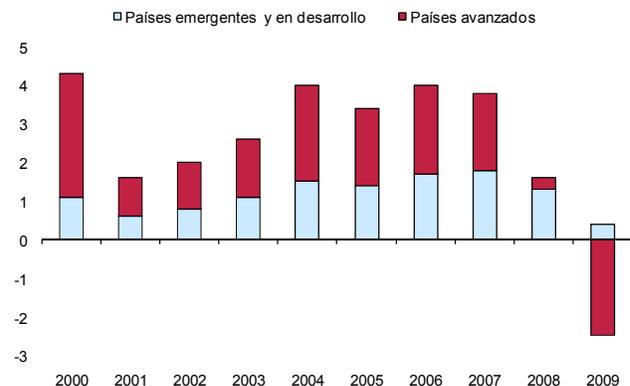
Por su parte, la evolución de los mercados financieros en 2010 ha estado determinada por las tensiones resultantes de la situación fiscal y el riesgo soberano de algunas economías de la Zona Euro. La creciente incertidumbre proveniente de este contexto ha provocado un incremento de la volatilidad de los mercados y el incremento de la percepción de riesgo. Los impactos derivados de estas tensiones, si bien son diferenciados por regiones, han amenazado y empañan la recuperación de la economía mundial.

I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Entre 2004 y 2007, el crecimiento de la economía mundial fue producto del dinamismo de los países emergentes y en desarrollo. Incluso, durante 2008 ésta fue mayor a la tasa de participación de los países desarrollados; y en 2009 registraron una tasa positiva de participación en contraposición a la incidencia negativa de los países avanzados (Gráfico I.1).

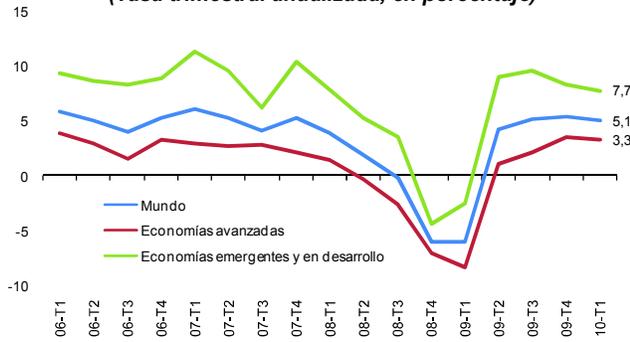
Durante la primera mitad de 2010, la economía mundial continuó mostrando signos de recuperación, pese a las tensiones financieras surgidas con relación a la

GRÁFICO I.1: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(En porcentaje)



FUENTE: Banco Mundial, *Global Economic Prospect Summer 2010*
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.2: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(Tasa trimestral anualizada, en porcentaje)

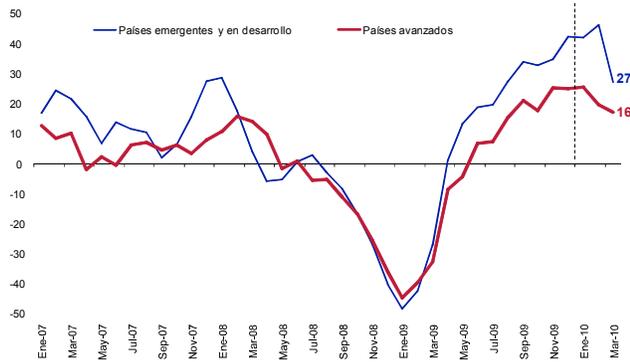


FUENTE: FMI, Actualización de las Perspectivas de la economía mundial (julio de 2010)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

materialización del riesgo soberano en algunos países europeos. A nivel global, la reactivación siguió impulsada por políticas públicas adoptadas frente a la crisis (entre las que destacan el importante estímulo monetario cuantitativo y cualitativo y las medidas fiscales de apoyo a la actividad y de fortalecimiento del sector financiero) acompañadas de un fuerte dinamismo del comercio mundial (Gráfico I.2).

En el primer trimestre del presente año las economías emergentes y en desarrollo lideraron la recuperación. A su vez, el crecimiento de Estados Unidos mostró, junto a Japón, un desempeño sostenido en comparación con otros países avanzados. Sin embargo, en el segundo trimestre debido a la crisis europea se observó una recuperación más lenta de las economías avanzadas y también una disminución del dinamismo de las economías asiáticas.

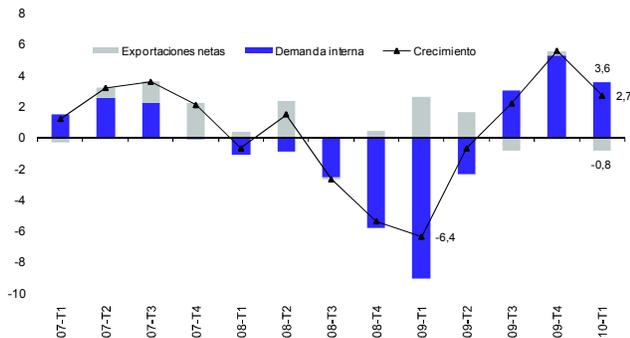
GRÁFICO I.3: VOLUMEN DE EXPORTACIONES MUNDIALES
(Variación trimestral anualizada, en porcentaje)



FUENTE: Banco Mundial, *Global Economic Prospect Summer 2010*
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Respecto al comercio mundial, se percibió un marcado repunte a inicios de 2010, cuando las exportaciones globales crecieron a una tasa anualizada del 20% en el primer trimestre de 2010 (Gráfico I.3). Siguiendo con el patrón de crecimiento económico observado, también se advierte un comportamiento diferenciado por regiones, donde los países emergentes y en desarrollo muestran una tasa de crecimiento de sus exportaciones del 27%, en comparación a la tasa de crecimiento del 16% de los países avanzados.

GRÁFICO I.4: 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 de la crisis financiera de 2008-2009 se ha visto amenazada en el segundo trimestre de 2010 por las tensiones financieras que se generaron por los problemas fiscales y la materialización del riesgo soberano en algunas economías de Europa. Si bien los crecientes problemas en las finanzas públicas de estos países fueron de naturaleza financiera y no tuvieron inicialmente un efecto evidente en el crecimiento, los riesgos a la baja sobre la recuperación se han incrementado y pueden comprometer el proceso de recuperación a mediano y largo plazo, dados los fuertes ajustes fiscales necesarios para enfrentar esta nueva crisis, lo que probablemente mantenga las tasas de desempleo en los niveles observados, dada la rigidez del mercado laboral.

Desde una perspectiva más específica, EE.UU. continúa mostrando mayores signos de recuperación de la crisis financiera pasada. De acuerdo al *Bureau of Economic Analysis* (BEA), después de que el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento de 5,6% el último trimestre de 2009, éste bajó a 2,7% durante el primer trimestre de 2010. (Gráfico I.4). Este comportamiento

es consistente con la recuperación de la demanda interna y las exportaciones que compensaron la contribución negativa del gasto público en dicho país (retiro gradual de los estímulos fiscales) y de la inversión fija no residencial.

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 (Gráfico I.5a) y el del Instituto para la Administración de la Oferta (ISM por su sigla en inglés). Además, este último se expandió, alentado por nuevas órdenes de compras, especialmente de artículos de vestir (Gráfico I.5b).

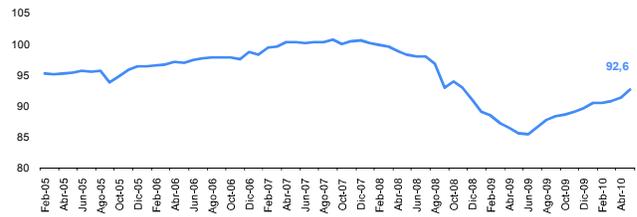
Si bien EE.UU. continúa con la tendencia hacia una mejoría de la actividad económica, donde la producción industrial muestra signos de recuperación, el consumo personal todavía no recupera los niveles previos a la crisis, debido en gran medida al aún débil mercado laboral. Al respecto, aunque en el primer semestre de 2010 la tasa de desempleo declinó gracias a la dinámica del sector manufacturero, el cual incrementó las nóminas en 136 mil nuevos empleos durante los primeros seis meses de 2010, la tasa de desempleo se mantiene en los niveles más altos históricos desde agosto de 1983 (9,5%, equivalentes a 15 millones de desempleados, Gráfico I.6).

La situación de Europa muestra un panorama más delicado. A pesar del conjunto de medidas que se implementaron para hacer frente a la crisis financiera, el aumento de las primas de riesgo (como consecuencia del alto nivel de endeudamiento) y la incertidumbre respecto a la capacidad de ciertos países para hacer frente a esta situación, constituyen un riesgo latente para el proceso de recuperación de la Zona Euro más allá de 2010.

Por un lado, un menor crecimiento de Europa tiene efectos en otras economías, en especial en las emergentes y en desarrollo. Estos efectos se manifiestan tanto a través del comercio internacional (menor demanda por sus bienes exportados), como por menores remesas familiares, puesto que el sector de la construcción fue uno de los más afectados por la disminución de la producción. Por otra parte, dada la precaria situación fiscal de varios de los países miembros de la Zona Euro, existe una probabilidad de reducción de los flujos oficiales hacia los países de bajos ingresos.

GRÁFICO I.5: INDICADORES DEL SECTOR INDUSTRIAL DE EE.UU.

a) Índice de producción de la Reserva Federal (2002=100)



b) Índice ISM, (50=nivel de producción normal)^{1/}

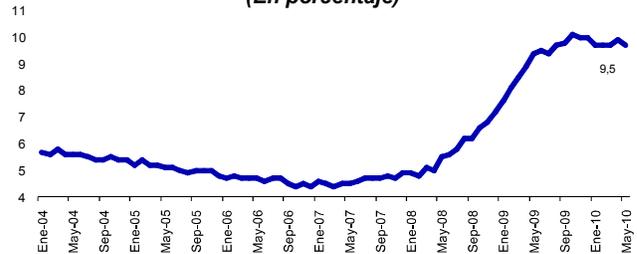


FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} Si el índice de producción manufacturera del Institute for Supply Management se encuentra en el valor de 50, corresponde al nivel de producción normal

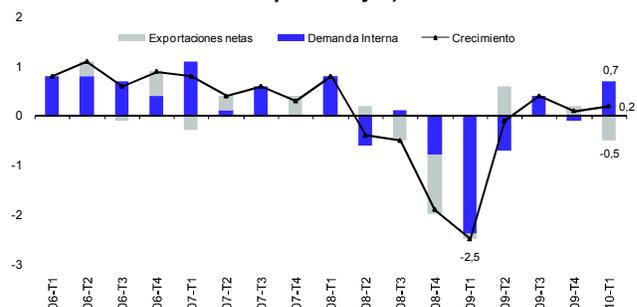
GRÁFICO I.6: TASA DE DESEMPLEO EE.UU. (En porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.7: CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA EURO (Tasa de crecimiento trimestral desestacionalizada e incidencias en porcentajes)

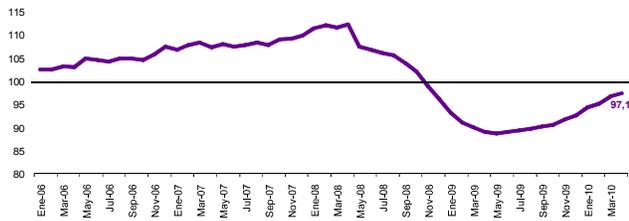


FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

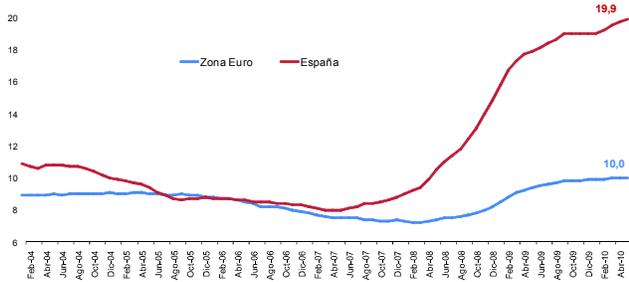
GRÁFICO I.8: ÍNDICE MANUFACTURERO DE LA ZONA EURO^{1/}
(Índice 100=nivel de producción normal)



FUENTE: **Bloomberg**
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Si el índice de producción manufacturera se encuentra en el valor de 100, corresponde al nivel de producción normal

Los datos de crecimiento del PIB se han mantenido positivos durante el primer trimestre de 2010. En efecto, el crecimiento económico presentó por tercera vez consecutiva una tasa de variación positiva pero leve, 0,2%, impulsada principalmente por la acumulación de inventarios (Gráfico I.7). Asimismo, la tendencia hacia la depreciación del euro y la recuperación de la economía mundial ayudó a incrementar las exportaciones. No obstante, la demanda externa neta presenta una contribución negativa por la incidencia de las importaciones.

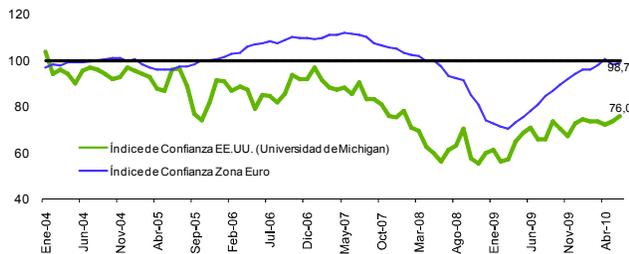
GRÁFICO I.9: TASA DE DESEMPLEO ZONA EURO Y ESPAÑA
(En porcentaje)



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

Adicionalmente, los principales indicadores industriales del sector privado de la Zona mostraron señales positivas debido al incremento de la demanda de bienes intermedios, entre los cuales destaca el acero y partes de automóviles (Gráfico I.8). Es así que en abril la producción industrial creció en 9,2% respecto a similar periodo de 2009.

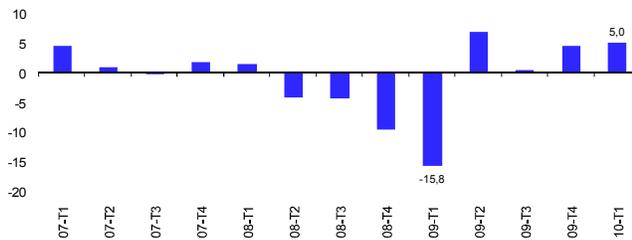
GRÁFICO I.10: ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES EN EE.UU. Y LA ZONA EURO^{1/}
(Índices mensuales, 1966=100 y 2000=100, respectivamente)



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

La tasa de desempleo de la Zona Euro muestra un comportamiento similar a la de EE.UU., puesto que alcanzó en mayo de este año el nivel más alto desde mediados de 1998, 10,0%, resaltando las altas cifras de España, que debido a la delicada situación del mercado de vivienda, registró en ese mismo mes una tasa de 19,9% (Gráfico I.9).¹

GRÁFICO I.11: CRECIMIENTO DEL PIB DE JAPÓN
(Tasa de crecimiento trimestral anualizada desestacionalizada, en porcentaje)



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

Tanto en EE.UU. como en Europa, los índices de confianza de los consumidores mejoraron. En el primer caso, esta recuperación se debe principalmente a las ganancias registradas en el mercado de valores durante los últimos meses. Es así que el restablecimiento de la confianza al mes de junio es similar a la alcanzada a finales de 2007. Mientras que en Europa, ésta fue superior a las expectativas, debido a que un débil euro está compensando los sentimientos negativos respecto a las repercusiones que pueden tener la crisis de deuda en el crecimiento (Gráfico I.10).

Por su parte, Japón registró por cuarto trimestre consecutivo una tasa de crecimiento positiva (5,0%) en el primer trimestre de 2010 (Gráfico I.11). Este

¹ La Comisión Europea (CE), que es el órgano ejecutivo de la Unión Europea, prevé que la tasa de desempleo en España llegaría a 20,5% hasta finales de 2010.

comportamiento se explica por el buen desempeño tanto de las exportaciones netas como de las ventas finales domésticas, las cuales tuvieron una incidencia en el crecimiento de 3,0 puntos porcentuales (pp) y 1,6pp, respectivamente.

Esta continua mejora en sus condiciones económicas, fue impulsada por el sentimiento de confianza tanto de empresas como de consumidores y la recuperación de sus exportaciones.

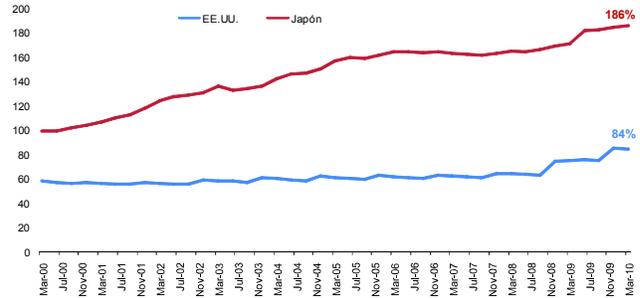
Por otro lado, cabe destacar el tamaño de la deuda pública del Japón, que sería la más alta entre los países desarrollados, y más que la de Grecia, España y Portugal (Gráfico I.12).

Sin embargo, una de las principales diferencias entre Japón y estos países se encuentra en la estructura de los tenedores de deuda: sólo el 6% de la deuda es con el exterior comparado con el 77% en Grecia y 80% en Portugal. Además, en Japón, la mayoría de los acreedores de deuda son instituciones financieras que no pueden poseer activos en moneda extranjera ya que sus pasivos están denominados en yenes, dando lugar a que la deuda pública tenga una prima de riesgo más baja que en los países periféricos de Europa.

Los indicadores líderes de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OECD por su sigla en inglés) para los países más avanzados (G-7)², muestran a mayo de 2010 una continua expansión, pero hay señales de una disminución en la velocidad de crecimiento (Gráfico I.13).

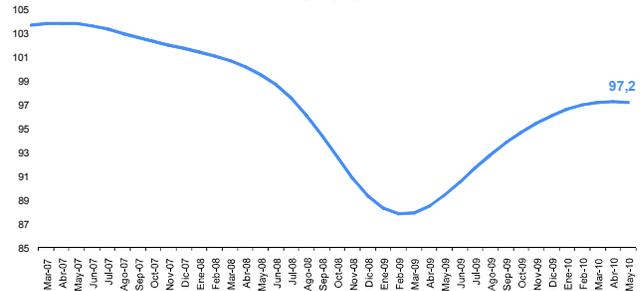
En cuanto a los países emergentes y en desarrollo, los países de Asia han liderado el crecimiento mundial (Gráfico I.14). Ello se debe a la fuerte demanda por productos primarios y a la expansión de la demanda interna, las cuales repercutieron positivamente en el comercio internacional. De igual forma que en los países desarrollados, el repunte estuvo impulsado por el estímulo aplicado en materia fiscal y monetaria, que incrementó la demanda interna y sostuvo las tasas de

GRÁFICO I.12: DEUDA PÚBLICA PAÍSES SELECCIONADOS (En porcentaje del PIB)



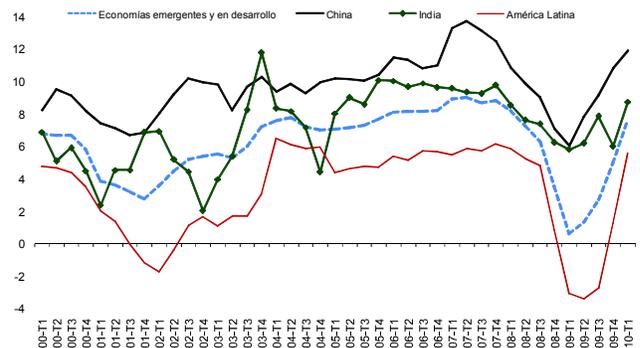
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.13: INDICADORES LÍDERES COMPUESTOS DE PAÍSES G-7



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

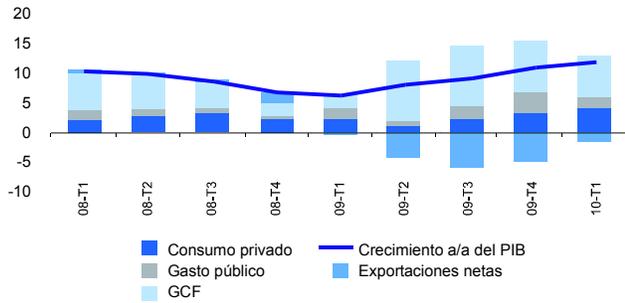
GRÁFICO I.14: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES (Tasa interanual, en porcentaje)



FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2010)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

² Grupo compuesto por: Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón y Gran Bretaña.

GRÁFICO I.15: CRECIMIENTO DEL PIB DE CHINA
(Tasa interanual e incidencias en porcentajes)



FUENTE: BBVA Research, Situación China (mayo 2010)
ELABORACIÓN: BBVA Research
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

crecimiento en niveles positivos, apoyadas por el aumento de la inversión. Sin embargo, para el segundo semestre de 2010 se espera una desaceleración de su dinamismo, debido a los ajustes en materia de política económica.

Dentro del grupo de países emergentes, destaca el desempeño de China e India. Después de registrar una tasa de crecimiento el 2009 de 8,7%, el PIB de China se aceleró aún más en el primer trimestre de 2010, alcanzando una tasa interanual de 11,9%, debido tanto a los fuertes niveles de inversión y a la mejoría de las exportaciones netas, como al respaldo de las políticas de estímulo fiscal y monetario (Gráfico I.15).

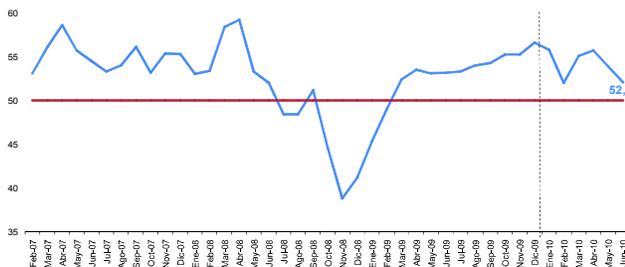
GRÁFICO I.16: VENTAS AL POR MENOR EN CHINA
(Variación porcentual interanual)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Asimismo, se debe destacar la sólida contribución del consumo privado. En mayo de 2010, continuando con la tendencia positiva, las ventas del comercio minorista se incrementaron en 18,7%, impulsadas por el incremento de los ingresos familiares y las continuas subvenciones gubernamentales para la adquisición de automóviles y electrodomésticos (Gráfico I.16).

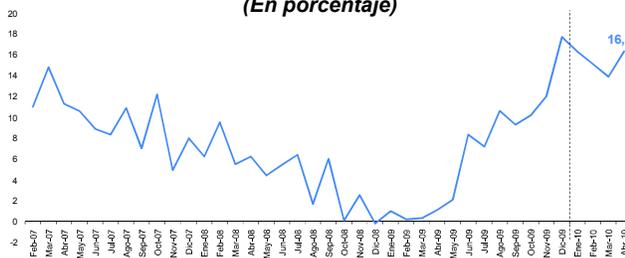
GRÁFICO I.17: ÍNDICE MANUFACTURERO DE CHINA
(Índice 50=nivel de producción normal)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Estos sólidos resultados, sumados al continuo incremento del precio de las viviendas, han contribuido al surgimiento de preocupaciones respecto al sobrecalentamiento de esta economía. En ese sentido, las autoridades han empezado el proceso de ajuste de las condiciones monetarias (incremento del coeficiente de reservas obligatorias), con el objeto de moderar la expansión hasta niveles más sostenibles, medidas que tuvieron un efecto en la caída del índice de producción manufacturera (PMI) de mayo de 2010 (Gráfico I.17).

GRÁFICO I.18: CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE INDIA
(En porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Con relación a India, el primer trimestre registró una tasa de crecimiento interanual de 8,6%, la tasa más alta en los últimos ocho trimestres, impulsada por la actividad industrial, las exportaciones y la inversión pública en infraestructura. El fuerte repunte del sector manufacturero se reflejó en el nivel de producción industrial de abril de 2010, 16,5% superior a similar mes del año 2009, uno de los más altos en los últimos veinte años, como consecuencia del incremento de la demanda por automóviles y electrodomésticos (Gráfico I.18).

No obstante, este constante incremento de la demanda interna está empezando a ejercer presión sobre la capacidad instalada del sector, y como consecuencia en el nivel de precios. A su vez éste incremento, similar al observado en la inflación subyacente, ha determinado la política monetaria menos expansiva adoptada por el Banco Central de dicho país.

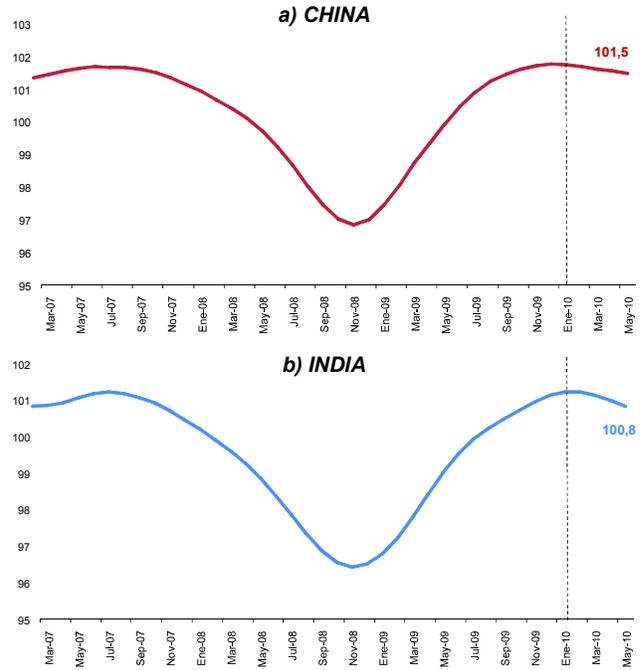
Respecto a los indicadores líderes de China e India, estos muestran una desaceleración de la expansión a mayo del 2010, dando señales que se habría llegado al pico en el ciclo económico (Gráfico I.19).

América Latina continúa mostrando señales de recuperación, aunque diferenciada por países, beneficiada por las políticas contracíclicas adoptadas por sus gobiernos, la mejora de la situación financiera externa relevante para esta región y la dinámica del mercado de materias primas.

En este contexto, Brasil es la economía que está liderando la recuperación acompañado por Argentina y México que muestran fuertes mejoras en sus indicadores de producción industrial, aunque los mismos presentan un componente estadístico de base de comparación en virtud a las caídas observadas en la actividad económica de dichos países. La información estadística señala que las economías más grandes de América Latina continuaron con su recuperación en el primer trimestre de 2010 (Gráfico I.20). También se observó una notoria recuperación de las exportaciones ante el repunte de precios de las materias primas (Gráfico I.21).

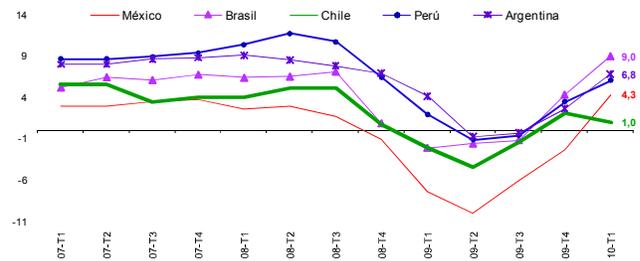
Respecto a Brasil, la fortaleza de la demanda doméstica fue el principal impulsor del crecimiento económico. Pese a que en el mes de mayo de 2010 el índice de producción industrial no mostró variación respecto al mes anterior, el acumulado del año llegó a un nivel de 17,3%, destacándose en el sector de bienes de capital,

GRÁFICO I.19: INDICADORES LÍDERES DE CHINA E INDIA



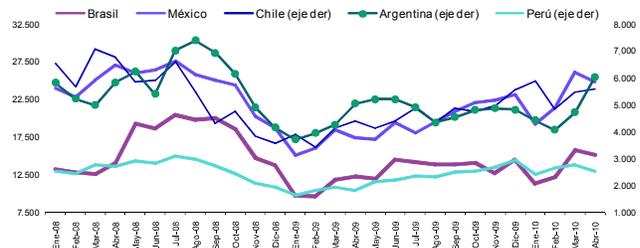
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.20: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS (Variación interanual, en porcentaje)



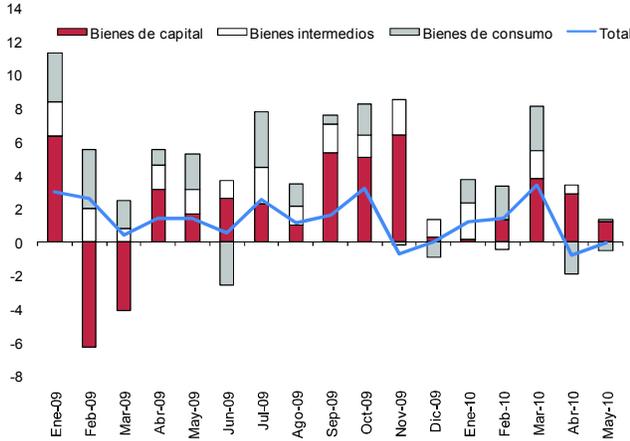
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.21: EXPORTACIONES MENSUALES DE PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS (En millones de dólares)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.22: PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE BRASIL
(Variación mensual desestacionalizada, en porcentaje)



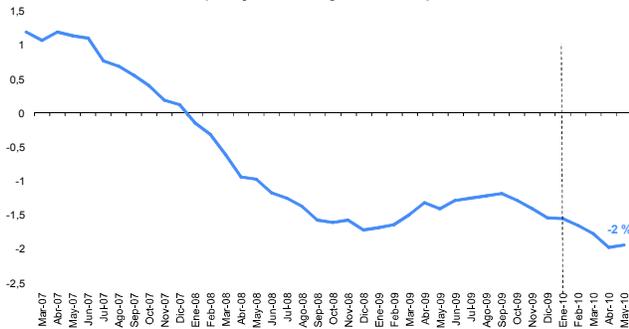
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

la construcción, y en el sector de bienes intermedios, los productos metalúrgicos y vehículos automotores (Gráfico I.22).

A la par de la creciente demanda doméstica, se observa un deterioro de la cuenta corriente, a mayo de 2010 el déficit alcanzó el nivel de 2% respecto al PIB (Gráfico I.23). No obstante, el financiamiento de este déficit no presenta mayores problemas dados los adecuados niveles de reservas internacionales (aproximadamente 14% del PIB) y los crecientes flujos de entradas de capital.³

Las tasas de desempleo, que aumentaron de forma generalizada durante 2009 (aunque con menor intensidad y velocidad que en los países desarrollados), siguieron estabilizándose durante 2010 con leves repuntes en Brasil y Perú (Gráfico I.24).

GRÁFICO I.23: SALDO DE CUENTA CORRIENTE DE BRASIL
(En porcentaje del PIB)



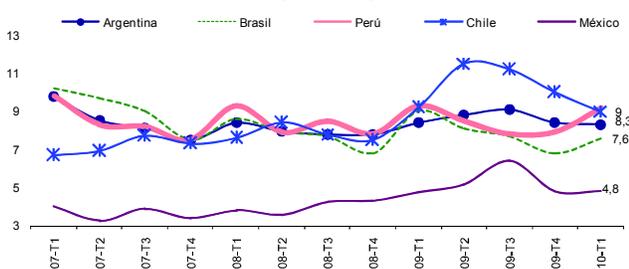
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

I.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Durante los primeros meses de 2010, los precios de las materias primas mantuvieron la tendencia creciente observada en 2009 debido a: i) la recuperación más rápida que la esperada de países emergentes y en desarrollo (destacándose los países asiáticos); ii) los recortes de producción en el caso de los minerales y petróleo; y iii) factores climáticos en el caso de la agricultura (Gráfico I.25).

Sin embargo, a partir de abril, se observó una leve reversión de esta tendencia debido a la incertidumbre que generó la crisis de deuda soberana de ciertos países europeos y el consiguiente nerviosismo respecto al crecimiento económico y la demanda por materias primas (*commodities*).

GRÁFICO I.24: TASA DE DESEMPEÑO EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS
(En porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Entre diciembre de 2009 y junio de 2010 el IPPBX, que mide los precios de la canasta de bienes de exportación de Bolivia, aumentó 6,0%, explicado por el repunte del precio del gas, manifestando con rezago el efecto de la recuperación de los precios del petróleo. Durante el primer cuatrimestre de 2010, el precio promedio de exportación de gas natural alcanzó a

³ La entrada de los flujos de capital esperados para 2010 y 2011 son de 3,4% y 4,0% del PIB, respectivamente.

⁴ Corresponde al precio promedio ponderado de las exportaciones mensuales de gas natural a la Argentina y Brasil.

5,94\$us/MMBtu,⁴ superior en 0,22\$us/MMBtu y 0,14\$us/MMBtu a los observados en similares periodos de 2009 y 2008 respectivamente. En los primeros cuatro meses de lo que va del año, Argentina pagó 7,08\$us/MMBtu, mientras que Brasil alcanzó a 5,74\$us/MMBtu, cotizaciones que superan a las registradas en la gestión 2009.

El incremento en el precio del gas exportado,⁵ responde a las mayores cotizaciones de los hidrocarburos (*fuel oil*) considerados en las fórmulas de exportación de gas natural, cuya dinámica evoluciona en consonancia a las cotizaciones del precio del petróleo, aunque con rezagos entre 3 y 6 meses.

Excluyendo los hidrocarburos, el IPPBX registró una caída de 7,2%, destacándose las disminuciones del complejo de la soya (15,7%), de la agricultura (14,5%) y de los minerales (3,5%).

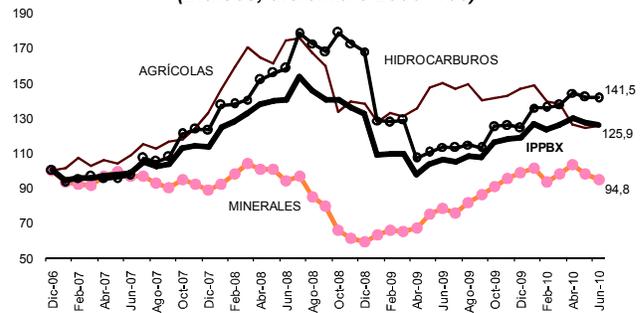
Con relación a los minerales, las cotizaciones oficiales promedio a nivel general se han mantenido altos por la recuperación de la economía mundial. Sin embargo, mostraron una disminución desde mayo de este año por los efectos de la incertidumbre generada por la crisis de deuda soberana, aunque el oro y la plata siguieron mostrando crecimientos (Cuadro I.1).

En el caso del incremento del oro (13,2%), los movimientos dinámicos en el mercado internacional se explican por la demanda de inversión, la limitada oferta de producción nueva, el incremento del reciclaje de joyas y las severas restricciones a la venta por parte de los bancos centrales de Europa. Para los complejos de zinc y plomo, la caída se explica principalmente por el incremento de la oferta y *stocks* en el mercado internacional.

Respecto a los mercados agropecuarios, la tendencia prevaleciente en el primer semestre de 2010 fue la de una caída de los precios de los principales productos, observándose valores por debajo de los niveles récord alcanzados en el primer semestre de 2008 (Gráfico I.26).

⁵ Al mes de abril de 2010 (6.17\$us/MMBtu) es el más alto observado en los últimos catorce meses.

GRÁFICO I.25: PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA
(Índices, diciembre 2006=100)



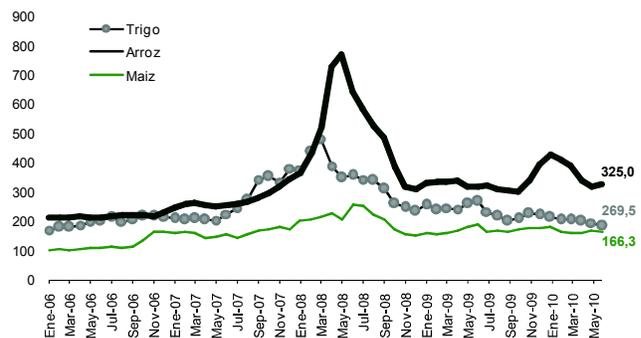
FUENTE: Bloomberg - Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación

CUADRO I.1: RESUMEN DE COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN
(Diciembre 2009 - junio 2010)

	31/12/2009	30/06/2010	Variación
Zinc (\$us/LF)	1,2	0,8	-29,9
Oro (\$us/OTF)	1.097,0	1.242,3	13,2
Plata (\$us/OTF)	16,9	18,6	10,3
Estaño (\$us/LF)	7,7	7,9	2,8
Plomo (\$us/LF)	1,1	0,8	-27,8
Soya (\$us/TM)	385,6	331,6	-14,0
Harina de Soya (\$us/TM)	330,7	285,9	-13,6
Aceite de Soya (\$us/TM)	888,8	819,6	-7,8
Azúcar (\$us/TM)	686,3	547,0	-20,3
Algodón (\$us/TM)	1.838,5	2.007,3	9,2
Café (\$us/LB)	1,6	2,1	30,5
Petróleo (Brent) (\$us/BBL)	77,2	73,9	-4,3
Gas (\$us/MPC)	5,7	6,6	16,6
Item de Memorandum			
IP Minería	98,3	94,9	-3,5
IP Agricultura	146,8	125,5	-14,5
IP Comp Soya	158,8	133,8	-15,7
IPPBX	118,8	125,9	6,0
IPPBX s/c	110,3	102,4	-7,2

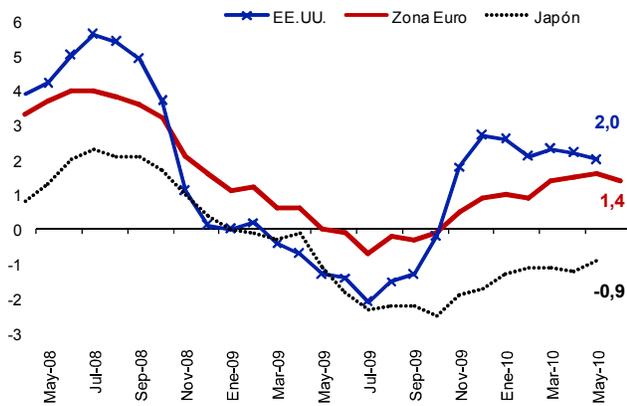
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: IPPBX: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación
IPPBX s/h: Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación sin hidrocarburos
Los Índices de Precios (IP) corresponden a promedios mensuales

GRÁFICO I.26: PRECIOS DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS SELECCIONADOS
(En dólares estadounidenses por tonelada métrica)

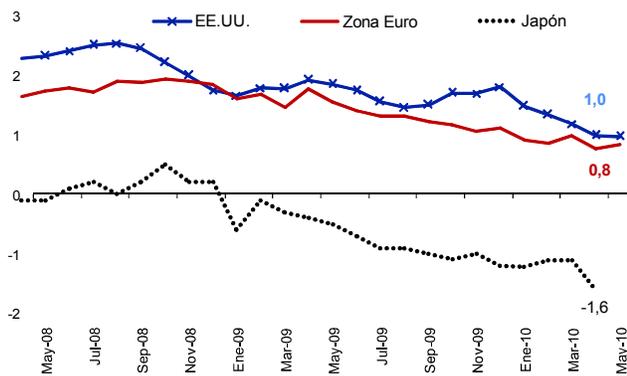


FUENTE: Food and Agriculture Organization
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.27: INDICADORES DE INFLACIÓN DE ECONOMÍAS AVANZADAS SELECCIONADAS (Variación porcentual interanual)
(a) INFLACIÓN TOTAL



(b) INFLACIÓN SUBYACENTE



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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

	2008	2009	Jun-10
Mundo	4,6	0,9	n.d.
Estados Unidos ^{1/}	0,1	2,7	2,0
Zona del Euro	1,6	0,9	1,4
Japón ^{1/}	0,4	-1,7	-0,9
América Latina	8,4	6,1	n.d.
Argentina ^{1/}	7,2	7,7	10,7
E.P. de Bolivia	11,8	0,3	1,3
Brasil	5,9	4,3	4,8
Chile	7,1	-1,4	1,2
Colombia	7,7	2,0	2,1
Perú	6,7	0,2	1,7
R.B. Venezuela	31,9	26,9	31,3

FUENTE: Bloomberg - FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (abril de 2010)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} Datos a mayo de 2010
Para 2008 y 2009 corresponde a la inflación de cierre de año
n.d.: no disponible

El incremento en la oferta agrícola mundial, junto a la apreciación del dólar estadounidense, se sitúan entre los principales factores que explicaron el descenso de los precios de este tipo de *commodities*. En efecto, la recuperación de las existencias y un incremento en los ratios *stock*/uso del sector, permiten vislumbrar un adecuado abastecimiento de los mercados alimentarios.

Como señala la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO por su sigla en inglés) en su reporte *Perspectivas Alimentarias* de junio de 2010, se estima que continuaría el incremento de la producción de cereales y productos lácteos, tanto por mayor productividad como por mayor número de cabezas de ganado.

En resumen, los precios de los productos básicos que tendieron a recuperarse a partir del segundo trimestre de 2009, en línea con lo mencionado en el anterior IPM, han experimentado desde abril de 2010 una leve disminución explicada principalmente por la incertidumbre que generó la crisis de deuda en algunos países de Europa y los consiguientes efectos sobre el crecimiento económico y la demanda de *commodities*.

I.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL

Las presiones inflacionarias en la economía mundial son moderadas, debido a los niveles aún bajos de utilización de la capacidad instalada y expectativas moderadas en la mayoría de los países. La divergencia en el dinamismo de la actividad económica entre economías también es perceptible en los indicadores de inflación. Aunque la generalidad de los datos observados muestra un repunte diferenciado en las economías emergentes y en desarrollo, todavía se observan niveles bajos en las economías avanzadas.

Continuando con la tendencia decreciente observada desde inicios de año, la inflación interanual de los EE.UU. a mayo fue de 2% (Gráfico I.27 a), dándole margen al Banco de la Reserva Federal (FED) para mantener su tasa de referencia cercana a cero por un período prolongado. La inflación anual a junio de la Zona Euro registró 1,4% impulsada por los mayores precios del petróleo. Sin embargo, la inflación subyacente se mantiene en niveles bajos (Gráfico I.27 b).

En las economías emergentes y en desarrollo, se observó un repunte, aunque diferenciado, de la inflación, ante lo cual las autoridades de algunos de esos países empezaron a retirar las políticas de estímulos monetarios. China, si bien no cambió su tasa de política monetaria, continuó retirando (esterilizando) el exceso de liquidez a través de operaciones de mercado abierto (OMA) y aumentos en el encaje legal. Además, modificó su régimen cambiario entrando en una flexibilidad acotada y con base a una canasta de monedas con una inicial apreciación de su moneda. En India, donde se acentuaron las presiones inflacionarias, la autoridad monetaria incrementó tanto las tasas de reporto y reporto reverso, como la tasa de requerimiento de reservas en 75 puntos básicos (pb) y 100pb, respectivamente. Por su parte, Brasil, Chile, Israel, Malasia y Perú comenzaron a incrementar sus tasas de política monetaria para moderar la inflación.

En síntesis, en lo que va de 2010 se observa una tendencia hacia la normalización de los niveles de inflación mundial, diferenciado por regiones y países.

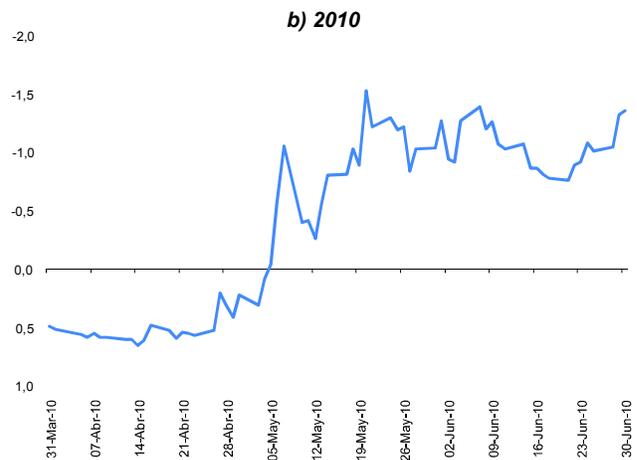
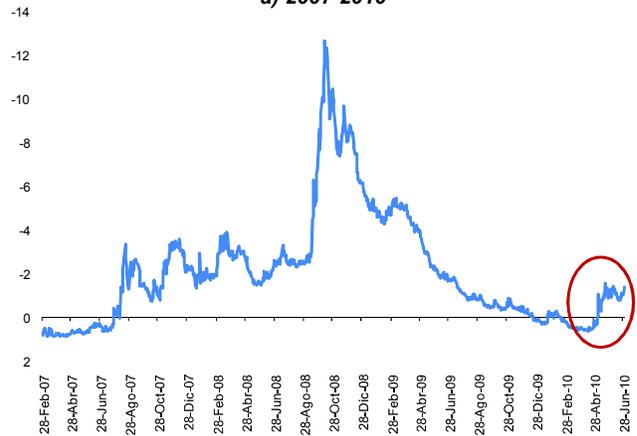
I.4 MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

Debido a la crisis financiera de 2008-2009 los mercados internacionales registraron una importante contracción; luego mostraron una evolución favorable durante el segundo semestre de 2009, en virtud a las mejores perspectivas de crecimiento y las políticas económicas adoptadas.

Sin embargo, desde principios de 2010, la evolución de los mercados estuvo determinada por el aumento de las tensiones financieras provenientes de la situación fiscal de Grecia y otras economías europeas, y sus repercusiones sobre el resto de la Zona Euro y, en menor medida, en la economía global. Esto contribuyó al incremento significativo del Índice de Tensiones Financieras de EE.UU., a partir de abril de 2010 (Gráfico I.28), y el incremento de la volatilidad de los mercados, pero sin llegar a los niveles máximos observados a finales de 2008 (Gráfico I.29).

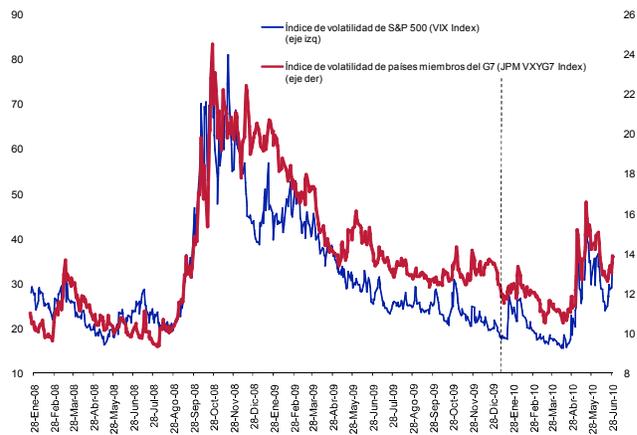
En efecto, lo que empezó como un problema estrictamente de una de las economías más pequeñas de la Zona Euro,⁶ se transformó en una crisis de la

GRÁFICO I.28: ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS EN EE.UU. a) 2007-2010



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

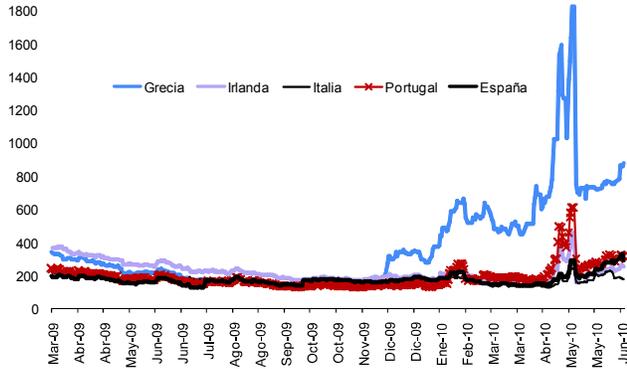
GRÁFICO I.29: INDICADORES DE VOLATILIDAD DEL ÍNDICE S&P 500 Y DE DIVISAS DEL G7 (En puntos porcentuales)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

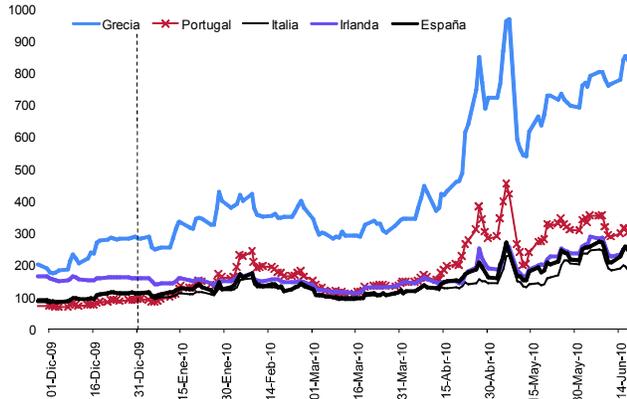
⁶ Ver Recuadro I.2 para un mayor detalle respecto a la crisis de deuda en Europa.

GRÁFICO I.30: SPREAD DE BONOS SOBERANOS A 2 AÑOS (Relativo a bonos del gobierno alemán, en puntos básicos)



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

GRÁFICO I.31: CDS PAÍSES EU-5 (En puntos básicos)



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

institucionalidad de todo este bloque, y no sólo países como Portugal, Irlanda y España se vieron forzados a plantear medidas de austeridad fiscal en un contexto de desaceleración económica, sino también economías como Alemania y Francia para dar mayor confianza a la moneda común de esta región.

Cabe destacar que, si bien el principal detonante fue la preocupación por la posición fiscal, las dudas respecto a la información publicada y la viabilidad política y social de las medidas adoptadas para hacer frente a la situación contribuyeron en gran medida al resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros externos.

Esta situación se tradujo en una nueva valuación de los *ratings* por parte de las agencias calificadoras de riesgo. A finales de octubre de 2009, la empresa *Moody's* inició el proceso de revisión al colocar a Grecia en perspectiva negativa, culminando dicho proceso con la asignación de las calificaciones de BBB- por parte de *Fitch Ratings* y de BB+ por parte de *S&P* en abril de 2010; mientras que *Moody's* le asignó la calificación de Ba1 en junio de 2010. En el caso de las dos últimas empresas, la calificación corresponde a grado de no inversión o "bono basura" y en la primera, pese a que se encuentra en la zona de grado de inversión, está a una categoría de descender. En la misma línea, las calificaciones de España y Portugal fueron disminuidas en una categoría tanto por *Fitch Ratings* y por *S&P*; pero sin perder su grado de inversión.⁷

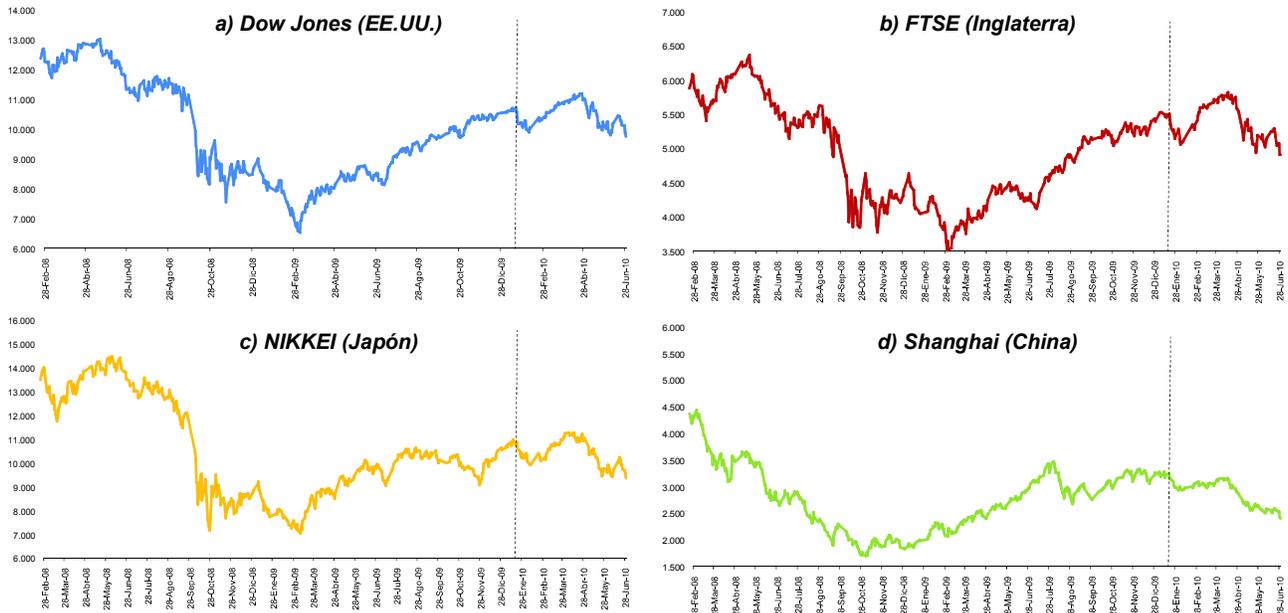
De esta manera, esta sucesión de eventos provocó un incremento en el costo de la deuda, lo que se reflejó en el mayor *spread* de los bonos soberanos respecto a alternativas de inversión menos riesgosas como los títulos del gobierno alemán (Gráfico I.30).

Adicionalmente, a partir del segundo trimestre de 2010 se observó el incremento de los niveles y de la volatilidad de los *spreads* de los principales instrumentos que muestran la aversión al riesgo crediticio (*Credit Default Swaps* o CDS) de los países EU-5⁸ (Gráfico I.31), reflejando el aumento tanto de la aversión al

⁷ Grado de inversión denota una baja expectativa de riesgo crediticio y una fuerte capacidad de pago de sus obligaciones financieras.

⁸ Grupo compuesto por los siguientes países: Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España.

GRÁFICO I.32: ÍNDICES ACCIONARIOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORE



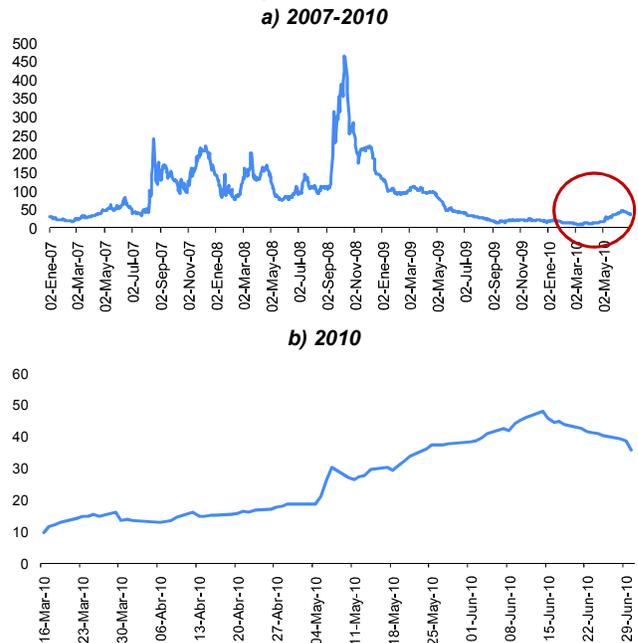
FUENTE: *Bloomberg*
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

riesgo de los inversionistas, como de la volatilidad de los mercados financieros en general, pero sin llegar a los valores máximos observados a fines de 2008.

Por su parte, aunque los mercados de capital se recuperaron de la crisis financiera hasta finales de 2009, no lograron alcanzar los niveles observados antes de 2008, los cuales todavía mostraban la burbuja especulativa que fueron un síntoma previo a la crisis posterior. Esta situación se revirtió en el segundo trimestre de 2010, dada la creciente incertidumbre sobre la situación económica europea, que se vio reflejada en el desempeño de los mercados bursátiles (Gráfico I.32).

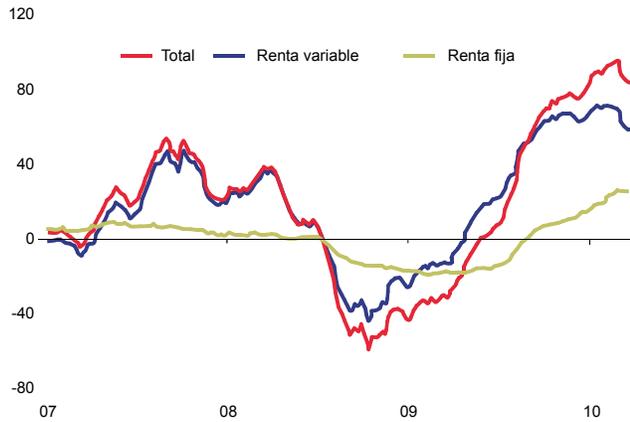
En el caso de los mercados monetarios, durante el 2009 se debe destacar la normalización de las condiciones de liquidez en las principales economías, lo que permitió una reducción del riesgo de crédito del sector bancario (Gráfico I.33 a). Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2010, se observó un incremento del riesgo crediticio bancario, sugiriendo que los bancos comerciales están preocupados por la capacidad de repago de sus contrapartes (Gráfico I.33 b).

**GRÁFICO I.33: TED Spread^{1/}
 (En puntos básicos)**



FUENTE: *Bloomberg*
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} El TED spread es un indicador de riesgo crediticio, representado por el diferencial de tasas de interés entre la tasa LIBOR y el Bono del Tesoro de 3 meses. Cuanto más alto es el spread, más alto es el riesgo crediticio.

GRÁFICO I.34: FLUJOS DE FONDOS DE INVERSIÓN HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES
(En miles de millones de dólares, promedio móvil anual, datos semanales)



FUENTE: Banco Central de Chile - *Emerging Portfolio Fund Research*
 ELABORACIÓN: Banco Central de Chile
 NOTA: Instrumentos de renta fija son los que pagan una tasa de retorno fija, como por ejemplo los bonos de los gobiernos. Los instrumentos de renta variable son aquellos cuyo rendimiento depende de los resultados de la empresa, por ejemplo las acciones de las compañías anónimas

A pesar que aumentó la percepción de riesgo, tanto de activos soberanos como corporativos, las tensiones se encuentran focalizadas en ciertos países de Europa (EU-5), como se señaló previamente. Por lo que el impacto del incremento de riesgo soberano ha variado según la región que se considere.

En las economías avanzadas, las crecientes tensiones de los países europeos provocaron que los inversionistas disminuyan su exposición a estas inversiones y busquen activos más seguros en las economías emergentes (Gráfico I.34).

En este contexto, la situación por la que atraviesan los países del grupo EU-5 explica en gran medida el comportamiento en el mercado de divisas, con una moneda europea que alcanzó las cotizaciones más bajas de los últimos años, que representa una depreciación aproximada del 14% durante el primer semestre de 2010 (Gráfico I.35). Empero, esta depreciación acelerada del euro ha impulsado las exportaciones de la Zona, facilitado el repunte de los pedidos y la actividad industrial, mejorando las perspectivas de crecimiento.

GRÁFICO I.35: COTIZACIÓN DEL EURO
(Dólares estadounidenses por unidad de euro)



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

El éxito de los programas de ajuste anunciados por las principales economías para contener y solucionar los problemas fiscales será determinante en la estabilización y recuperación de la moneda común. Se espera que estas medidas sean suficientes para recuperar la confianza de los mercados y retomar a la senda de un crecimiento sostenible. No obstante, pueden tener un impacto negativo en el corto plazo, pues podría esperarse un efecto recesivo del recorte fiscal sobre la economía, que afecte la recaudación y, por tanto, profundice aún más la precaria situación fiscal.

Respecto a la política monetaria, las diferencias en el comportamiento de la actividad e inflación entre países se reflejaron también en las decisiones de las autoridades monetarias referentes al retiro de los estímulos monetarios.

Por un lado, en las economías avanzadas se mantienen expectativas de tasas de interés en niveles bajos, sin

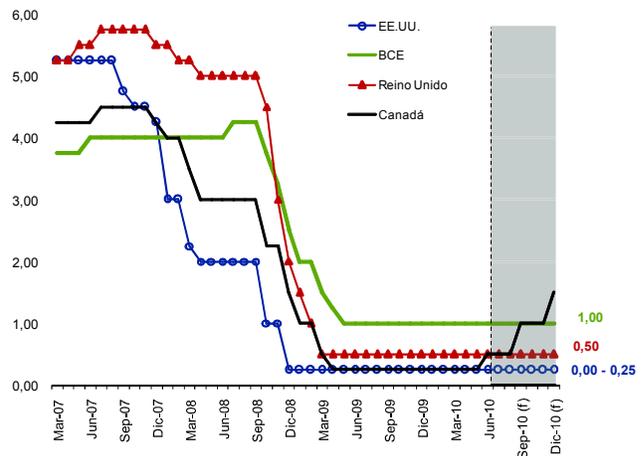
incrementos durante 2010, exceptuando casos como el de Canadá (Gráfico I.36). En EE.UU., en la última reunión de los miembros del FOMC (*Federal Open Market Committee*), en junio de 2010, se anunció que se mantendrá la tasa de interés objetivo excepcionalmente baja en un rango entre 0% y 0,25% durante un período prolongado, dadas las bajas presiones inflacionarias, la considerable capacidad ociosa de la economía y la todavía lenta recuperación del mercado laboral. Asimismo, de acuerdo con el reporte trimestral del Banco Internacional de Pagos a junio de 2010, los instrumentos financieros más avanzados, como futuros y opciones sobre fondos federales en EE.UU., sugieren que las tasas de interés no se moverán hasta el primer trimestre de 2011.

En la Zona Euro, se observa una situación similar. El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo la tasa de política monetaria en su mínimo histórico (1%), debido a las bajas expectativas de crecimiento, la debilidad del mercado laboral y, principalmente, al temor sobre la situación fiscal de Grecia, España y Portugal. Al respecto, el BCE retiró la condición de calificación de riesgo mínima de BBB- para el colateral (garantía) necesario para el acceso al financiamiento por parte del sector bancario griego, con el objetivo de evitar una exclusión del mismo a las facilidades de crédito. Posteriormente, esta institución empezó a dar señales acerca del eventual programa de compra de deuda, sin detallar el mecanismo, ni límites de volumen y/o exposición a países; aunque aclaró que el programa se mantendrá toda vez que el riesgo soberano obstaculice los canales de transmisión monetaria.

De igual manera, el Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de referencia en 0,5% durante el primer semestre, pese a que la inflación mantuvo un ritmo de crecimiento en torno al 3%, superior a su meta del 2%.

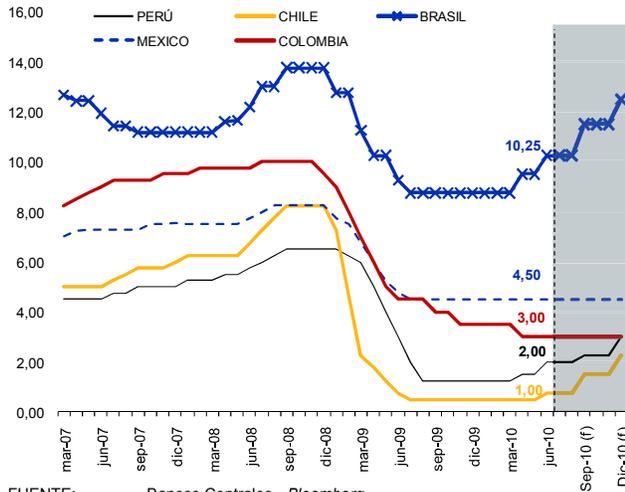
En contraste, varias de las economías emergentes y en desarrollo ya han iniciado el proceso de normalización de su política monetaria. En enero de 2010, la autoridad monetaria de China elevó en 50pb el coeficiente de reservas aplicado a las entidades financieras de depósitos, siendo el primero de tres incrementos a lo largo del semestre, con el objetivo de reducir los riesgos de un sobrecalentamiento de la economía. De igual manera, el Banco Central de India elevó tanto las tasas de repo y repo reverse (incremento de 75pb), como la tasa de requerimiento

GRÁFICO I.36: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN PAÍSES AVANZADOS SELECCIONADOS (En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg - JP Morgan
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (f) Pronóstico

GRÁFICO I.37: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA EN PAÍSES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS (En porcentajes)

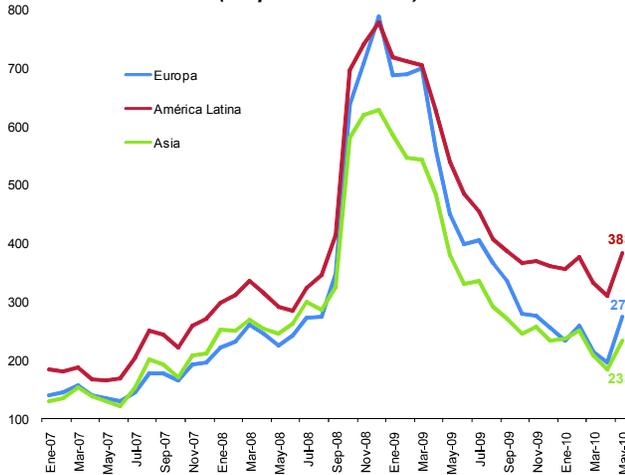


FUENTE: Bancos Centrales - Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (f) Pronóstico

de reservas (incremento de 100pb), debido a las elevadas presiones inflacionarias provenientes del incremento de la demanda doméstica y de los precios de los *commodities*.

En América Latina, a partir del segundo trimestre de 2010, el Banco Central de Chile, el Banco Central de Reserva del Perú y el Banco Central de Brasil incrementaron sus tasas de referencia en 50pb en el primer caso, en 75pb en el segundo y en 150pb, en el último caso, puesto que Brasil se ha caracterizado por tasas de políticas más altas que las de la región (Gráfico I.37). En Perú la medida se justificó por la aceleración del ritmo de expansión de la actividad económica que se observó en los últimos meses (9,26% interanual en el mes de abril) superando incluso las expectativas del mercado. En Brasil, la decisión también se explica por la preocupación de un sobrecalentamiento de la economía, dado los buenos resultados en materia de crecimiento (9% el primer trimestre de 2010, con respecto a un año previo), y las presiones inflacionarias latentes.

GRÁFICO I.38: SPREAD DE LOS BONOS SOBERANOS POR REGIÓN (En puntos básicos)



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

Por otro lado, México decidió mantener los niveles de tasas de interés alegando, que si bien se observan mejores perspectivas de crecimiento, las mismas no generan presiones inflacionarias. En esa misma dirección, Colombia decidió también mantener invariantes sus tasas de interés, no sin antes reducirlas en una oportunidad en abril de este año, con el objetivo de dar un impulso adicional a la actividad económica.

Asimismo, se debe destacar la disminución del riesgo en los mercados soberanos de deuda en Latinoamérica en gran parte del primer semestre de 2010, gracias al buen desempeño económico, observándose un leve repunte a finales del período, debido a la incertidumbre generada por la crisis de deuda de algunos países europeos (Gráfico I.38).

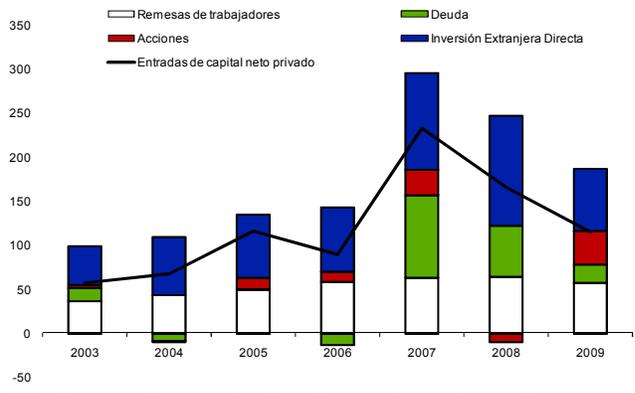
De acuerdo con el comportamiento observado en los países latinoamericanos, además de las bajas tasas de interés y la creciente incertidumbre en las economías avanzadas, los flujos de capitales hacia la región durante la primera mitad de 2010 mantuvieron los niveles positivos observados a finales de 2009, en

contraposición a la disminución de las entradas de capital de la primera mitad de 2009 (Gráfico I.39).

En el mercado de divisas, se observó una apreciación de las monedas de los países latinoamericanos en 2009, para luego en lo que va del 2010 depreciarse en los casos de Venezuela, Argentina, Brasil y Chile y apreciarse en los casos de Perú y Colombia. (Gráfico I.40).

En suma, el buen desempeño macroeconómico de las economías emergentes y en desarrollo han incentivado a los inversionistas a incrementar los flujos de capital hacia esta región en 2010. No obstante, es necesario no perder de vista y monitorear los efectos negativos que podrían significar las entradas de capitales especulativos en la actual coyuntura.

GRÁFICO I.39: FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA
(En miles de millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: Banco Mundial, *Global Economic Prospect Summer 2010*
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO I.40: TIPOS DE CAMBIO NOMINALES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS DE AMÉRICA LATINA
(En unidades monetarias por dólar estadounidense)



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

RECUADRO I.1: ESTRATEGIAS DE SALIDA DE LA POLÍTICA MONETARIA FRENTE A LA CRISIS

Durante 2009, la percepción generalizada apuntaba a que la economía global entraría en una depresión, sólo comparable a la que tuvo lugar en los años treinta del siglo pasado. Para evitar tal escenario, los gobiernos y los bancos centrales de las principales economías aplicaron medidas de expansión monetaria y fiscal de carácter excepcional, con masivas inyecciones de liquidez y, consecuentemente, elevados déficits públicos.

La respuesta de política monetaria de la FED y de casi todos los bancos centrales del mundo consistió en una masiva inyección de liquidez que implicó una gran expansión de los balances de los bancos centrales (incrementos de la base monetaria), especialmente en el caso de los EE.UU. y del Reino Unido. Todo ello contribuyó a evitar un escenario de fuerte caída de la actividad económica y sentó las bases de la recuperación. Pero una expansión monetaria de tal magnitud, si se mantiene a mediano plazo, generaría fuertes presiones inflacionarias. Para evitar que ello ocurra, se han planteado estrategias de salida.

Al respecto, algunos analistas sugieren que se debe aumentar la tasa de interés de intervención, ya que ello reduciría la base monetaria y presionaría hacia el alza a las tasas de interés del conjunto de la economía y, consecuentemente, desincentivaría la demanda de crédito. Por otro lado, se plantea reducir la base monetaria a través de las operaciones de mercado abierto; es decir, drenando liquidez mediante la venta de los títulos que forman parte de su balance.

Estas estrategias de salida no están exentas de riesgos. En primer lugar, se debe evaluar si el sistema financiero se encuentra suficientemente saneado para sobrellevar la normalización monetaria, es decir, el aumento de costo del pasivo. Además, existe temor acerca del aumento de las tasas de interés de la economía, provocado por el fin de la compra de valores por parte de la FED y, posteriormente, por la venta de los títulos que tiene en su cartera. Un aumento de las tasas puede generar mayores costos financieros para las empresas e hipotecarios para las familias. Otro posible riesgo proviene del mercado de deuda pública, donde una venta de títulos puede provocar una pérdida de confianza por parte de los inversores, lo que conllevaría a un repunte de las tasas de interés a largo plazo. Ello enfriaría la recuperación y podría obligar a muchas economías, especialmente las desarrolladas, a retrasar sus planes de normalización a costa de aumentar las expectativas de inflación. Por lo expuesto, no hay un consenso de cómo y cuándo implementar estas estrategias, debido a las variaciones de las condiciones económicas y financieras en los distintos países.

Sin embargo, en términos generales se recomienda mantener una política monetaria relativamente laxa y que aquellos países que lideren la recuperación aceleren el retiro de su política fiscal expansiva si su inflación repunta. De esta forma, no se dañaría el proceso de recuperación de los países más rezagados y, al mismo tiempo, tampoco habría problemas de sobrecalentamiento en los países cuya recuperación es pronunciada.

En el caso particular de Bolivia, la política monetaria se tornó gradualmente expansiva a partir del cuarto trimestre de 2008, ante el descenso de la variación interanual del nivel de precios y el contexto internacional de crisis económica. Para contribuir a atenuar los efectos de la desaceleración internacional sobre la actividad económica interna, se disminuyó sistemáticamente la tasa de interés por medio de las operaciones monetarias y se crearon mecanismos para fomentar la creación de cartera en moneda nacional.

Por otro lado, se aplicaron medidas adicionales en el presente IPM (explicado con mayor detalle en el Capítulo IV), entre las que destacan las siguientes:

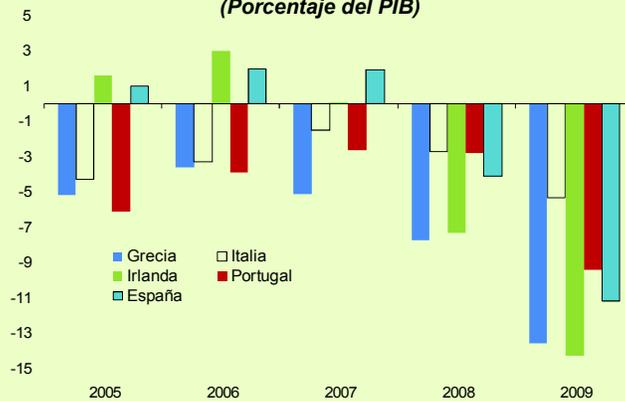
- En el mercado cambiario, se amplió la oferta diaria de divisas y se fijaron límites máximo y mínimo a los tipos de cambio de venta y de compra, respectivamente.
- Se incrementó la comisión por transferencias de recursos al exterior y disminuyó la comisión por transferencias del exterior.
- Adicionalmente se implementaron medidas orientadas a que los agentes hagan suyos los costos de dolarización, destacando el incremento en la tasa de encaje a nuevos depósitos en moneda extranjera, la tasa de reportos en esta denominación se mantuvo elevada.
- Mediante resolución de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), se limitó las inversiones en el exterior con recursos de las entidades financieras. Esta medida fue coordinada entre el Órgano Ejecutivo, el BCB y la ASFI en el ámbito de la regulación macroprudencial para acotar la volatilidad de los flujos de capital externo.

**RECUADRO I.2:
LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN EUROPA**

La inquietud por los efectos de los elevados déficit de las finanzas públicas en la economía mundial cobró protagonismo a finales de 2009 y comienzos de 2010. Particularmente, el interés se centró en la Zona Euro, donde las preocupaciones por la situación fiscal de varias economías, especialmente de Grecia, y las dudas respecto a la información publicada y la viabilidad de las medidas adoptadas para hacer frente a la situación hicieron resurgir las tensiones en los mercados financieros externos.

El avance de las tensiones en los mercados financieros europeos hacia una posible crisis de deuda soberana comenzó en octubre 2009, después que el nuevo gobierno griego revisara las cifras del déficit fiscal de 2009 de 6,7% a 12,7% del PIB. Subsiguientemente, la oficina de estadística de la Unión Europea (Eurostat) publicó los datos oficiales en 2010, registrando Grecia una cifra superior a la estimada, 13,6% del PIB (Gráfico I.41). Si bien Grecia fue la primera economía en evidenciar problemas de déficit fiscales, posteriormente se sumaron España, Portugal, Italia e Irlanda.

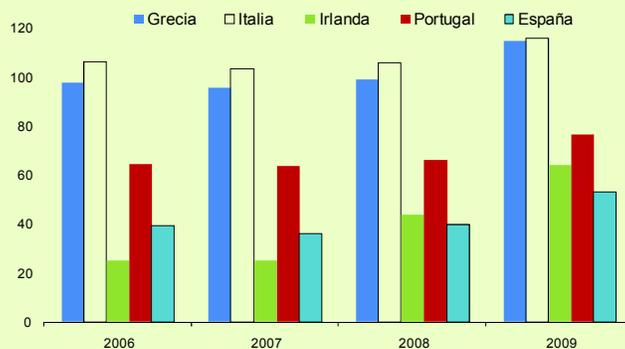
GRÁFICO I.41: DÉFICIT/SUPERAVIT FISCALES DE PAÍSES EU-5^{1/}
(Porcentaje del PIB)



FUENTE: Eurostat
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Grupo compuesto por los siguientes países: Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España

De igual manera, aunque el problema de los altos niveles de deuda pública en las economías europeas era conocido previamente, la recesión económica de 2009, conjuntamente con las políticas fiscales contracíclicas, elevaron los déficit poniendo incluso en duda la sostenibilidad de dicha deuda (Gráfico I.42).

GRÁFICO I.42: DEUDA PÚBLICA DE PAÍSES EU-5
(Porcentaje del PIB)



FUENTE: Eurostat
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Gran parte de estas obligaciones corresponden a endeudamiento externo, dificultando aún más su refinanciamiento, contrastando con países como Alemania, donde el sector privado es acreedor neto en una proporción considerable.

Para hacer frente a esta escalada de tensiones, la comunidad internacional anunció diversas medidas de apoyo. El 11 abril de 2010, la Unión Europea y el FMI anunciaron un paquete de soporte para Grecia de EUR45 miles de millones, que posteriormente fue incrementado a EUR110 miles de millones, dado que el monto inicial no fue suficiente para calmar las expectativas negativas del mercado.⁹

Este programa de apoyo estuvo condicionado a la adopción de medidas de consolidación fiscal. Grecia debió anunciar un paquete de ajuste fiscal de un total de 11pp del PIB entre el 2010 y el 2014, que le permitiera estabilizar su deuda pública como porcentaje del PIB en el mediano plazo. Este paquete implicaría congelar los salarios públicos y las pensiones, además de aumentos de impuestos y reducción de gastos. Sin embargo, el mercado continuó escéptico argumentando que una gran parte del ajuste se pretendía lograr mediante aumento de ingresos (subida de impuestos y lucha contra la evasión fiscal) y no consideraba una reestructuración de los pasivos de mediano y largo plazo. Además, argumentó que el crecimiento previsto tenía riesgos a la baja, si realmente se llevaba a cabo este plan fiscal tan estricto.

Por tanto, el alivio producto de los programas de ayuda fue transitorio ya que persistieron aún las dudas respecto a la viabilidad de las medidas de ajuste y, además, crecieron los reparos respecto a los efectos contagio a otros países de la Zona Euro. En respuesta a esto, el BCE y el FMI anunciaron un nuevo paquete compuesto de EUR750 mil millones por los próximos tres años, condicionado a una mayor disciplina fiscal y la aceleración de las reformas estructurales.¹⁰ Siguiendo esta línea, economías como España, Alemania y Francia también anunciaron la implementación de una serie de medidas de austeridad para recortar sus déficits fiscales y recuperar la confianza de los mercados. En España, el ajuste fiscal anunciado totalizaría 8,2% del PIB entre 2010 y 2013.

Como una de las consecuencias de esta situación, los países del Grupo de los veinte (G-20) en su última reunión de junio de 2010, acordaron un plan de medidas de acción colectiva para sustentar la recuperación económica mundial y sentar las bases de un crecimiento sostenible. Este plan de acción apunta a tres ámbitos de aplicación:

- i. La consolidación fiscal de los países avanzados, lo que supondría poner en práctica planes fiscales creíbles a partir de 2011.
- ii. Las economías con superávit de cuenta corriente deberán adoptar reformas para reducir su dependencia de la demanda externa y centrarse más en fuentes domésticas de crecimiento.
- iii. Impulsar las reformas estructurales en todos los miembros del G20 para incrementar y sostener las expectativas de crecimiento y de esta manera reequilibrar la demanda global.

En conclusión, si bien las medidas adoptadas por los diferentes países europeos son necesarias para recuperar la confianza de los mercados, no se debe perder de vista que una política fiscal más ajustada reducirá el dinamismo económico de corto plazo, siendo amplificado su efecto por la consiguiente reducción del gasto de las personas y empresas. Asimismo, el efecto de la crisis puede verse amplificado si el contagio se extiende a las instituciones financieras, ya que los activos de los bancos se ven afectados de acuerdo al grado de exposición a dichos activos soberanos. Finalmente, la crisis de la deuda de los países del grupo EU-5 parece confirmar la previsión de que después de una crisis financiera surge una crisis soberana.

⁹ Este paquete fue elaborado con el objeto de cubrir las necesidades de financiamiento de este país hasta el 2012, dándole un lapso de tiempo para reordenar sus finanzas.

¹⁰ Este paquete cubre las necesidades de Italia, Irlanda, Portugal y España de emitir nueva deuda hasta fines de 2011.

II. Comportamiento reciente de la inflación

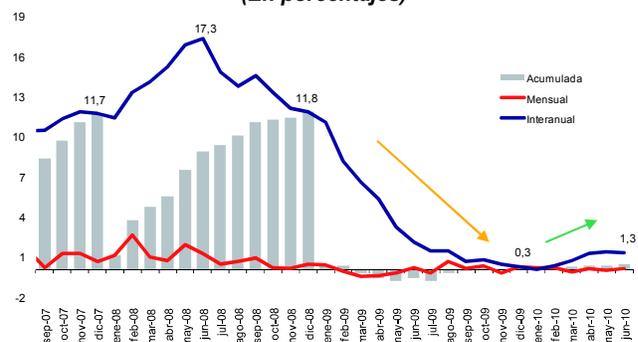
Durante el primer semestre de 2010 la variación interanual de precios se mantuvo en niveles bajos y estables alcanzando a junio un 1,3%, valor menor al previsto en el Informe de Política Monetaria (IPM) de enero de 2010. Esta cifra estaría reflejando que el nivel de precios habría finalizado el proceso de ajuste hacia la baja para entrar en una fase de estabilidad en línea con los indicadores de tendencia inflacionaria, que se ubicaron en torno al 2%. El comportamiento de los precios internos se explica principalmente por los efectos de las acciones realizadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB, pocas presiones por el lado de la inflación importada, un normal desempeño del sector agropecuario nacional a pesar de algunos efectos climatológicos adversos y el desvanecimiento de expectativas inflacionarias por parte del público.

II.1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

A junio de 2010 la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), calculado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), alcanzó 1,3%, en torno a un punto porcentual (pp) por encima de la observada a diciembre de 2009 (Gráfico II.1). La variación interanual del IPC, que había entrado en un proceso de ajuste hacia la baja o desinflación entre el segundo semestre de 2008 y enero de 2010 (cuando alcanzó un mínimo de 0,1%), ingresó paulatinamente en una fase de convergencia gradual hacia la meta de mediano plazo (4%).

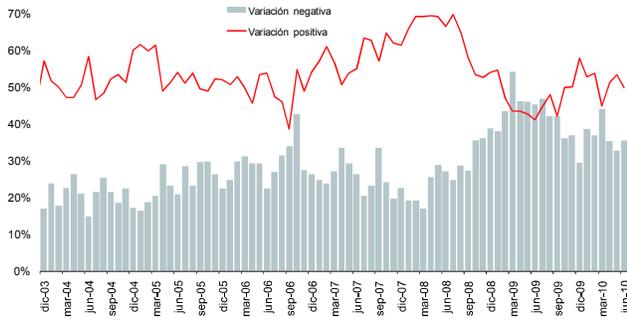
En términos acumulados, la tasa de variación de precios a junio de 2010 fue de 0,4%. En este periodo, en los meses de enero y febrero se registraron las variaciones

GRÁFICO II.1: VARIACIÓN MENSUAL, ACUMULADA E INTERANUAL DEL IPC (En porcentajes)



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

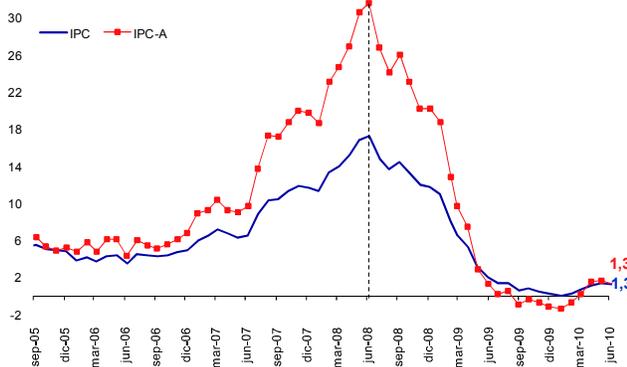
GRÁFICO II.2: PORCENTAJE DE PRODUCTOS QUE AUMENTARON Y DISMINUYERON DE PRECIO (*)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) Ajustado por el cambio de año base del IPC de 2007
 La suma de ambos no es igual a 100% debido a que no se incluye los artículos cuyos precios no cambiaron.

mensuales positivas más elevadas (0,2%), principalmente por el incremento del precio de la carne de pollo, la carne de pescado y algunas legumbres.¹¹ En contraposición, en marzo y mayo se registraron tasas mensuales negativas de 0,1% y 0,02%, respectivamente. Cabe señalar que las cifras positivas en cuatro meses del primer semestre reflejan la paulatina convergencia a la meta de mediano plazo. Por otra parte, se advierte que variaciones mensuales de precios observadas desde octubre de 2009 hasta junio de 2010 están por debajo de sus niveles históricos.

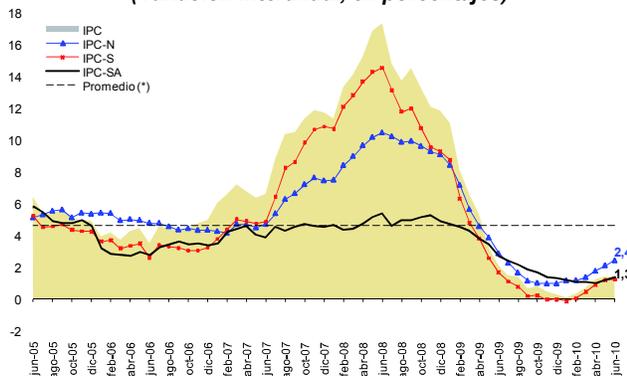
GRÁFICO II.3: EVOLUCIÓN DEL IPC TOTAL E IPC DE ALIMENTOS (Variación interanual, en porcentajes)



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

Algunos indicadores adicionales confirman la tendencia a la estabilidad de precios. Por un lado, el porcentaje de artículos de la canasta del IPC que experimentó incrementos en cada mes promedió 51,6% entre enero 2004 y enero de 2007. El mismo se incrementó a 66% en junio de 2008 y un año después cayó a 41%, hasta terminar en junio de 2010 en 49,8%, cercano al promedio histórico (Gráfico II.2). Por su parte, el mayor número de artículos con variación negativa de precios a partir del segundo trimestre de 2008, reflejó el ajuste hacia la baja después del fuerte incremento de precios en el periodo 2007-2008.

GRÁFICO II.4: EVOLUCIÓN DE LAS MEDIDAS DE TENDENCIA INFLACIONARIA (Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) Promedio de la inflación interanual del período 1999-2010
 IPC-N es el núcleo inflacionario
 IPC-S en el indicador de inflación subyacente

El incremento en el porcentaje de productos cuyos precios aumentaron y el leve ascenso de la variación de los precios en el último semestre estuvieron impulsados por los precios de los alimentos. La variación interanual del IPC de productos alimenticios (IPC-A) registró una sustancial disminución desde 32% en junio de 2008 (mes en el cual la inflación total alcanzó su nivel más alto) hasta -1,1% en diciembre de 2009 para luego ascender y estabilizarse en torno a 1,3% en junio de este año (Gráfico II.3).

Por su parte, los indicadores de tendencia inflacionaria mostraron leves incrementos consistentes con la trayectoria del IPC. Los IPC subyacente (IPC-S) y sin alimentos ni bebidas (IPC-SA) registraron variaciones interanuales a junio de 2010 de 1,3%, mientras que

¹¹ Esta tasa equivale a una inflación anualizada de 2,1%. Es decir, si se observarían similares tasas a las de enero y febrero en los 10 meses siguientes, la variación anual de IPC sería 2,1%.

el núcleo (IPC-N) estuvo en torno a 2,4%, luego de que alcanzaron mínimos de -1,2%, 1,0% y 0,9%, respectivamente, entre finales de 2009 e inicios de 2010 (Gráfico II.4). Este comportamiento, con alzas poco significativas, estaría reflejando que el nivel de precios finalizó el proceso de ajuste hacia la baja, luego del importante aumento entre 2007 y 2008, y que se encontraría en el período de estabilidad.

El IPC-N experimentó un incremento acumulado de 1,7% en el primer semestre explicado por el aumento de los precios de Alimentos (especialmente tubérculos, lácteos y productos de pastelería) en 3,4% (Cuadro II.1). Por otro lado, la inflación fuera del núcleo, que incluye a un conjunto de bienes con precios más volátiles y susceptibles a choques específicos o cuyos precios se encuentran regulados, registró una caída acumulada de 0,7% en el primer semestre de 2010. El comportamiento de los precios de los alimentos (verduras, frutas y carnes) y transporte determinó la trayectoria de este grupo de productos, los cuales cayeron en 0,9% y 1,5%, respectivamente, como una continuidad del proceso residual de ajuste o estabilización de los precios luego del repunte observado entre 2007 y 2008.

Los distintos indicadores de velocidad de expansión de la inflación sugieren que ésta se encontraría retornando gradualmente a sus niveles históricos. En particular, la velocidad de expansión del núcleo inflacionario se estaría acercando a su promedio de 4,8%. Asimismo, los indicadores de velocidad asociados con la inflación total, subyacente e IPC-SA se encuentran dentro de un rango histórico observado, luego de haber permanecido por debajo o en el límite inferior de ésta durante varios meses en 2009 (Gráfico II.5).

II.2 INFLACIÓN POR DIVISIONES Y CIUDADES

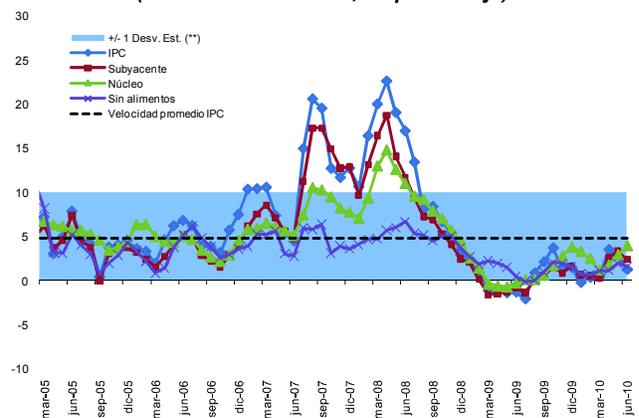
De las doce divisiones que componen la canasta del IPC, nueve mostraron incrementos en junio de 2010 respecto a diciembre del año anterior. Los principales rubros fueron: bebidas alcohólicas y tabaco (4,8%), muebles, artículos y servicios domésticos (1,9%), restaurantes y hoteles (1,8%), salud (1,4%), bienes y servicios diversos (0,6%), vivienda, servicios básicos y combustibles (1,1%), educación (0,5%), recreación y cultura (-0,4%), prendas de vestir y calzados (0,3%), comunicaciones (-0,1%), alimentos y bebidas no alcohólicas (-0,4%) y transporte (-1,0%) (Cuadro II.2).

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

	1er Semestre 2009	1er Semestre 2010
Núcleo	0,2	1,7
Alimentos	-0,7	3,4
No alimentos	0,5	1,2
Bienes	0,1	1,0
Servicios	1,2	1,6
Fuera del Núcleo	-1,4	-0,7
Alimentos	-2,9	-0,9
Perecederos	-2,0	-0,8
No Perecederos	-10,5	-2,2
Transporte	-0,5	-1,5
Regulados	1,2	0,2
Combustibles	0,0	0,0
IPC	-0,6	0,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELAB. ORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO II.5: VELOCIDAD DE EXPANSIÓN
DE LOS INDICADORES DE INFLACIÓN (*)
(Variación anualizada, en porcentaje)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (*) Calculada como la variación anualizada del promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas
(**) El rango histórico o banda de confianza está construida a partir del cálculo de la velocidad promedio de la inflación de los últimos 10 años a la que se le suma y resta una desviación estándar

**CUADRO II.2: VARIACIÓN DEL IPC POR DIVISIONES EN EL
PRIMER SEMESTRE DE 2009 Y 2010
(Variación acumulada, en porcentaje)**

Divisiones del IPC	1er. Semestre 2009	1er. Semestre 2010
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	4,6	4,8
Muebles, Artículos y Servicios Domésticos	-0,7	1,9
Restaurantes y Hoteles	1,7	1,8
Salud	1,4	1,3
Bienes y Servicios Diversos	0,6	1,2
Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles	1,1	1,2
Educación	5,6	0,5
Recreación y Cultura	-0,4	0,5
Prendas de Vestir y Calzados	0,3	0,2
Comunicaciones	-0,1	-0,4
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	-4,0	-0,6
Transporte	-0,4	-1,0
IPC total	-0,6	0,4

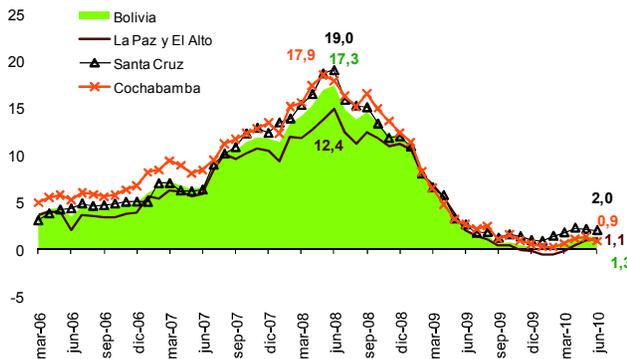
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO II.3: ARTÍCULOS DE LA CANASTA BÁSICA DEL IPC CON MAYOR INCIDENCIA TRIMESTRAL

Artículos con mayor incidencia	2009		2010	
	I Trimestre	II Trimestre	I Trimestre	II Trimestre
Tomate	0,08	0,12	0,08	
Cebolla entera	0,09			0,13
Arveja	0,04			0,05
Cerveza consumida fuera del hogar				0,02
Cerveza	0,03			0,03
Alquiler de la vivienda	0,04	0,03		0,08
Material escolar	0,04			
Educación primaria	0,08			
Educación secundaria	0,06			
Educación superior universitaria	0,06			
Almuerzo	0,08	0,02	0,04	0,03
Queso criollo		0,05	0,04	0,09
Huevo de gallina		0,02		0,04
Servicio de suministro de agua potable		0,02		
Pimentón/morrón		0,02		
Haba		0,02		0,05
Locoto		0,01		
Choclo		0,01		
Pollo entero			0,18	
Azúcar granulada			0,05	
Empleada domestica			0,05	0,04
Alquiler de la vivienda			0,04	
Presas de pollo			0,03	
Manzana			0,02	
Espectáculos deportivos fútbol y otros			0,02	
Cebolla entera				
I. Incidencia de los 10 artículos más inflacionarios	0,59	0,34	0,54	0,57
I.1 De los cuales alimentos y bebidas	0,31	0,28	0,43	0,44
Participación de los alimentos más inflacionarios (I.1/I)	54%	84%	80%	78%

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

GRÁFICO II.6: EVOLUCIÓN DEL IPC EN EL EJE CENTRAL DEL PAÍS^{1/}
(Variación interanual, en porcentaje)



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

CUADRO II.4: EVOLUCIÓN DEL IPC POR CIUDADES
(Variación acumulada y anual, en porcentaje)

	2009	2010	Variación anual a junio de 2010
	1er. Semestre	1er. Semestre	
Bolivia	-0,6	0,4	1,3
Sucre	-0,9	-0,5	0,7
La Paz	-1,2	-0,1	1,1
Cochabamba	-0,5	-0,1	0,9
Oruro	-2,5	-0,6	0,8
Potosí	-3,3	-0,8	0,6
Tarija	-0,7	-0,8	0,4
Santa Cruz	0,1	1,0	2,0
Trinidad	-0,7	0,5	0,5
Cobija	-4,2	0,8	0,8

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

De la misma forma, si se analizan los diez artículos con mayor incidencia inflacionaria por trimestres, se evidencia que en los dos primeros trimestres de 2009 y 2010 más de la mitad de ellos correspondieron a alimentos (Cuadro II.3).

Con relación al comportamiento de la variación de precios de las ciudades del eje central,¹² La Paz y Cochabamba mostraron tasas similares a las del IPC nacional, mientras que la ciudad de Santa Cruz (2%) se situó por encima (Gráfico II.6).

En el contexto nacional, a junio de 2010 únicamente tres ciudades registraron variaciones positivas (Santa Cruz, Cobija y Trinidad), mientras que el resto del país mostró variaciones negativas (Cuadro II.4).

II.3 INDICADORES ALTERNATIVOS DE PRESIONES INFLACIONARIAS

Entre los indicadores alternativos de presiones sobre la evolución de los precios se analizan a continuación el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPI), el Índice de Costos de la Construcción (ICC) y el Índice de Precios de Actividades Remuneradas (IPC-REM).

II.3.1 Precios al productor industrial manufacturero

El INE calcula y publica con periodicidad trimestral el IPPI, con base en la información de establecimientos dedicados a la producción y comercialización de artículos industriales manufactureros, que permite cuantificar la evolución de los precios al productor de la actividad industrial.¹³

¹² 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 canasta de cálculo del IPC, mientras que el 15% restante está distribuido entre las otras seis ciudades.

¹³ El IPPI 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: matanza de ganado y preparación de carne, fabricación de productos lácteos, producción de aceites comestibles, molienda, etc.

La evolución observada del IPPIM ha sido coherente con el comportamiento del IPC. En efecto, la variación de este indicador, que había alcanzado su punto mínimo en julio de 2009 (-6,7%), se ubicó en torno a 0,7% en marzo de 2010, después de un año de mostrar tasas negativas (Gráfico II.7). Este comportamiento se debió al incremento de varios precios de los insumos importados utilizados por la industria nacional como los metales no ferrosos.

II.3.2 Costos de construcción

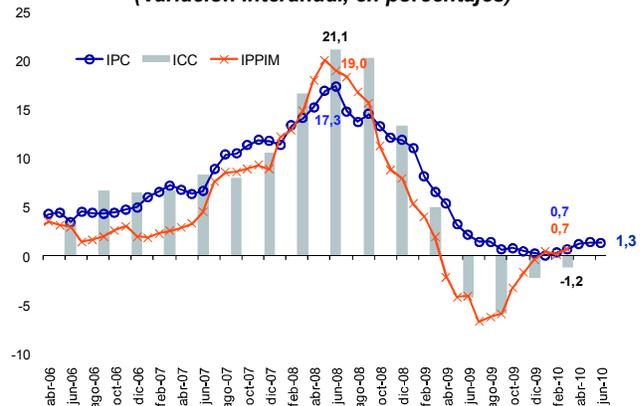
El ICC,¹⁴ al igual que el IPPIM, guarda una estrecha relación con los artículos de la canasta del IPC, específicamente la división de vivienda, servicios básicos y combustibles, y productos tales como cemento, ladrillos, pintura, y servicios de albañilería.

A partir del tercer trimestre de 2008 hasta el tercer trimestre de 2009 la variación interanual del ICC fue disminuyendo, para luego comenzar a recuperarse (Gráfico II.7). Este comportamiento se explica principalmente por el incremento de las remuneraciones a personal no calificado (carpinteros, plomeros, electricistas y sus respectivos ayudantes).

II.3.3 Actividades remuneradas

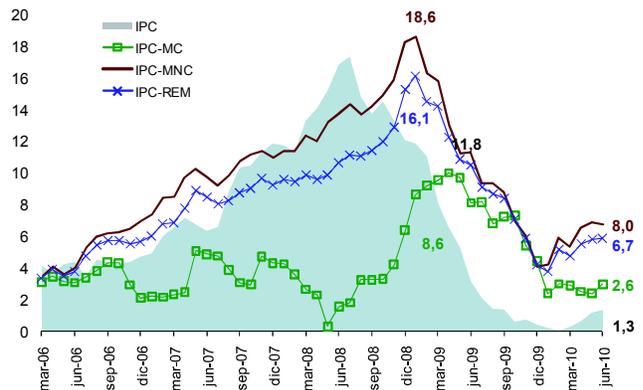
Los tres indicadores de los precios de servicios remunerados¹⁵ presentaron una tendencia creciente que se inicia con anticipación al cambio de dirección del IPC. El IPC-MNC es el que ha experimentado un mayor incremento ubicándose en 8% en junio de 2010, comportamiento que guarda relación con el descenso del desempleo, especialmente en el sector de la construcción. Por su parte, el IPC-MC ha mostrado un incremento más moderado (Gráfico II.8).

GRÁFICO II.7: EVOLUCIÓN DEL IPC, ICC E IPPIM^{1/}
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} La última información disponible del IPPIM e ICC corresponde a marzo de 2010
 ICC es el índice de costos de la construcción
 IPPIM es el índice de precios al productor industrial manufacturero

GRÁFICO II.8: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE ACTIVIDADES REMUNERADAS
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: IPC-MC es el índice de precios de la mano de obra calificada
 IPC-MNC es el índice de precios de la mano de obra no calificada
 IPC-REM es el indicador de precios de todas las actividades remuneradas del IPC

¹⁴ Este índice 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 (por ejemplo, oficinas y centros comerciales), así como proyectos de infraestructura (carreteras, instalaciones deportivas, entre otras).

¹⁵ Utilizando componentes que corresponden a servicios personales del IPC, el BCB ha construido tres indicadores de precios de actividades remuneradas: i) el índice de precios de la mano de obra calificada IPC-MC, que incluye las remuneraciones de actividades tales como las consultas médicas y servicios mecánicos, ii) el IPC-MNC que toma en cuenta las remuneraciones a servicios no calificados como la albañilería o servicio doméstico y iii) el IPC-REM que agrupa a las dos anteriores.

II.4 FACTORES QUE EXPLICAN EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN

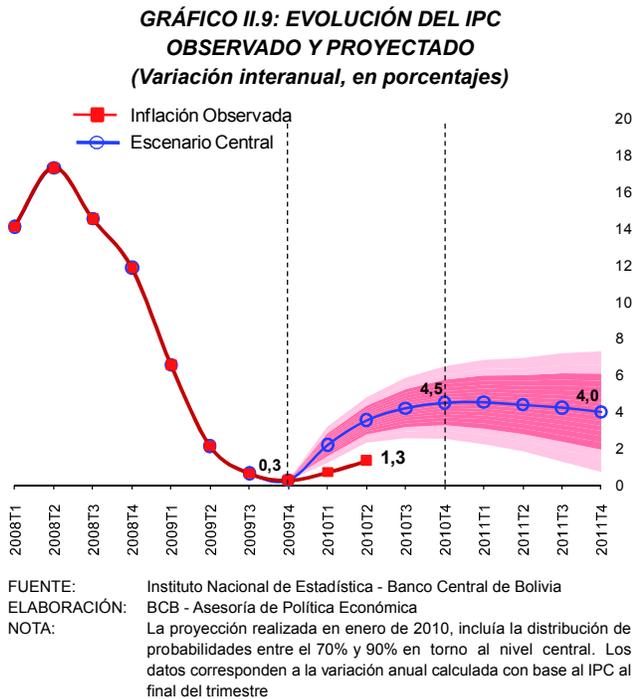
Los elementos más importantes que definieron el comportamiento de los precios durante el primer semestre de 2010 fueron similares a los señalados en el IPM de enero de este año, aunque con distinto orden de prelación. Estos son: los efectos de las políticas implementadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB, pocas presiones por el lado de la inflación importada, un normal desempeño del sector agropecuario nacional y bajos niveles de expectativas inflacionarias por parte del público.

Las limitadas presiones inflacionarias externas acompañadas de una adecuada provisión de productos en los mercados locales fueron los dos elementos que se señalaron como riesgos a la baja en el anterior IPM y que efectivamente se materializaron. Estos dos hechos fueron los que tuvieron una mayor incidencia para que la variación observada del IPC se encuentre en un nivel inferior al proyectado por la Autoridad Monetaria en esa oportunidad (Gráfico II.9).

II.4.1 Efecto de las políticas aplicadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB

En primer lugar, cabe resaltar el rol de las políticas aplicadas por el Órgano Ejecutivo para incentivar la producción de alimentos por medio de la "Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos" (EMAPA), que ha estimulado la producción y comercialización de productos agrícolas mediante créditos, asistencia técnica e importación y suministro de insumos a productores en diferentes departamentos del país. Asimismo, ha logrado contener el incremento de precios de artículos como el azúcar, el pollo y el maíz -cuyos precios a nivel internacional subieron a partir de 2007 y dieron lugar a la especulación- y garantizó su normal aprovisionamiento por medio de restricciones a las exportaciones, liberación de aranceles para la importación y aprovisionamiento de insumos a los productores, entre otros.

A su vez, las políticas monetaria y cambiaria aplicadas contribuyeron a contener la inflación, por medio de la regulación de la liquidez, la apreciación de la moneda nacional y medidas de encaje legal, entre otras. Éstas continuaron mostrando efectos y sus aportes en la



reducción de la inflación alcanzando un efecto máximo a mediados de la gestión 2009. Al primer semestre de 2010, esta contribución estimada se mantuvo constante en el caso de la política monetaria y disminuyó ligeramente en el caso de la política cambiaria (Gráfico II.10).

II.4.2 Efectos de los precios internacionales sobre la inflación doméstica

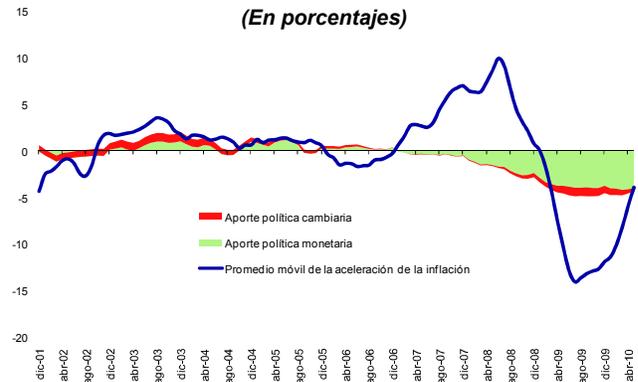
La recuperación de la actividad económica internacional, el incremento de la demanda global por materias primas y las restricciones por el lado de la oferta contribuyeron a una renovada alza de los precios internacionales de productos básicos desde el último trimestre de 2009. Sin embargo, comenzó a registrar descensos en junio de 2010, mostrando una variación interanual de 30,7% para el caso del indicador de energía (el cual está influido por la base estadística de comparación) y -1,1% para los precios internacionales de los alimentos (Gráfico II.11).

Por su parte, la variación anual del Índice de Precios Externos (IPE)¹⁶ relevante para la economía boliviana experimentó una fuerte caída entre septiembre de 2008 y febrero de 2009 como resultado 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 del IPE hasta ubicarse en cifras positivas en septiembre de 2009 y en adelante mantener una variación promedio del 12%, para luego descender en junio a una variación anual de 5,8% (Gráfico II.12).

Sin embargo, si se aísla al IPE de las variaciones cambiarias (IPE-STC), la inflación externa relevante se habría estabilizado en torno a 4,3%, manteniendo su tendencia de recuperación moderada iniciada en octubre de 2009.

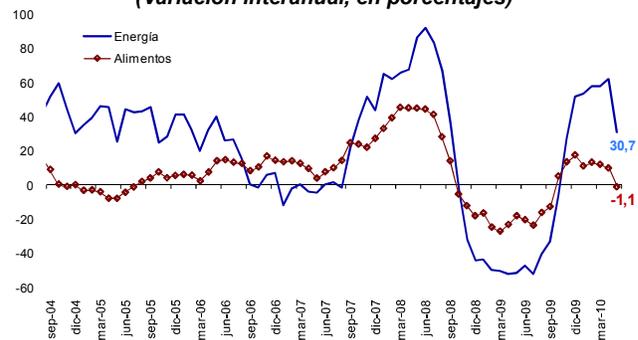
Pese a que los anteriores indicadores mostraron un repunte de la inflación externa, este fenómeno tiene

GRÁFICO II.10: EFECTO ESTIMADO DE LAS POLÍTICAS DEL BCB (En porcentajes)



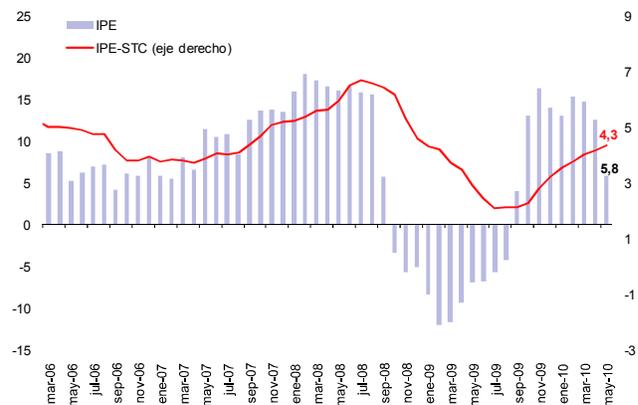
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La aceleración corresponde a la diferencia entre la variación interanual del IPC y su valor un año atrás. El efecto estimado de las políticas se calcula con un rezago de doce meses.

GRÁFICO II.11: EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE COTIZACIONES INTERNACIONALES DE PETRÓLEO Y ALIMENTOS (Variación interanual, en porcentajes)



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

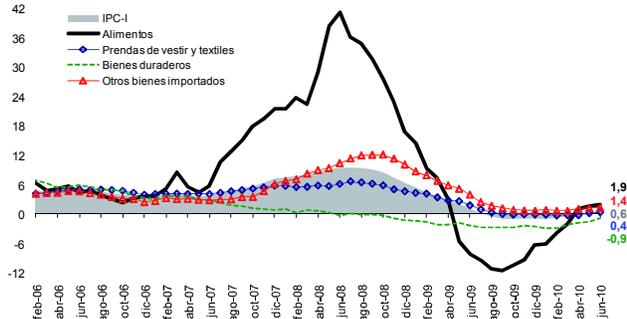
GRÁFICO II.12: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA (Variación interanual, en porcentajes)



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 incluye los movimientos cambiarios.

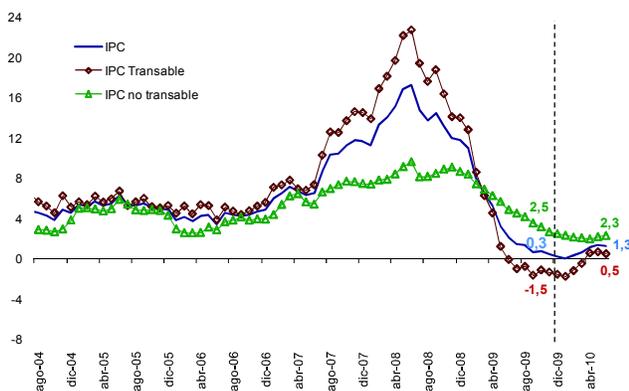
¹⁶ El IPE es un promedio ponderado de la inflación de los 13 principales socios comerciales expresado en dólares estadounidenses.

GRÁFICO II.13: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS (*) (Variación interanual, 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 II.14: EVOLUCIÓN DEL COMPONENTE TRANSABLE Y NO TRANSABLE DEL IPC (Variación interanual, 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

una connotación estadística debido a que muestra la parcial recuperación de los precios después del fuerte ajuste hacia la baja por efectos de la crisis internacional. Es decir, no habría implicado presiones inflacionarias externas significativas a diferencia del periodo 2007-2008.

Las menores presiones inflacionarias externas se vieron reflejadas parcialmente en los precios internos cambio que se manifestó desde finales de 2009. La variación anual del componente importado (IPC-I)¹⁷ al primer semestre de 2010 fue de 0,6%, comportamiento que se explica principalmente por la recuperación en los precios de los alimentos procedentes del exterior, que mostraron al mes de junio de 2010 una variación anual de 1,9% (Gráfico II.13).

El componente de bienes transables (IPC-T)¹⁸ registró un cambio significativo en su tendencia, pasando a mostrar variaciones positivas a partir de abril de 2010 luego de 10 meses de cifras negativas, registrando una variación interanual de 0,5% en junio. Por su parte, las variaciones en los precios de los bienes de características no transables (IPC-NT) presentaron una estabilización en su ritmo de crecimiento alcanzando en junio una tasa anual de variación del orden del 2,3% (Gráfico II.14).

II.4.3 Normalidad en el desempeño del sector Agropecuario

Al primer trimestre de 2010, la actividad económica del sector agropecuario registró una tasa de variación anual de 0,3%, mostrando una desaceleración en su ritmo de crecimiento debido principalmente al efecto climático de "El Niño" que se manifestó entre los últimos meses de la pasada gestión y los primeros de la presente, lo cual generó perjuicios en la campaña de verano obligando a muchos agricultores a modificar la temporada de siembra así como la superficie cultivada.¹⁹

¹⁷ El IPC-I es un indicador construido por el BCB que incluye los rubros de la canasta que proceden del exterior (artículos importados).

¹⁸ 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. Por otra parte, los bienes no transables son aquellos que no pueden ser objeto de comercialización fuera de la economía del país. Ejemplos de bienes no transables son algunos tipos de servicios (luz, agua, recojo de basura, entre otros).

¹⁹ El Capítulo III de esta publicación "Desempeño Económico" desarrolla una explicación más amplia al respecto.

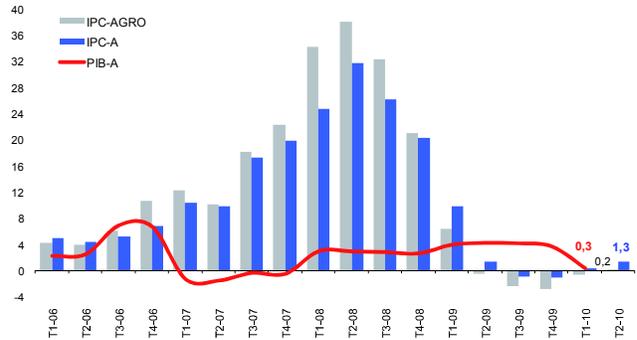
A pesar de la presencia de eventos climáticos adversos, la tasa de variación interanual de los productos agropecuarios (IPC-AGRO) fue relativamente baja, ya que a junio del presente año alcanzó a 0,2%. Este comportamiento puede explicarse principalmente por las políticas gubernamentales que atenuaron los efectos de estos cambios sobre la producción agropecuaria (Gráfico II.15).

II.4.4 El desvanecimiento de las expectativas inflacionarias infundadas

Un elemento adicional que explica la estabilidad reciente de los precios fue la moderación de las expectativas hacia el alza de la inflación. Los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), realizada mensualmente por el BCB a un grupo de aproximadamente 30 analistas económicos, académicos y representantes de empresas privadas, muestran que las expectativas de variación anual del IPC disminuyeron significativamente desde mediados de 2008 hasta finales de 2009. En el primer semestre de 2010 se observó una estabilización de las mismas, pues la mediana de las expectativas se ubicó en torno a 2,5% (Gráfico II.16).

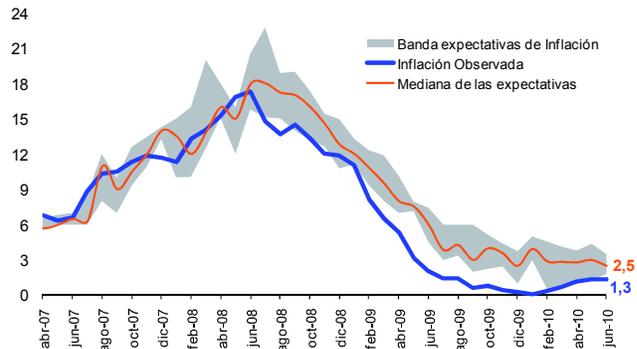
Este comportamiento obedece esencialmente a los bajos niveles de variación interanual del IPC observados en los últimos meses. Se debe aclarar que la EEE consulta específicamente, entre otras preguntas, acerca de la variación interanual del IPC que se observaría dentro de un año. Esto significa que en el mes de julio de 2008, los agentes consultados esperaban que esta variación en similar periodo de 2009 estuviera en torno a 15% y 23%, hecho que no sucedió, lo cual demuestra el carácter infundado de dichas percepciones. Es importante notar que en los últimos doce meses las expectativas se han situado en torno a niveles razonables (3%), mostrando una corrección de las perspectivas de continua alza observadas entre 2007 y 2008.

GRÁFICO II.15: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE ALIMENTOS Y PRODUCTOS AGRÍCOLAS Y DEL PIB AGRÍCOLA
(Variaciones en cuatro trimestres, en porcentajes)



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

GRÁFICO II.16: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) Corresponde a la pregunta de la EEE: ¿cuál es su expectativa para la variación del IPC en 11 meses?
 La banda muestra el rango entre el 25% y 75% de las respuestas ordenadas de menor a mayor

**RECUADRO II.1:
ESTABILIDAD DE PRECIOS**

El objetivo de la mayoría de los bancos centrales consiste en mantener niveles de inflación reducidos y estables en el mediano plazo, de tal forma que se puedan evitar costos en términos de distorsiones e incertidumbre que puedan deteriorar el crecimiento económico. Por tal motivo, es importante tener tasas de inflación que sean consistentes con el marco macroeconómico de cada país.

En este sentido, el Plan Nacional de Desarrollo (PND)²⁰ reafirma “la importancia de mantener la estabilidad de precios”. En estos últimos años se ha utilizado una tasa de mediano plazo en torno a 4% para Bolivia. Recientemente la discusión económica ha enfatizado que sería conveniente contar con amplio margen de maniobra para la política monetaria en caso de verse obligado a reaccionar ante choques que podrían afectar considerablemente el nivel de precios.²¹ En esa línea, se puede observar que varios de los países de la región, incluida Bolivia, han definido rangos o metas relativamente holgadas en los últimos dos años que les otorgan mayor libertad de acción en materia de política monetaria, a diferencia de los países desarrollados, los cuales generalmente tienen un límite máximo de 2% (Cuadro II.5).

**CUADRO II.5: METAS Y PROYECCIONES DE INFLACIÓN
(En porcentajes)**

País	Meta o proyección	
	2009	2010
Argentina	5,8	6,1
Bolivia*	2,0 - 4,0	3,0 - 5,0
Brasil	4,5+/-2	4,5+/-2
Chile	2,0 - 4,0	2,0 - 4,0
Colombia	4,5 - 5,5	2,0 - 4,0
México	3,5+/-1	3,5+/-1
Perú	1,0 - 3,0	1,0 - 3,0

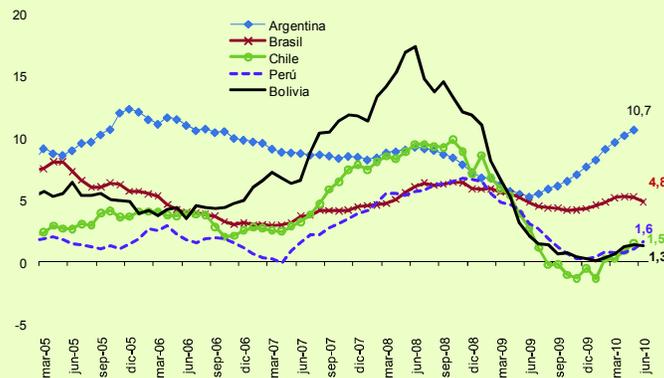
FUENTE: Bancos Centrales de países seleccionados
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: (*) Corresponde a la proyección del IPM de julio de 2009

De igual manera, vale la pena destacar el comportamiento de la inflación en algunos de los principales socios comerciales de Bolivia en los últimos años, para confirmar que el repunte, descenso y posterior estabilidad de precios habría sido más un fenómeno regional que un hecho particular para la economía boliviana. Cabe resaltar que en esta última, la caída de la inflación fue a una velocidad de ajuste mayor que en las demás economías de la región. En el Gráfico II.17 se puede apreciar que la variación interanual de precios de los países socios comerciales tuvo un comportamiento muy similar al de nuestro país, aunque en algunos casos a escala diferente, repuntando a partir de 2007, alcanzando sus niveles más elevados a mediados de 2008, descendiendo marcadamente en adelante hasta inicios de 2010, donde se produjo una inflexión en las tasas de variación de precios que comienzan a estabilizarse en torno a los niveles de mediano plazo definidos por cada una de las economías.

²⁰ "Plan Nacional de Desarrollo: Bolivia Digna. Soberana, Productiva y Democrática para Vivir Bien", Capítulo 7 "Sostenibilidad Macroeconómica, Institucional y Política - Lineamientos Estratégicos" aprobado por Decreto Supremo N° 29272 del 12 de septiembre de 2007.

²¹ Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro, "Rethinking Macroeconomic Policy". IMF Staff Position Note SPN/10/03, Febrero de 2010.

GRÁFICO II.17: INFLACIÓN DE BOLIVIA Y DE SOCIOS COMERCIALES
(Variación interanual, en porcentajes)^{1/}



FUENTE: Institutos de estadística de países seleccionados - Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Corresponde a los últimos datos disponibles

En esta dirección, el comportamiento de la variación de precios en Bolivia en los últimos años ha estado determinado por distintos factores, algunos de los cuales han sido comunes para el resto de las economías. Por ejemplo, el repunte de precios experimentado desde inicios de 2007 hasta mediados de 2008 estuvo explicado principalmente por el alza internacional de los precios de los alimentos y combustibles, y a nivel local por una reducida oferta de productos agropecuarios como secuela de los eventos climatológicos de "El Niño" y "La Niña" en esos años, lo que a su vez generó conflictos de abastecimiento que fueron acompañados por acciones especulativas por parte de algunos productores y comercializadores.

Sin embargo, a partir de julio de 2008 la tasa de variación interanual de precios ha venido reduciéndose hasta inicios de la presente gestión donde alcanzó su cifra más baja en los últimos cinco años y medio (0,1%), para luego estabilizarse en torno a 1,3% a junio de 2010 (Gráfico II.17).

GRÁFICO II.17: INFLACIÓN EN BOLIVIA
(Variación interanual, en porcentajes)



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

Finalmente, es importante recordar que el Órgano Ejecutivo y el BCB están monitoreando permanentemente la evolución del nivel de precios a nivel nacional e internacional y están preparados para actuar en caso de ser necesario, con el fin de mantener la estabilidad macroeconómica nacional en procura de contribuir al desarrollo económico y social del país como lo señala la Constitución Política del Estado.

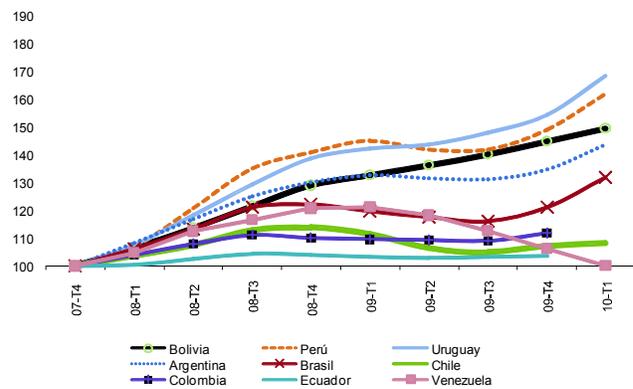
III. Desempeño económico

A marzo de 2010, el dinamismo de la actividad económica boliviana continuó siendo apuntalado por las actividades no extractivas y por la demanda interna. Sin embargo, se evidenció la recuperación de las actividades extractivas no renovables, en especial del sector hidrocarburos y de la demanda externa neta impulsada por las exportaciones. Este resultado es consistente con el superávit en la balanza de pagos y el destacable nivel de las reservas internacionales. Adicionalmente, en un ambiente de solidez del sistema financiero, la bolivianización de la economía continuó mostrando avances en virtud a la mayor preferencia de los agentes por moneda nacional y la consiguiente recomposición de sus portafolios, lo que implicó un mayor uso del Boliviano para efectuar transacciones, aspecto reflejado en la evolución de los agregados monetarios.

III.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

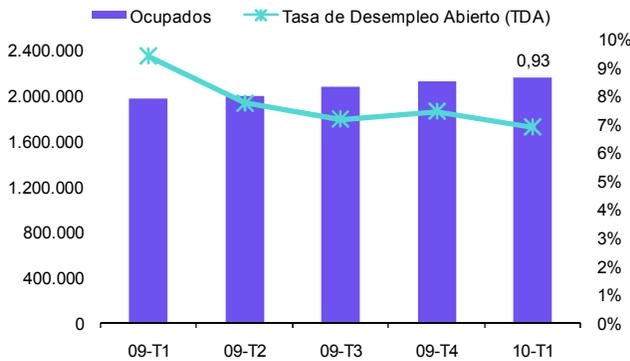
Al primer trimestre de 2010, la actividad económica se incrementó en 3,3% respecto a similar periodo de 2009, constituyéndose en uno de los países latinoamericanos que mayor crecimiento acumuló luego del embate de la crisis económica global (Gráfico III.1). Al respecto, un hecho destacable fue que en 2009 la economía boliviana registró el mayor aumento del Producto Interno Bruto (PIB) entre los países de Sudamérica (3,4%). La dinámica económica reciente permitió tener una senda de crecimiento estable, no observada en los países vecinos, que en su mayoría, registraron la máxima desaceleración en el tercer trimestre de 2009, en virtud a los efectos de la crisis económica global. Sin embargo, estas economías se encuentran actualmente en una fase de recuperación,

GRÁFICO III.1: ÍNDICE DE ACTIVIDAD DE PAÍSES DE LATINOAMÉRICA (Índice 2007-T4=100)



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

GRÁFICO III.2: ENCUESTA TRIMESTRAL DE EMPLEO
(Población Ocupada y tasa de desempleo abierto)

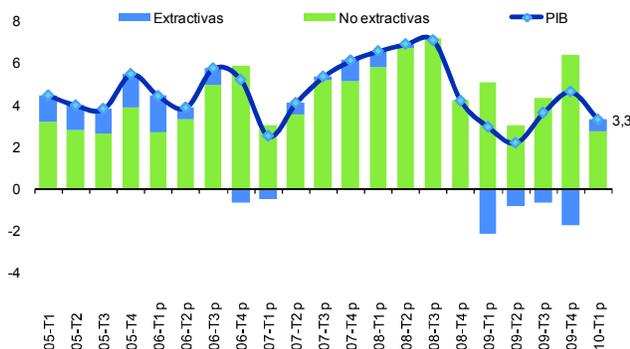


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

presentando mayores tasas de crecimiento de la producción que las anotadas en los trimestres previos, especialmente por efecto de base de comparación estadística.

Analizando la implicación de este comportamiento en el mercado laboral, los resultados de la Encuesta Trimestral de Empleo realizada por el INE en las ciudades capitales muestran que al primer trimestre de 2010 el 93,1% de la Población Económicamente Activa (PEA) se encontraba ocupada. La cifra de ocupados mantuvo su tendencia creciente, en línea con el dinamismo de la economía y en especial de las actividades no extractivas, mostrando una tasa de desempleo abierto inferior a 7% (Gráfico III.2).

GRÁFICO III.3: ACTIVIDADES EXTRACTIVAS Y NO EXTRACTIVAS
(Crecimiento e incidencias en la variación interanual, en porcentaje)



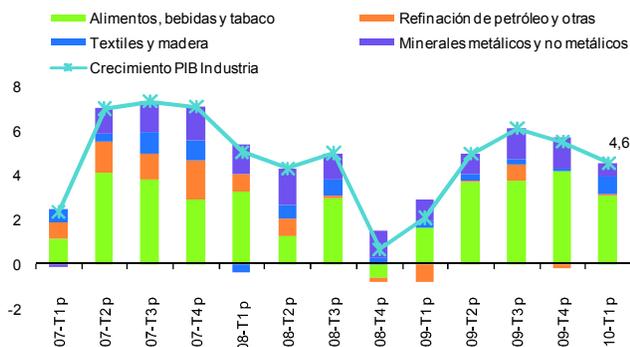
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (p) Cifras preliminares

A continuación se describen los principales factores que explican la dinámica antes mencionada, desde el punto de vista de la oferta y de la demanda agregadas.

III.1.1 Actividad económica

Datos del PIB de Bolivia al primer trimestre de 2010 señalan un crecimiento interanual de 3,3%, 0,3pp por encima del registrado en similar periodo de 2009. La dinámica de las actividades no extractivas fue importante para este resultado (Gráfico III.3) y continuó apuntalando el desempeño económico. Por otra parte, sobresale la recuperación de las actividades extractivas no renovables en este periodo, cuya incidencia en el crecimiento económico (0,6pp) fue 0,7pp superior a la del primer trimestre de la gestión 2009.

GRÁFICO III.4: CRECIMIENTO E INCIDENCIAS DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA
(En porcentaje)



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

Al interior de las actividades no extractivas, destacaron las contribuciones de la industria manufacturera y servicios de la administración pública (0,7pp), transporte y comunicaciones (0,5pp), servicios financieros (0,6pp) y construcción (0,2pp).

En el caso de la industria manufacturera, ésta continuó mostrando tasas superiores a 4%, como ocurrió en trimestres previos. En efecto, el crecimiento interanual del sector de 4,6% en los primeros tres meses de 2010, se debió sobre todo al desempeño de los rubros alimentos, bebidas y tabaco (3,1pp de incidencia en el crecimiento del sector), textiles y madera (0,8pp de incidencia en el crecimiento del sector), y productos de minerales no metálicos (especialmente cemento) con 0,6pp de incidencia sectorial (Gráfico III.4). Como

se mencionó, similar importancia relativa en el PIB tuvo el rubro de servicios de la administración pública, que creció en 7,6% en el período de referencia, debido a los servicios prestados sobre todo en salud y educación.

Por su parte, el sector transporte y comunicaciones registró un crecimiento de 5% en el primer trimestre de 2010, superior en 0,7pp al de similar periodo de 2009. Al interior del sector, cabe resaltar el impulso del transporte por vía aérea, en el cual incidió de manera importante la actividad de la compañía estatal Boliviana de Aviación (BOA) y la introducción de nuevas rutas en el sector.

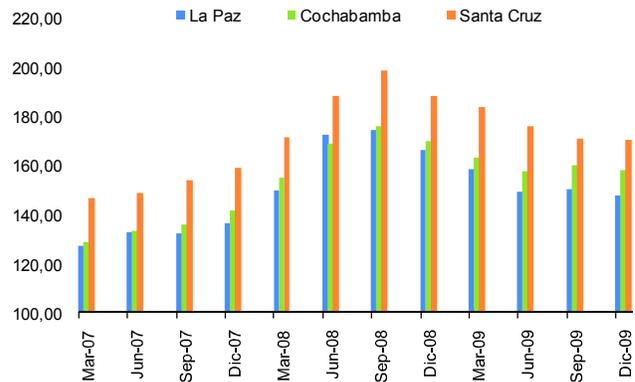
En cuanto a servicios financieros se refiere, esta actividad registró una variación interanual de 5,2%, con una importancia en el PIB de 0,6pp. Este resultado fue alentado por las mejores condiciones financieras plasmadas en una creciente intermediación. Más adelante, en el punto III.4, se analiza este sector con mayor detalle.

La construcción se vio favorecida por la disminución en el costo de los materiales en el eje central (Gráfico III.5), alentando nuevos emprendimientos que aumentaron el empleo de mano de obra con remuneraciones estables (Gráfico III.6). Sin embargo, cabe mencionar que en los primeros meses de 2010 los precios de los materiales de construcción retomaron una senda creciente. Por ejemplo, la tonelada de hierro al primer cuatrimestre de 2010 se cotizó en \$us950 en promedio, mayor al de 2009 (\$us800). Con todo, el sector creció en 9,2% en el primer trimestre de 2010, superior en 1,9pp al de similar período de 2009, apuntalado sobre todo por proyectos de inversión pública, tanto del gobierno central como de los subnacionales.

El dinamismo de este sector se plasmó en un aumento de la producción de cemento que se encontraría por encima de su nivel potencial, según datos del índice de producción de cemento calculado en el BCB (Gráfico III.7).

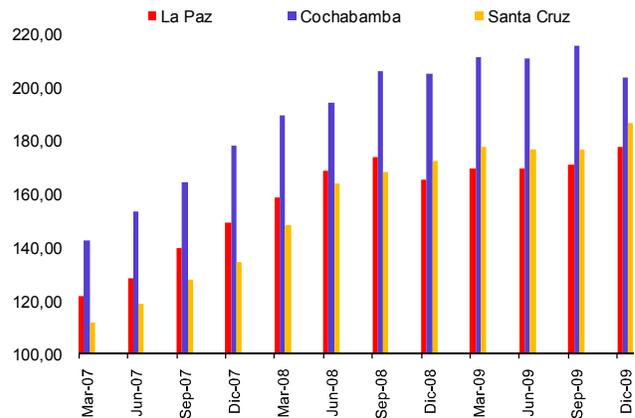
Por su parte, el sector agropecuario creció en 2009 en 3,7%, mostrando una desaceleración en el último trimestre (1,9% respecto al 4% promedio de los anteriores trimestres). En particular, destacó el

GRÁFICO III.5: ÍNDICE DEL COSTO DE LA CONSTRUCCIÓN SEGÚN MATERIALES (Junio 2002=100)



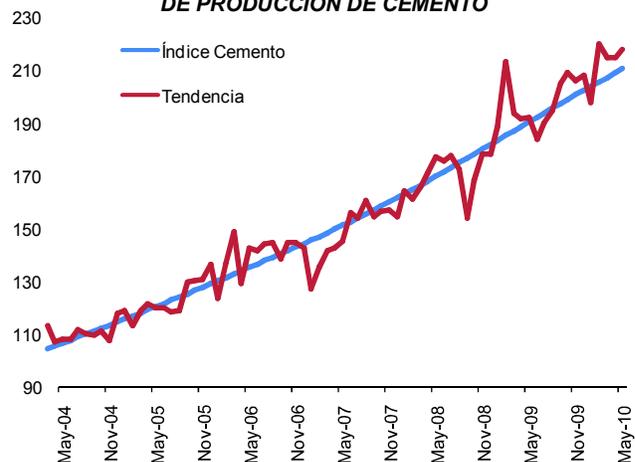
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.6: ÍNDICE DEL COSTO DE LA CONSTRUCCIÓN SEGÚN REMUNERACIONES (Junio 2002=100)



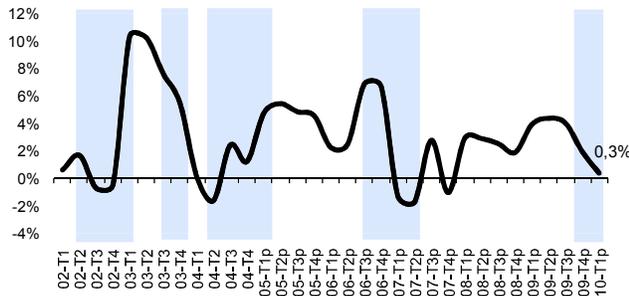
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.7 ÍNDICE DESESTACIONALIZADO DE PRODUCCIÓN DE CEMENTO



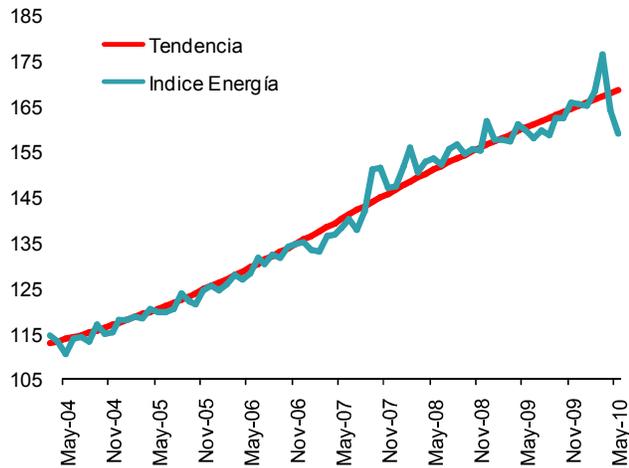
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: La tendencia fue obtenida mediante el filtro Hodrick-Prescott

GRÁFICO III.8: PIB AGROPECUARIO Y "EL NIÑO"
(Crecimiento trimestral anual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Climate Prediction Center
 ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica
 NOTAS: El área sombreada denota la presencia de El Niño
 (p) Cifras preliminares

GRÁFICO III.9 ÍNDICE DESESTACIONALIZADO DE GENERACIÓN DE ENERGÍA ELÉCTRICA



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica.
 NOTA: La tendencia fue estimada mediante el filtro Hodrick-Prescott

crecimiento de los productos agrícolas industriales (9,5%) debido especialmente a la mayor producción de soya y girasol. Un factor que incidió en la mencionada desaceleración, que posteriormente frenó el crecimiento del sector en el primer trimestre de 2010 (0,3%), fue la recurrencia de eventos climáticos adversos, asociados a la presencia de "El Niño" (Gráfico III.8).

Al respecto, según reportes del Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT), entre octubre de 2009 y mayo de 2010 alrededor de 40.098 hectáreas (Has.) fueron afectadas y 10.682 cabezas de ganado se perdieron a consecuencia de las riadas, inundaciones y sequías.²²

En términos geográficos, "El Niño" entre 2009 y lo que va del 2010 afectó la producción agropecuaria de 126 municipios de ocho departamentos del país, siendo Cochabamba, Potosí y La Paz los que registraron mayor cantidad de hectáreas afectadas. A su vez, en los departamentos de Beni, Tarija y Chuquisaca se perdió el mayor número de cabezas de ganado. Los cultivos más afectados fueron los de papa (6.178 Has.), banano (5.496 Has.) y maíz (4.246 Has.). En términos globales, el total de hectáreas afectadas por "El Niño" en el período mencionado representa 1,4% del total cultivado en la Campaña de Verano 2009-2010. En ese sentido, los impactos recientes estarían muy por debajo de los causados por "El Niño" entre 2006 y 2007, y "La Niña" entre 2007 y 2008, cuando la superficie afectada llegó al 9% y 8%, respectivamente.

Por último, en lo que al sector electricidad, gas y agua se refiere, el mismo registró un crecimiento de 5,7% en el primer trimestre de 2010, superior en 1,3pp al de similar periodo de 2009. Cabe destacar que a partir de la nacionalización de cuatro empresas generadoras de electricidad que tuvo lugar el 1 de mayo de 2010, el Estado controla el 80% del mercado a través de la compra de acciones de Corani S.A., Guaracachi S.A. y Valle Hermoso S.A., así como la Empresa de Luz y Fuerza de Cochabamba (ELFEC). Sin embargo, la generación bruta de energía estaría por debajo de su nivel potencial en línea con la moderación de la actividad minera (Gráfico III.9).

²² Sequía que en la actualidad continúa manifestándose en municipios de los departamentos de Santa Cruz, Chuquisaca y Tarija.

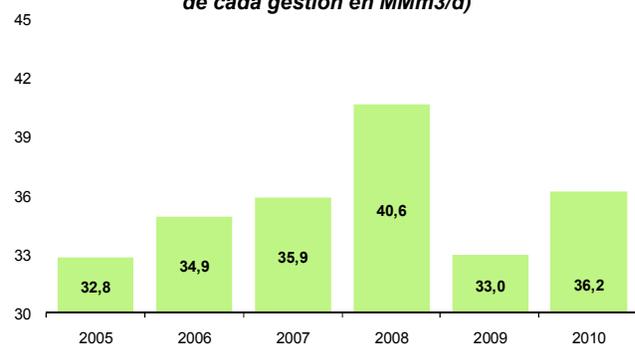
En cuanto al análisis de las actividades extractivas no renovables, la minería alcanzó un crecimiento de 9,9% en 2009, debido al rendimiento de la empresa estatal Huanuni que incrementó el volumen de producción de estaño, y a la dinámica de las empresas de inversión extranjera directa que explotan zinc, plomo y plata. En el primer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento se moderó para situarse en 1,4%, dinámica que se explica sobre todo por la estabilización de la producción física de los nuevos proyectos de inversión dedicados a la explotación minera, y al agotamiento de reservas para el caso particular del oro.

El volumen de producción por mineral en el mencionado período registró los siguientes niveles: cobre con 433 Toneladas Métricas Finas (TMF) que implica un crecimiento interanual de 496.6%, antimonio 51 TMF (164%), estaño con 4.748 TMF (14,9%), wólfram 414 TMF (14.6%) y zinc con 101.113 TMF (3,8%). La producción de estos últimos se recuperó luego de registrar caídas en 2009. Por otro lado, los minerales que restaron impulso al crecimiento sectorial y registraron una contracción del volumen de producción fueron el oro 1.572 TMF (-21,22%), plomo 18.738 TMF (-14,57%) y plata 306 TMF (-1,95%).

Por su parte, el sector hidrocarburos se recuperó en los primeros meses de 2010 alcanzando un crecimiento de 8,3%, con una contribución de 0,5pp al crecimiento del PIB. Al interior de esta actividad, la producción de gas natural creció 9,8% tomando en cuenta los primeros cuatro meses del año, hecho que dinamizó la actividad del sector (Gráfico III.10).

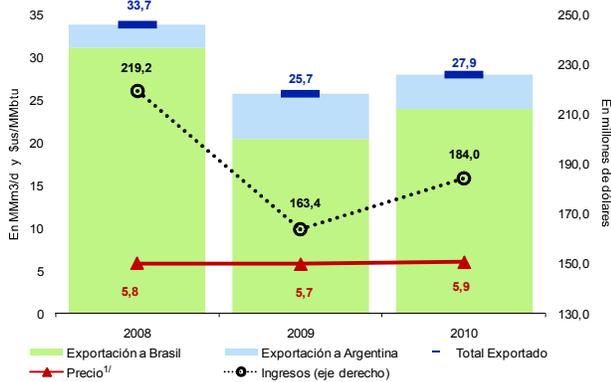
El crecimiento de la producción de gas natural se sustenta en las mayores nominaciones (ventas) realizadas por Brasil (contrato GSA); el mayor dinamismo del mercado interno, acorde con la expansión de los sectores industrial y comercial; y el incremento del uso de gas natural fundamentalmente en el transporte automotor. En línea con la política energética del Gobierno Nacional, a marzo de 2010 se tienen 138.872 vehículos convertidos a GNV, que contrasta con la cifra a diciembre de 2005 (43.167).

GRÁFICO III.10: PRODUCCIÓN NETA DE GAS NATURAL
(Promedio acumulado al primer cuatrimestre de cada gestión en MMm³/d)



FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.11: VOLÚMENES, PRECIOS E INGRESOS DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL
(Promedio acumulado al primer cuatrimestre de cada gestión en MMm3, \$us/MMBTU y \$us)



FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ¹ Corresponde a un precio promedio ponderado

El destino principal de la producción de gas natural continuó siendo el mercado externo. En el primer cuatrimestre de 2010, la economía nacional exportó en promedio 27,9MMm3/d de los cuales 23,9MMm3/d tuvieron como destino Brasil (85,6%) y 4MMm3/d Argentina (14,4%), mostrando un incremento de 2,2MMm3/d con respecto a similar periodo de la gestión 2009 (25,7 MMm3/d). El efecto favorable del volumen de gas exportado en el valor facturado, fue acompañado por mejores precios de exportación que en promedio alcanzaron a 5,9\$us/MMBTU, superiores a los registrados en similar periodo de 2008 y 2009 (Gráfico III.11).

Finalmente, se debe mencionar que los demás sectores mostraron una dinámica acorde con su comportamiento histórico (Cuadro III.1).

CUADRO III.1: CRECIMIENTO E INCIDENCIAS POR ACTIVIDAD ECONÓMICA
(Variación interanual, en porcentajes)

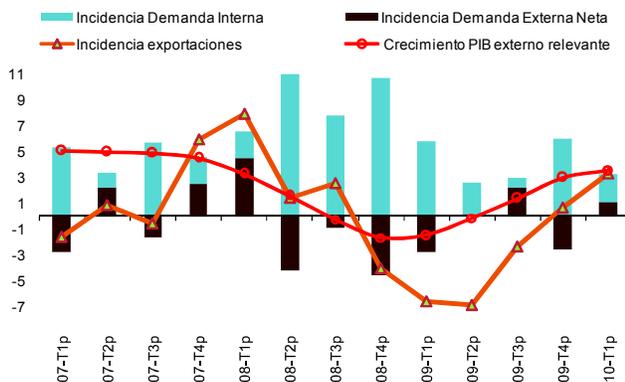
	Crecimiento			Incidencias		
	T1-08	T1-09	T1-10	T1-08	T1-09	T1-10
PIB a precios de mercado	6,6	2,9	3,3	6,6	2,9	3,3
Impuestos indirectos	7,8	3,7	-5,9	0,8	0,4	-0,6
PIB a precios básicos	6,4	2,9	4,4	0,0	2,6	3,9
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	3,0	4,0	0,3	0,4	0,6	0,0
Petróleo crudo y gas natural	11,3	-19,4	8,3	0,8	-1,4	0,5
Minerales metálicos y no metálicos	52,3	20,2	1,4	2,2	1,2	0,1
Industria manufacturera	5,0	2,1	4,6	0,8	0,3	0,7
Electricidad, gas y agua	5,9	4,3	5,7	0,0	0,1	0,1
Construcción	8,0	7,3	0,0	0,1	0,1	0,2
Comercio	4,5	3,3	4,5	0,4	0,3	0,4
Transporte y comunicaciones	1,4	4,3	5,0	0,2	0,4	0,5
Servicios financieros	6,8	4,2	5,2	0,8	0,5	0,6
Servicios de la administración pública	4,0	4,9	7,6	0,4	0,4	0,7
Otros servicios	2,1	2,6	2,9	0,2	0,2	0,2
Servicios bancarios imputados	15,3	5,4	2,7	-0,5	-0,2	-0,1

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

III.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

El crecimiento económico registrado al primer trimestre de 2010 estuvo impulsado principalmente por la demanda interna. Por su parte, la demanda externa neta mostró signos de mejoría después de haber sido afectada por la crisis internacional a partir del segundo trimestre de 2008. La dinámica de las cuentas externas tienen estrecha relación con la actividad económica externa relevante para la economía boliviana, que se recuperó desde finales de 2009, mostrando tasas en torno a 3% en el primer trimestre de 2010 (Gráfico III.12).

GRÁFICO III.12: CRECIMIENTO E INCIDENCIAS INTERANUALES
(En porcentajes)



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

Por tipo de gasto, el consumo privado fue el componente que registró la mayor incidencia sobre el crecimiento en el primer trimestre de 2010 (2,5pp). Las políticas de redistribución implementadas por el Órgano Ejecutivo alentaron este resultado, mejorando el ingreso disponible de los hogares. En lo que respecta a la inversión, ésta mostró una contribución de 1,1pp al crecimiento, en virtud tanto a la ejecución de proyectos de inversión pública en salud, educación e infraestructura por parte de los gobiernos central y subnacionales, como a la inversión privada alentada por el crecimiento importante del crédito concedido

por el sistema financiero. Finalmente, como se mencionó la incidencia de las exportaciones netas (1,1pp) mejoró en 3,9pp con relación al registro de igual periodo de 2009, en concordancia con el repunte de la demanda de los principales socios comerciales (Cuadro III.2).

III.2 DEMANDA EXTERNA Y BALANZA DE PAGOS²³

En el primer trimestre de 2010 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit de \$us212 millones (1,2% del PIB) mayor al observado en similar periodo de 2009, debido principalmente al superávit en la balanza comercial (0,8% del PIB) y a las remesas recibidas de emigrantes bolivianos en el exterior que alcanzaron a 1,2% del PIB (Cuadro III.3). Este resultado se reflejó en las reservas internacionales netas, cuyo saldo al 30 de junio fue de \$us8.537 millones, equivalente a 19 meses de importaciones, muy por encima del umbral referencial de 3 meses del Banco Internacional de Pagos.

Las exportaciones FOB totalizaron \$us2.313 millones en el periodo enero-mayo 2010, registrando un incremento en valor de 24,9% respecto a similar período de 2009, tanto por mayores volúmenes como precios. El sector que mostró mayor crecimiento fue el de minerales (57,7%), seguido por el de productos no tradicionales (26%) e hidrocarburos (17,4%). De estos últimos, las exportaciones de gas natural presentan un incremento de 17,9% (Cuadro III.4).

Las importaciones acumuladas a mayo de 2010 alcanzaron a \$us2.024 millones registrando un incremento en valor de 21% respecto a las de similar período de 2009²⁴ (Cuadro III.5). El 79,4% de las importaciones corresponden a bienes intermedios y de capital, destinados principalmente a la industria y a la agricultura, contribuyendo de manera importante a la actividad económica.

El valor de las exportaciones superó al de las importaciones, determinando un superávit de \$us289

²³ Las cifras son diferentes a los valores oficiales del INE, debido a que incluyen ajustes.

²⁴ Corresponde a las importaciones CIF ajustadas.

CUADRO III.2: CRECIMIENTO E INCIDENCIAS POR TIPO DE GASTO (Variación interanual, en porcentajes)

	Crecimiento			Incidencia		
	T1-08	T1-09	T1-10	T1-08	T1-09	T1-10
PIB	6,6	2,9	3,3	6,6	2,9	3,3
Consumo	4,9	3,1	3,5	4,2	2,6	2,9
Público	0,2	3,2	4,3	0,0	0,3	0,4
Privado	5,6	3,1	3,3	4,2	2,3	2,5
Inversión	-13,5	24,3	-4,4	-2,1	3,1	-0,7
Variación de existencias	-	-	-	-3,7	2,2	-1,8
FBKF	12,0	6,8	7,4	1,6	1,0	1,1
Exportaciones netas	-357,5	-93,0	515,4	4,5	-2,8	1,1
Exportaciones	23,6	-17,0	10,4	7,9	-6,6	3,3
Importaciones	9,7	-10,5	7,1	3,4	-3,7	2,2
Demanda interna	2,0	6,0	2,2	2,0	5,8	2,2

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

CUADRO III.3: RESUMEN DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS (En millones de dólares)

	Enero - Marzo			Variación	
	2008	2009 ^P	2010 ^P	Absoluta	Relativa (%)
CUENTA CORRIENTE	553,8	185,5	211,9	26,5	14,3
Balanza Comercial	449,6	58,8	152,2	93,5	159,0
Exportaciones FOB	1.485,1	1.088,0	1.305,7	217,7	20,0
d/c gas natural	678,0	548,5	578,8	30,3	5,5
Importaciones CIF	1.035,6	1.029,2	1.153,4	124,2	12,1
Servicios	-47,0	-38,2	-53,0	-14,8	-38,8
Renta (neta)	-155,4	-145,4	-143,9	1,4	1,0
Transferencias	306,6	310,2	256,6	-53,6	-17,3
IV. TOTAL FINANCIAMIENTO	-825,7	-3,7	27,0	30,7	840,3
RIN BCB (aumento:-) ^{1/}	-825,7	-3,7	27,0	30,7	840,3
Items pro memoria:					
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	3,3	1,1	1,2		
Exportaciones de bienes	8,8	6,2	7,2		
Importaciones de bienes	6,2	5,9	6,3		
RB en meses de importaciones	15,4	19,5	18,9		

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

CUADRO III.4: EXPORTACIONES DE BIENES (En millones de dólares)

DESCRIPCIÓN	Ene-Mayo			Var.(%)
	2008	2009	2010	ene-may 10/ ene-may 09
Minerales	799	604	952	57,7
Hidrocarburos	1.364	909	1.066	17,4
d/c Gas natural	1.159	868	1.024	17,9
Productos no tradicionales	443	369	465	26,0
Otros bienes	165	136	106	-22,3
Total Exportaciones CIF	2.771	2.018	2.589	28,3
Total Exportaciones FOB	2.561	1.853	2.313	24,9

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

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

DESCRIPCIÓN	Ene-Mayo			Var.(%)
	2008	2009	2010	ene-may 10/ ene-may 09
Bienes de Consumo	423	315	385	22,2
Bienes Intermedios	915	863	1.064	23,3
Bienes de Capital	480	489	544	11,2
Diversos	32	22	37	67,1
Total CIF	1.850	1.689	2.030	20,2
Total CIF Ajustada	1.850	1.673	2.024	21,0

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

CUADRO III.6: BALANZA COMERCIAL
(En millones de dólares)

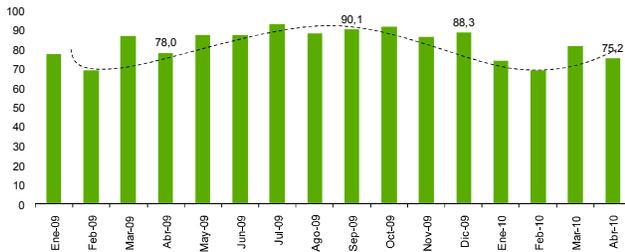
DESCRIPCIÓN	Ene-Mayo			Var.(%) ene-may 10/ ene- may 09
	2008	2009	2010	
BALANZA COMERCIAL	711	179	289	60,9
Exportaciones FOB	2.561	1.853	2.313	24,9
Importaciones CIF	1.850	1.673	2.024	21,0

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

millones en la balanza comercial del período enero-mayo de 2010, mayor en 60,9% al registrado en similar período de 2009. Cabe mencionar que hasta el año 2003 la balanza comercial se caracterizó por ser deficitaria y que a pesar del contexto externo, actualmente se mantiene positiva (Cuadro III.6)

Las remesas de trabajadores contribuyeron al saldo positivo en las transferencias netas de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Cifras preliminares muestran que en el período enero-abril de 2010 alcanzaron a \$us299,6 millones, representando una disminución de 3,7% respecto a similar período de 2009, la cual se considera moderada dado el contexto y los efectos de la crisis económica global (Gráfico III.13). Por ejemplo, en el mismo período México y Colombia registraron caídas de 9% y 15% respectivamente.

GRÁFICO III.13: REMESAS RECIBIDAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR
(En millones de dólares)

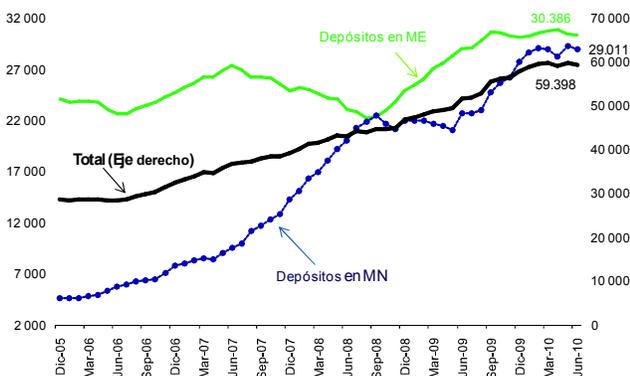


FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

III.3 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA²⁵

Durante el primer semestre de 2010, los depósitos del público en el sistema financiero mantuvieron un importante dinamismo, habiendo alcanzado un nivel de Bs59.398 millones al 30 de junio, que representa una variación interanual de 14,8%. Este crecimiento se evidenció principalmente en depósitos en moneda nacional (MN) (27,9%), ya que los denominados en moneda extranjera (ME) mostraron un menor incremento (4,6%).

GRÁFICO III.14 : DEPÓSITOS EN EL SISTEMA FINANCIERO
(En millones de bolivianos)



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

Los datos muestran la continuidad del proceso de bolivianización. Las políticas fiscales y monetarias implementadas descritas en el capítulo IV, apoyaron el fortalecimiento del sistema financiero, hecho que se vio plasmado en la mayor preferencia por la MN (Gráfico III.14).

Los esfuerzos realizados por las autoridades para incentivar el uso del boliviano desde 2004, apuntaron a fortalecer las funciones de la MN, especialmente la de reserva de valor o ahorro. Al respecto, analizando

²⁵ Los datos de captaciones y colocaciones de este informe, son compilados de acuerdo con metodología y normas internacionales.

la evolución de los depósitos por tipo y moneda,²⁶ se observó un cambio de tendencia a partir de agosto de 2009. En efecto, los depósitos transaccionales en ME se desaceleraron casi a la misma velocidad con la que llegaron a su punto más alto durante la crisis financiera internacional, mientras que los denominados en MN consolidaron su aceptación.

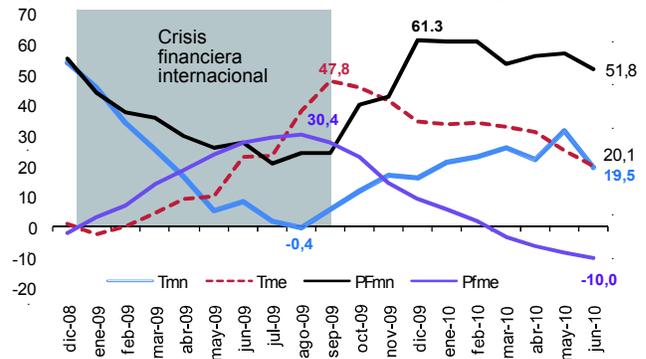
El aspecto más destacable fue que los depósitos a plazo fijo en ME dejaron de ser la opción preferida por el público como reserva de valor, registrando desde febrero de esta gestión, tasas de crecimiento negativas, mientras que el incremento interanual en MN alcanzó un promedio de 56,7%. Por tanto, el aumento de los depósitos en MN explicó el dinamismo de las captaciones (Gráfico III.15).

Los agentes económicos, en virtud al comportamiento de las tasas de interés pasivas recompusieron el portafolio de sus ahorros a favor de depósitos a plazo fijo en MN, que se constituyeron en la opción que ofreció mayor rendimiento relativo (Gráfico III.16). Estos depósitos continuaron creciendo a tasas elevadas y más altas que las de depósitos a la vista y en caja de ahorro.

Como resultado de la mencionada recomposición, se contribuyó a que el índice de bolivianización de los depósitos a finales de junio registre 48,8%, mayor en 1pp al observado en diciembre de 2009 y 5pp respecto a junio de 2009. (ver Recuadro III.1, donde se explican los factores más importantes que impulsaron la bolivianización del sistema financiero).

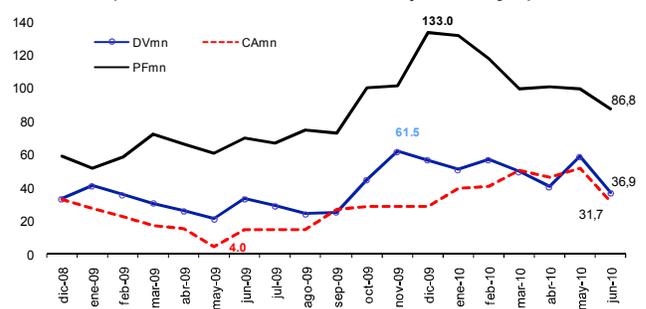
Analizando el destino de estos fondos, los préstamos totales, en especial los denominados en MN al sector privado aumentaron, como resultado de las políticas implementadas por el Órgano Ejecutivo en coordinación con el BCB y la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI). En este contexto, el saldo del crédito total a junio fue Bs43.792 millones, que representa una variación interanual nominal de 14,1% (Gráfico III.17).

GRÁFICO III.15: DEPÓSITOS TRANSACCIONALES vs DEPÓSITOS A PLAZO FIJO, POR MONEDA
(Variaciones interanuales, en porcentajes)



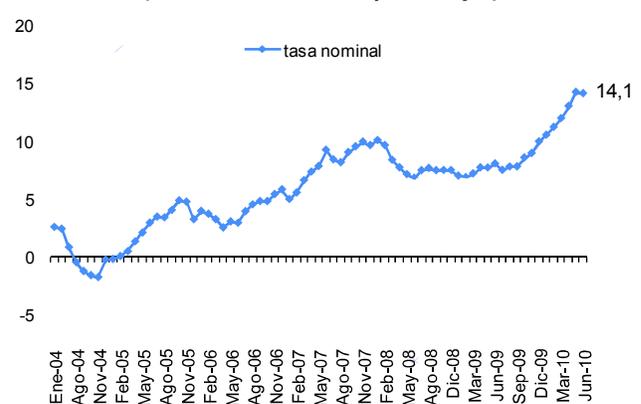
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: Tmn Depósitos transaccionales en MN; Tme depósitos transaccionales en ME; PFmn Depósitos a Plazo Fijo en MNy; Pfme Depósitos a plazo fijo en ME

GRÁFICO III.16: DEPÓSITOS CONSTITUIDOS EN BOLIVIANOS, POR TIPO
(Variaciones interanuales, en porcentajes)



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

GRÁFICO III.17: CRÉDITOS DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
(Variación nominal, en porcentajes)



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

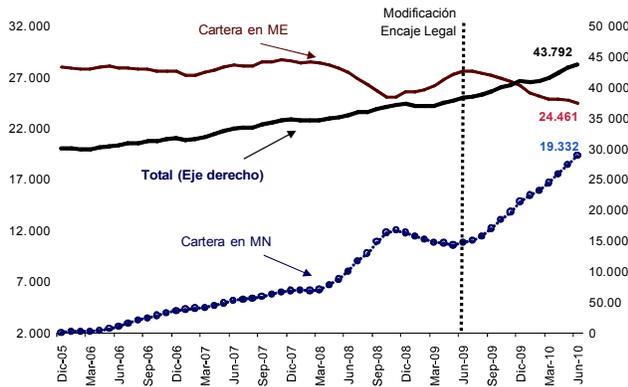
²⁶ Para este análisis se clasificaron los depósitos en:
i) Transaccionales: Depósitos a la vista + depósitos en caja de ahorros; reserva de valor: depósitos a plazo fijo.
ii) MN = Moneda nacional + unidad de fomento de vivienda; ME = moneda extranjera + moneda nacional con mantenimiento de valor.

En línea con lo anterior, se logró incrementar el crédito en MN (78,5% en términos interanuales), mientras que el crédito en ME se contrajo en 11,3% (Gráfico III.18), debido al estímulo tanto de la demanda como de la oferta de fondos prestables.

Finalmente, como resultado de los importantes estímulos, el índice de bolivianización de la cartera (44,1%) se incrementó en 8pp durante los primeros seis meses de 2010 y en 15,9pp desde junio de 2009. Este mayor uso del boliviano disminuyó los riesgos de liquidez, cambiario y crediticio, especialmente en los balances de los deudores que perciben sus ingresos en MN y tienen deudas en ME.

La fortaleza del sistema financiero se vio reflejada en bajos índices de morosidad y elevados ratios de solvencia. Los márgenes de rentabilidad fueron considerables, principalmente por la reducción de las tasas de interés pasivas en mayor medida que las activas.²⁷ Asimismo, el ratio de liquidez mostró la potencial capacidad de canalización de recursos hacia actividades productivas (Cuadro III.7).

GRÁFICO III.18: CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
(En millones de bolivianos)



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

III.4 COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Bolivia tiene un régimen de política monetaria en el que fija límites al crecimiento de Crédito Interno Neto del BCB (CIN) como meta intermedia, mientras que la meta operativa es la liquidez del sistema financiero por el vínculo de ésta con el CIN y la mayor capacidad de la Autoridad Monetaria para controlarla. En este contexto, se analiza la evolución de la emisión monetaria, la base monetaria y los agregados monetarios.

Comparando las variaciones interanuales, se observa que todas presentan incrementos significativos. Sin embargo, hay que recordar que una parte de los agregados monetarios se encuentra en ME y que durante estos periodos se realizaron cambios importantes en los portafolios. En efecto, un análisis más detallado permite observar que los crecimientos de las tasas interanuales fueron más importantes en la emisión monetaria, la base monetaria y los agregados

CUADRO III.7: PRINCIPALES INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO
(En porcentajes)

	2005	2006	2007	2008	2009	Jun-10 ^p
Pesadez de Cartera (%)	11,3	8,7	5,6	4,3	3,5	3,5
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	14,7	13,3	12,6	13,7	13,3	13,4
ROE	6,4	13,3	21,2	20,3	20,6	17,5
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	30,7	33,9	35,2	43,3	48,0	47,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: (p) Preliminar

²⁷ En este sentido, el Órgano Ejecutivo y las entidades financieras están implementando acciones dirigidas a mejorar las tasas pasivas y alcanzar reducciones adicionales en las tasas activas.

que sólo incluyen MN, y que el incremento en la tasa del agregado más amplio M'3 es sustancialmente menor (Cuadro III.8).

Este hecho se ve claramente al comparar las tasas de fines de junio de 2010 con las de fines de 2009, en todos los casos se presenta una aceleración, sin embargo en el agregado más amplio (M'3) la tasa interanual es menor, coincidente con la profundización de la bolivianización.

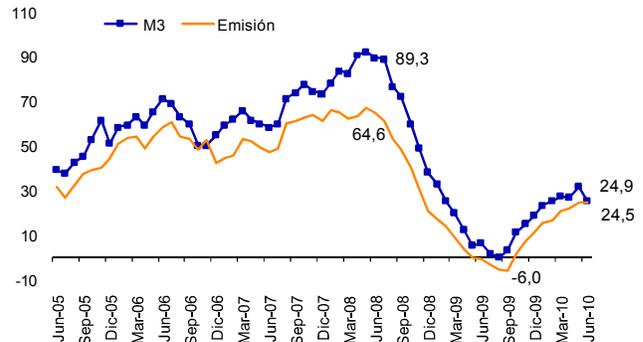
Los Gráficos III.19 y III.20 describen de mejor manera lo señalado. La emisión monetaria pasó de un crecimiento a doce meses de -6,0% en septiembre de 2009 a 24,5% en junio de 2010. El agregado monetario M3 (circulante más depósitos totales en MN), pasó de tasas de crecimiento interanuales de 2,8% a 24,9 entre las mismas fechas. Por su parte, el agregado monetario M'3, luego de haber alcanzado un máximo de 21,6% en febrero cerró el semestre con una tasa interanual menor (16%).²⁸

CUADRO III.8: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EMISIÓN MONETARIA, LA BASE MONETARIA Y LOS AGREGADOS MONETARIOS (A doce meses, en porcentajes)

	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09	Dic-09	Jun-10
Emisión monetaria	60,7	64,6	48,3	20,9	-0,9	-6,0	10,8	24,5
Base monetaria	55,5	65,7	49,7	27,7	11,0	18,2	32,6	42,1
M1	59,0	62,3	-2,0	27,0	2,8	-2,0	14,7	22,4
M'1	43,2	39,4	3,7	20,3	3,5	3,7	18,1	22,6
M2	69,9	87,1	-0,7	35,8	2,6	-0,7	12,2	19,8
M'2	41,1	42,6	10,9	24,6	8,2	10,9	18,0	19,8
M3	73,4	89,3	2,8	38,0	6,2	2,8	18,7	24,9
M'3	28,9	26,4	15,6	19,9	14,1	15,6	19,7	16,0

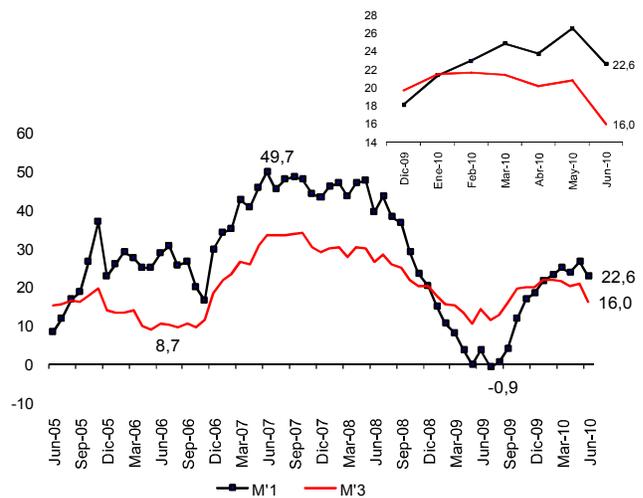
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO III.19: TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EMISIÓN MONETARIA Y EL M3 (A doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO III.20: TASAS DE CRECIMIENTO DE M'1 Y M'3 (A doce meses, en porcentajes)



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

²⁸ Cabe señalar que el BCB elabora un nuevo agregado monetario que incluye una estimación del circulante en ME y la añade a M'3. El mismo es más estable y presenta un crecimiento menor.

**RECUADRO III.1:
BOLIVIANIZACIÓN DE CARTERA Y DEPÓSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO**

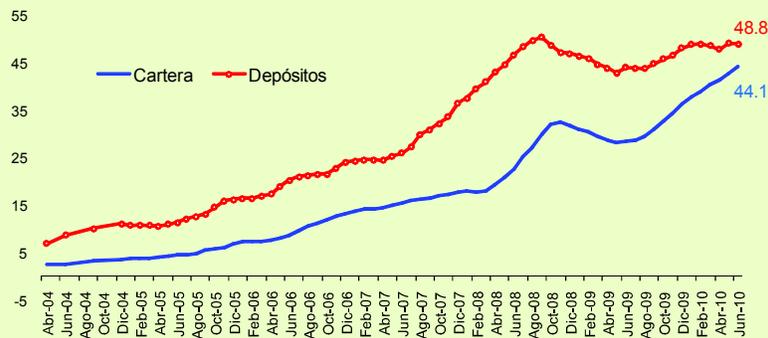
El proceso de **bolivianización** de la economía impulsado por el Gobierno Nacional generó estabilidad en el sistema financiero y permitió el crecimiento de los depósitos en MN y UFV. A diciembre de 2005 éstos llegaban a Bs4.611 millones y ascendieron a Bs29.011 millones a junio de 2010, un crecimiento de 529%. Por su parte, los créditos se incrementaron en 850% de Bs2.036 millones a Bs19.332 millones.

La política de la valorización de la MN frente al dólar estadounidense contribuyó a la solidez del sistema financiero y generó confianza en el Boliviano. Prueba de ello es que los depósitos que recibe el sistema financiero en ME bajaron de 84% en diciembre de 2005 a 51% en junio de 2010. Esto implica que la participación del Boliviano en el total de depósitos alcanza en la actualidad a 49%.

Por su parte, los créditos en bolivianos llegaban a 7% en diciembre de 2005, en tanto que a junio de 2010 el 44% de los préstamos del sistema financiero estaban en MN.

El proceso de **bolivianización** de la cartera ha permitido la reducción del riesgo crediticio asociado a variaciones cambiarias. Este riesgo está presente en aquellos prestatarios del sistema financiero que perciben ingresos en MN.

GRÁFICO III.21
BOLIVIANIZACIÓN DE DEPÓSITOS Y CRÉDITOS ENTRE DICIEMBRE 2004 - JUNIO 2010
(En porcentajes, respecto al total)



Fuente: Banco Central de Bolivia y Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Entre los factores más importantes que impulsaron la bolivianización a partir de 2006 se pueden mencionar los siguientes:

- **La política cambiaria.** La MN se apreció moderadamente en 2006 y con mayor fuerza desde 2007 para mitigar las presiones inflacionarias externas y fomentar la bolivianización de la economía. A partir de octubre de 2008 el tipo de cambio se mantuvo estable, de esta manera se evitaron "rodeos innecesarios" (apreciaciones y depreciaciones súbitas) que habrían generado efectos nocivos en la economía del país. La política cambiaria evitó movimientos bruscos del tipo de cambio que habrían afectado negativamente al sistema financiero, a la asignación de recursos y a la actividad económica.

- **La percepción de los agentes económicos sobre la inflación.** Luego del incremento de la inflación en los años 2007 y 2008 por factores ajenos a la política económica boliviana (inflación importada, desastres naturales y elevada liquidez de origen externo), se logró reducirla de un máximo de 17% en junio de 2007 a 1,3% a junio de 2010. Este resultado fue alcanzado con programas de seguridad alimenticia y combate a la especulación, implementados por el Órgano Ejecutivo; y políticas de regulación monetaria y apreciación cambiaria aplicadas antes que la crisis internacional afecte a la región.
- **Reformas al encaje legal.** Como resultado de la decisión de controlar la liquidez e impulsar el proceso de bolivianización del sistema financiero, el encaje legal desempeñó un rol mucho más activo que el asociado sólo a su carácter regulatorio. Entre 2006 y 2008 se incrementó el encaje requerido a depósitos en ME y MVDOL mediante una aplicación gradual del encaje adicional (7,5%), hasta llegar a una aplicación plena a partir del 30 de junio de 2008. En enero de 2009 entró en vigencia la modificación del Reglamento de Encaje Legal aprobada mediante R.D. del BCB 143/2008 que determinó el incremento del encaje adicional para depósitos en ME de 7,5% a 30%, fijándose el 30 de septiembre de 2008 como fecha referencial para el cálculo del incremento de depósitos y eliminando el mecanismo de compensación en MN. El objetivo de esta modificación fue que los agentes económicos internalicen los costos de la dolarización financiera.

En junio de 2009, mediante R.D. 70/2009, el BCB aprobó el nuevo Reglamento de Encaje Legal con el objetivo de impulsar el crédito y los depósitos en MN. Esta medida permite la deducción de encaje condicionado a la expansión de cartera en MN.

- **Incrementos sostenidos en el nivel de reservas internacionales.** Las reservas internacionales netas (RIN) aumentaron hasta alcanzar niveles récord en la historia económica boliviana y en el contexto internacional, fortaleciendo la solvencia del país y proporcionando una sólida protección al sistema financiero y al mercado de cambios contra choques externos. El incremento de las RIN se originó en los importantes ingresos de divisas por exportación de gas (debido a la nacionalización de los hidrocarburos), por las remesas de residentes bolivianos en el exterior y por las ventas de dólares al BCB de parte del público debido a la preferencia por la moneda nacional.
- **Otras Medidas.** Luego de 66 años de permanente déficit fiscal, a partir de 2006, Bolivia logró superávit fiscal sostenido de 4,5% en 2006, 1,7% en 2007, 3,2% en 2008 y 0,1% en 2009. La solvencia fiscal contribuye a que los agentes tengan mayor confianza en la MN. Hay que destacar también la continuidad del Impuesto a Transacciones Financieras (ITF) que se aplica a operaciones de ME, los créditos en MN que concede el Banco de Desarrollo Productivo (BDP) y la emisión de títulos del Tesoro General de la Nación exclusivamente en MN.

En general, los índices de bolivianización mejoraron en los últimos años y se amplió el uso del boliviano como medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor.

IV. Políticas del BCB

En el último trimestre de 2008 y durante 2009, en un contexto de menores presiones inflacionarias y de crisis económica internacional, la política monetaria del BCB, caracterizada por ser contracíclica y prudente, tuvo una orientación gradualmente expansiva. En este período, y en coordinación con el Órgano Ejecutivo, la autoridad monetaria reaccionó con medidas que contribuyeron a preservar la confianza en el sistema financiero y a impulsar la demanda agregada, sin descuidar el cumplimiento de su objetivo asignado por la Constitución Política del Estado y la Ley N° 1670 de mantener una inflación baja y estable para contribuir al desarrollo económico y social del país. En 2010, si bien continuaron las redenciones de títulos, la política monetaria se orientó a reducir los impulsos monetarios de acuerdo con lo previsto en el Programa Monetario, el desempeño macroeconómico y la evolución de los precios. A partir de la última semana de enero, se incrementó la frecuencia de las subastas de bisemanal a semanal con lo que en la práctica la oferta de títulos públicos se duplicó. En el segundo trimestre, fue introducido un nuevo incremento en la oferta de títulos de regulación monetaria. Estos incrementos señalaron una moderación gradual de la postura expansiva de la política monetaria, sin que ello afecte la tendencia decreciente de las tasas de interés. En efecto, el descenso significativo de las tasas de interés monetarias se reflejó en caídas de las tasas interbancarias y de intermediación financiera, mejorando las condiciones para el acceso al crédito y, por ende, contribuyendo al dinamismo de la actividad económica.

Al igual que en 2009, durante el primer semestre de 2010 la política cambiaria estuvo orientada a mantener estable el tipo de cambio con los objetivos de ofrecer confianza al mercado de divisas, al sistema financiero, a la actividad productiva y preservar la bolivianización. Asimismo, esta política estuvo en consonancia con la

incertidumbre acerca de la evolución de la economía mundial, reforzada especialmente por los desequilibrios fiscales de Grecia y España y, en menor grado, de Portugal, Italia e Irlanda. La política seguida también permitió mantener ancladas las expectativas sobre el comportamiento futuro del tipo de cambio, situación que atenuó favorablemente la demanda de divisas y las transferencias al exterior, habiéndose registrado un incremento de estas últimas únicamente de manera temporal. Adicionalmente, la estabilidad cambiaria fue concordante con las sólidas condiciones económicas, el descenso de la inflación, la estabilidad de precios y la posición externa favorable.

IV.1 POLÍTICA MONETARIA

Durante el primer semestre de 2010, la política monetaria dirigió sus acciones de acuerdo al estado de la economía, marcada por una senda moderada de crecimiento, sin indicios de sobrecalentamiento y con bajos niveles de inflación. Estos aspectos, si bien indicaron el sostenimiento de las medidas de impulso monetario, otros factores dieron señales en la dirección de atenuarlo: i) mejora en los ingresos de origen externo por la recuperación de los precios de los productos básicos de exportación bolivianos, ii) repunte de la inflación importada a partir de febrero de 2010, iii) alta liquidez del sistema financiero susceptible de sostener fuertes incrementos de la demanda crediticia e iv) inicio del desmantelamiento de las medidas de impulso monetario en otros países que podría implicar oportunidades de arbitraje.

Del análisis de los factores anteriores, el BCB decidió realizar un cambio gradual en la política monetaria en el primer semestre de 2010. No obstante que se mantuvieron las medidas orientadas a contribuir a impulsar la demanda agregada, preservar el proceso de bolivianización y la estabilidad financiera, se limitaron los impulsos monetarios al preverse un nivel importante de liquidez en el sistema financiero y también, en parte, como resultado de los vencimientos de títulos públicos durante el período y posibles presiones inflacionarias futuras, en un contexto de mejores ingresos provenientes del exterior.

IV.1.1 El programa monetario

La directriz del Programa Monetario de 2010 estableció la reducción gradual de la orientación expansiva de la política monetaria en los primeros dos trimestres y el

cambio de orientación con colocaciones netas de títulos mediante Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en los siguientes trimestres.

El Programa Monetario para la gestión 2010, aprobado por el Directorio del BCB a inicios de 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). La directriz de redención neta de títulos de regulación monetaria en los dos primeros trimestres de 2010 y las colocaciones netas en los dos últimos, implicó un incremento gradual en la oferta de estos instrumentos de regulación monetaria.

El Programa Monetario juntamente con el programa fiscal y las proyecciones de la balanza de pagos en el marco de los objetivos y metas de política económica, constituyen el Programa Fiscal - Financiero anual elaborado en forma coordinada entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB.²⁹ Las metas trimestrales de este programa fueron incorporadas en la "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2010" de fecha 26 de enero de 2010, suscrito públicamente entre ambas entidades, fortaleciendo de esta manera la coordinación de las políticas macroeconómicas y el compromiso de transparencia de las autoridades.³⁰

Al primer semestre de 2010, todas las metas del Programa Fiscal - Financiero 2010 fueron cumplidas con amplios márgenes (Cuadro IV.1). El SPNF alcanzó superávit³¹ lo que se reflejó en una disminución del financiamiento interno y del CIN-SPNF. Este último fue contrarrestado parcialmente con la expansión del CIN al Sistema Financiero, principalmente a través de redenciones de títulos. En un entorno internacional de recuperación económica, después de una profunda

CUADRO IV.1: DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FISCAL - FINANCIERO A JUNIO DE 2010^{1/ p/}
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2010)

		Meta Acordada ^{2/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	385	-1.900	2.284
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	251	-1.970	2.220
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto total (CIN)	Bs	1.975	-365	2.339
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN SPNF)	Bs	601	-3.883	4.484
Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN)	\$us	-240	83	323

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

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

^{2/} Programa Fiscal - Financiero acordado entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el BCB en enero de 2010

^{p/} Cifras preliminares

²⁹ La importancia de la coordinación de las políticas macroeconómicas se expresa 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 y cambiaria del país.

³⁰ 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.

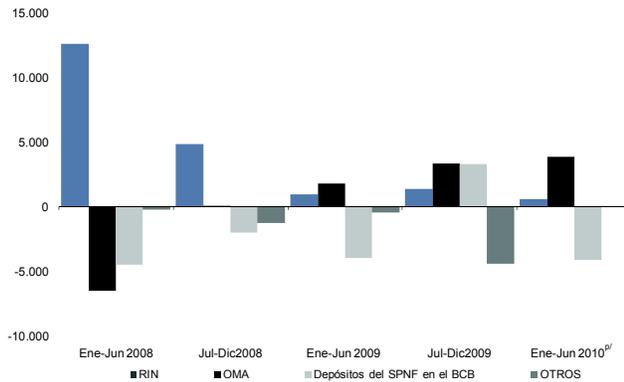
³¹ Este resultado fue alcanzado por una política fiscal prudente, sin descuidar el gasto social y la inversión pública.

CUADRO IV.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO A JUNIO DE 2010^{p/}
(Flujos en millones de bolivianos a tipo de cambio fijo)

	2009	2010
	I SEM	I SEM
1. EMISIÓN	-1.693	219
2. CRÉDITO INTERNO NETO (CIN)	-2.617	-365
2.1 SECTOR PÚBLICO	-4.237	-3.868
Crédito Neto del BCB (CIN SPNF)	-3.961	-3.883
Cuasifiscal	-276	15
2.2 RESTO SISTEMA BANCARIO Y NO BANCARIO	645	2.379
Desarrollo	0	-2
Encaje legal	-389	-151
OMA (LT y BT "D")	1.080	2.691
Otros	-46	-159
del cual Préstamos de liquidez	-25	0
2.3 BANCO DE DESARROLLO PRODUCTIVO	3	12
2.4 OTROS	968	1.111
d/c: OMA subasta y directa (LT y BT "D" de particulares, AFP y otros)	709	1.152
2.5 OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO (OMLP)	4	3
3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (RIN)	924	584
(en mill.\$us.)	133	83
PRO MEMORIA: OMA total	1.790	3.843
OMA total + encaje legal + préstamos de liquidez.	1.375	3.692

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{p/} Cifras preliminares para 2010.

GRÁFICO IV.1: EVOLUCIÓN RIN Y COMPONENTES DEL CIN
(Flujos acumulados en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{p/} Cifras preliminares para 2010

crisis financiera internacional, se destaca la fortaleza de las RIN cuyo saldo creció en el primer semestre de 2010 en \$us83 millones,³² aunque el programa de manera prudente había considerado una pérdida.

Con relación al primer semestre de la gestión 2009, la contracción del CIN-SPNF en el primer semestre de 2010 fue menor, mientras que la expansión del CIN al Sistema Financiero fue mayor, en el balance neto se produjo una contracción del CIN en Bs365 millones en 2010 menor a la disminución del CIN en el primer semestre de 2009 (Cuadro IV.2). El CIN al sistema financiero presentó una expansión sustancialmente mayor en el primer semestre de 2010 por las redenciones netas ocurridas durante todo el semestre, las mismas que estaban siendo contrarrestadas por la acumulación de excedentes que se revirtió al final del período. La redención neta en el primer trimestre fue de Bs3.011 millones y en el segundo se redujo sustancialmente a Bs831 millones, reflejando la moderación de la expansión monetaria.

En el Gráfico IV.1 se observa la evolución de las principales variables del programa monetario como resultado de la orientación de la política monetaria. En 2009, por una parte resalta el efecto expansivo de las redenciones de OMA, y en menor medida la expansión generada por las RIN; por otra parte, la acumulación de depósitos del sector público en el BCB y el mantenimiento de excedentes en cuentas de encaje legal por parte de las entidades financieras (ver otros). En 2010, continuó la expansión de la liquidez mediante la redención gradual de títulos en la medida que éstos vencían.

La acumulación de excedentes de encaje legal en el primer semestre de 2010 fue menor respecto a la observada en el segundo semestre de 2009. Estos recursos representan liquidez que paulatinamente se están transformando en crédito al sector privado en condiciones financieras más ventajosas. Su disminución se explica también por los requerimientos de liquidez del sistema financiero al finalizar el semestre.

³² Este incremento corresponde a las RIN calculadas utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense respecto al euro y el DEG, así como un precio fijo para el oro.

La emisión creció en junio de 2010 a una tasa interanual de 24,5%. Este crecimiento está afectado por la base estadística de comparar con un período, como el 2009, en el que la emisión registraba descensos pronunciados explicados en gran parte por operaciones cambiarias (Ver sección III.5 del capítulo III).

IV.1.2 Operaciones de Mercado Abierto

Para regular la liquidez de la economía, el BCB interviene en el mercado monetario mediante la colocación o redención de títulos públicos a través de OMA. Estas operaciones son el principal instrumento de regulación monetaria que permite contraer o expandir la liquidez del sistema financiero. Mediante la colocación de títulos públicos el ente emisor retira excedentes de liquidez de la economía, en tanto que con la redención inyecta liquidez.

Durante el primer semestre de 2010, en función a la moderación de la política monetaria expansiva se llevaron a cabo una serie de medidas. En el primer trimestre, aún cuando la oferta total en cada sesión de subasta registró una disminución (por la reducción en la oferta de títulos en UFV; Cuadro IV.3), el aumento de la frecuencia de la subasta permitió, en términos prácticos, que se incremente la oferta de títulos.³³ El Cuadro IV.4 ilustra el incremento observado en la oferta trimestral. Adicionalmente, en este trimestre se incrementó la oferta de títulos a un año en el mismo monto en que se redujo de manera conjunta la oferta de títulos a 91 días y 6 meses, permitiendo el alargamiento de vencimientos. En el segundo trimestre, se amplió la oferta semanal de títulos públicos de regulación monetaria en MN, de Bs20 millones a Bs30 millones en los plazos de 91 días y de 6 meses, y de Bs50 millones a Bs70 millones en el plazo de un año. Estos incrementos fueron compensados parcialmente por la reducción de la oferta en UFV. De esta manera, la oferta total en cada subasta aumentó de Bs106 millones a Bs132 millones, permitiendo un incremento importante de las ofertas trimestrales.

CUADRO IV.3: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN CADA SUBASTA (En moneda de origen)

		II TRIM/09	III TRIM/09	IV TRIM/09 ¹⁾	I TRIM/10 ¹⁾	II TRIM/10 ¹⁾
BCB (LT s)						
91 días	ME	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
1 año	UFV	25	20	20	10	1
91 días	MN	70	30	30	20	30
6 meses	MN	70	30	30	20	30
1 año	MN	70	30	30	50	70
Oferta ME		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Oferta MN		210	90	90	90	130
Oferta UFV		25	20	20	10	1
Oferta total BCB (Bs)		250	122	122	106	132

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ¹⁾ En 2009, a partir de la semana 42, se redujo la frecuencia de las subastas de semanales a bisemanales. A partir de la última semana de enero de 2010, se retornó a las subastas semanales.

²⁾ Valorada a tipo de cambio fijo de cada año. 2009 1\$us=6.97Bs; 1UFV=1.55461Bs; 2010 1\$us=7Bs; 1UFV=1.55397 Bs.

CUADRO IV.4: OFERTA, DEMANDA Y VENCIMIENTOS DE TÍTULOS PÚBLICOS EN MN Y UFV EN SUBASTA (En millones de bolivianos)

	OFERTA	DEMANDA ¹⁾	VENCIMIENTOS
2009			
I Trim	4.805	6.601	3.053
II Trim	3.125	7.190	3.682
III Trim	2.355	4.979	3.993
IV Trim	770	2.649	1.797
2010			
I Trim	1.110	555	3.455
II Trim	1.434	2.874	2.115

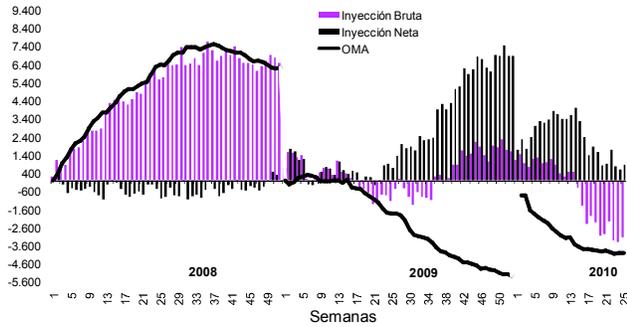
FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ¹⁾ Dentro del total de la demanda, para UFV se toman en cuenta los montos adjudicados debido a que las entidades repitieron demandas para mejorar su adjudicación por prorrogo, incrementando artificialmente el monto total demandado

³³ El BCB decidió disminuir la frecuencia de las subastas de semanal a bisemanal a partir de la semana 42 de 2009 (octubre). En la última semana de enero de 2010, estas subastas volvieron a ser semanales.

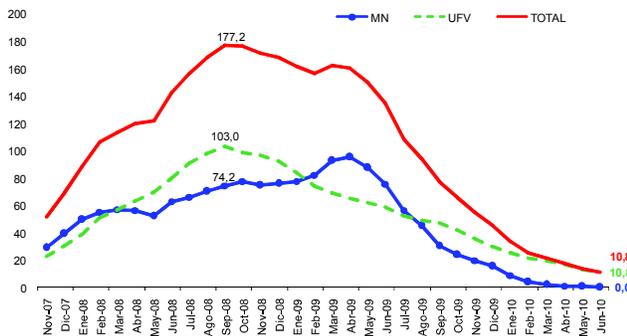
GRÁFICO IV.2: INYECCION BRUTA Y NETA DE LIQUEZ
(Flujos acumulados en cada año en millones de bolivianos)



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

La inyección bruta permite apreciar el comportamiento de la liquidez sin la intervención del Banco Central. En el primer trimestre de 2010, la disminución de los factores de contracción como la emisión monetaria, prevalecieron a la disminución de los factores de expansión como las RIN, de modo que la inyección bruta de liquidez acumulada fue positiva pero decreciente (Gráfico IV.2). Sumadas las intervenciones del BCB mediante OMA, la inyección de liquidez neta fue mayor. En el segundo trimestre, la inyección bruta acumulada se tornó negativa y las redenciones de títulos la transformaron en inyecciones netas acumuladas positivas, empero al ser éstas menores a las observadas en el primer trimestre, implicó que en el segundo trimestre se retiró liquidez acorde con la gradualidad señalada en la disminución de los impulsos monetarios. De esta manera, en el primer trimestre la inyección neta de liquidez alcanzó a Bs3.592 millones y con el retiro neto de Bs2.718 millones en el segundo trimestre, la inyección neta de liquidez acumulada en el semestre fue de sólo Bs874 millones.

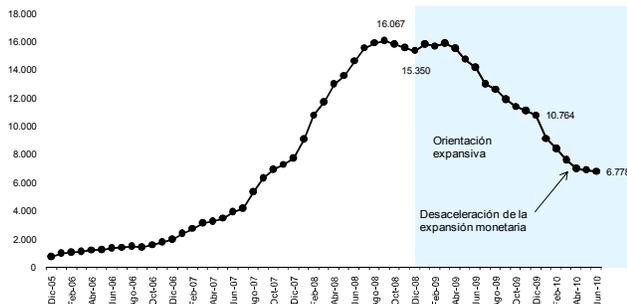
GRÁFICO IV.3: TÍTULOS DE COLOCACIÓN DIRECTA
(Saldos en millones de bolivianos)



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

Con relación a las OMA directas,³⁴ iniciadas en octubre de 2007, el saldo de estas operaciones continuó disminuyendo durante 2010 (Gráfico IV.3). A fines de junio de 2010, el saldo de los títulos de colocación directa en MN fue cero y se debió a los bajos rendimientos de estos instrumentos, vinculados a los rendimientos de los títulos ofrecidos mediante subasta. Adicionalmente, este fenómeno determinó que algunos instrumentos de corto plazo en la modalidad de OMA directas dejen de ser ofertados.

GRÁFICO IV.4: TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA¹⁷
(Saldos netos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ¹⁷ A tipo de cambio de fin de período y a valor nominal

Con las redenciones de títulos públicos, disminuyó la deuda interna del BCB por este concepto.³⁵ De acuerdo a lo señalado, la disminución de las obligaciones del BCB por títulos de regulación monetaria en el primer trimestre fue Bs3.156 millones y de Bs831 millones en el segundo trimestre (Gráfico IV.4). La reducción de casi el 60% respecto al nivel más alto observado en

³⁴ Constituye un instrumento disponible para mejorar la efectividad de las políticas permitiendo que el público en general pueda acceder a los títulos del BCB (anteriormente sólo podían ser adquiridos por las entidades financieras). Actualmente, se ofrecen bajo este esquema Letras del Tesoro en MN a plazos de 91, 182 y 364 días, y en UFV a un plazo de 364 días.

³⁵ Además de los títulos de regulación monetaria, la deuda interna del BCB incluye títulos emitidos en el marco del requerimiento de activos líquidos establecido en la norma de encaje legal. El saldo a fines de junio alcanzó a \$us1.189 millones.

septiembre de 2008, permitió poner a disposición del sistema financiero mayores recursos a fin de incrementar el crédito al sector productivo con efectos importantes sobre las tasas monetarias, interbancarias y de intermediación financiera.

En resumen, la disminución del impulso monetario en el segundo trimestre puede apreciarse a través de las tasas de crecimiento interanual de las colocaciones netas. La oferta de títulos en MN por debajo de los vencimientos semanales y la reducida demanda de títulos, también por debajo de los vencimientos debido a los rendimientos cercanos a cero, determinó una redención neta de títulos importante durante el primer trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual de las colocaciones netas en MN y UFV alcanzó un mínimo de -15,4% en enero de 2010 (Gráfico IV.5). En los meses siguientes, las redenciones netas fueron menores permitiendo la reversión de la tendencia, debido a la mayor oferta de títulos y a los leves incrementos en los rendimientos que impulsaron la demanda.

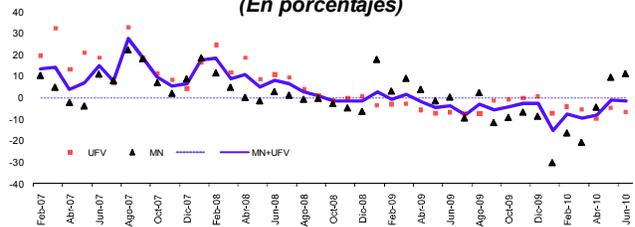
En efecto, a diferencia del primer trimestre, en el segundo trimestre la demanda de títulos de regulación monetaria en sus diferentes plazos se situó por encima de la oferta, aspecto que se explica por el rendimiento de estos instrumentos (Gráfico IV.6).

Desde agosto de 2009, las tasas de rendimiento de los títulos de regulación monetaria permanecieron en niveles cercanos a cero. En el segundo trimestre de 2010, los rendimientos de estos títulos se incrementaron ligeramente producto de la mayor oferta, en forma congruente con la desaceleración gradual de los impulsos monetarios (Gráfico IV.7). Como fue señalado, este hecho reactivó notablemente la demanda, empero la mayor demanda determinó que los incrementos de las tasas sean moderados.

En el primer semestre de 2010, la tasa para operaciones de reporto en MN se mantuvo inalterada en 3%. Por su parte, la tasa interbancaria en esta moneda, salvo el repunte de abril cuando llegó a 2,02%, se mantuvo alrededor de 0,6%, luego del pronunciado descenso observado entre fines de 2008 y 2009 (Gráfico IV.8).

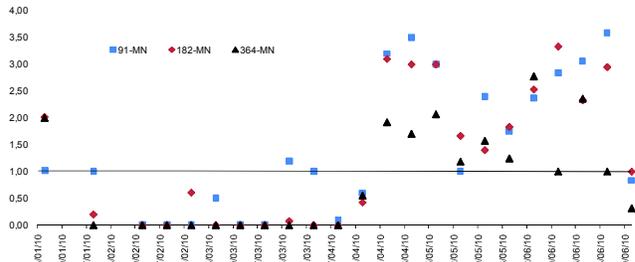
La orientación expansiva de la política monetaria desde fines de 2008 indujo una reducción sustancial de las

GRÁFICO IV.5: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUALES DE LAS COLOCACIONES NETAS (En porcentajes)



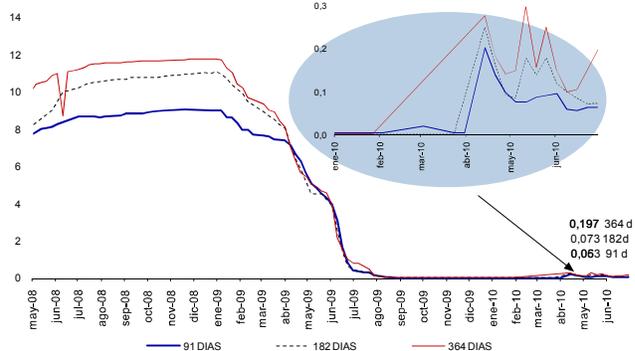
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias

GRÁFICO IV.6: RATIO DEMANDA SOBRE OFERTA DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA EN MN



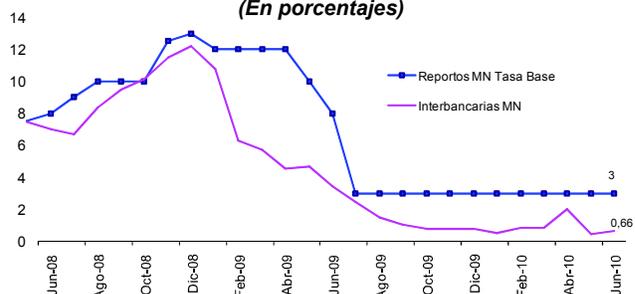
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
NOTA: Valores del ratio mayores a uno indican una demanda mayor que la oferta. Por debajo de 1 indican lo contrario

GRÁFICO IV.7: TASA EFECTIVA ANUALIZADA DE TÍTULOS PÚBLICOS DE REGULACIÓN MONETARIA (En porcentajes)



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

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



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

**CUADRO IV.5: TASAS DE INTERÉS BANCARIAS
EFECTIVAS EN MN^{1/}
(En porcentajes)**

PLAZO	TASAS ACTIVAS			
	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Variación pb
	Jun10-Dic08			
1 a 30	6,62	1,94	1,96	(466)
31 a 60	8,96	6,79	4,48	(448)
61 a 90	8,62	6,00	4,85	(377)
91 a 180	9,11	5,46	4,88	(423)
181 a 360	10,27	5,92	4,74	(553)
361 a 720	17,14	7,82	8,98	(816)
721 a 1080	18,36	12,40	12,66	(570)
Mayores a 1080	14,23	6,95	7,35	(688)
PLAZO	TASAS PASIVAS			
	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Variación pb
	Jun10-Dic08			
1 a 30	2,97	0,10	0,07	(290)
31 a 60	4,08	0,26	0,09	(399)
61 a 90	5,16	0,32	0,19	(497)
91 a 180	5,38	0,69	0,35	(503)
181 a 360	6,39	0,80	0,63	(576)
361 a 720	7,87	1,12	0,92	(695)
721 a 1080	9,00	1,12	1,89	(711)
Mayores a 1080	10,20	2,72	2,28	(792)

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Se calcula sin Banco Solidario, Banco Los Andes y Banco de Fomento a Iniciativas Económicas

**CUADRO IV.6: TASAS DE INTERÉS BANCARIAS
EFECTIVAS EN ME^{1/}
(En porcentajes)**

PLAZO	TASAS ACTIVAS			
	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Variación pb
	Jun10-Dic08			
1 a 30	9,29	8,58	5,31	(398)
31 a 60	8,68	6,39	6,29	(239)
61 a 90	8,77	6,75	6,28	(249)
91 a 180	8,75	6,67	5,90	(285)
181 a 360	9,66	6,06	4,90	(476)
361 a 720	12,77	8,22	9,19	(358)
721 a 1080	16,01	9,65	8,66	(735)
Mayores a 1080	11,27	7,27	7,76	(351)
PLAZO	TASAS PASIVAS			
	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Variación pb
	Jun10-Dic08			
1 a 30	0,94	0,14	0,05	(89)
31 a 60	1,93	0,19	0,07	(186)
61 a 90	3,68	0,43	0,20	(348)
91 a 180	5,24	0,70	0,36	(488)
181 a 360	6,31	0,95	0,71	(560)
361 a 720	7,19	1,42	0,88	(631)
721 a 1080	7,69	1,65	0,98	(671)
Mayores a 1080	8,63	2,24	1,84	(679)

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Se calcula sin Banco Solidario, Banco Los Andes y Banco de Fomento a Iniciativas Económicas.

tasas de los títulos de regulación monetaria, comportamiento que se reflejó en las tasas interbancarias y en las de intermediación financiera (ver Recuadro IV.1). Las tasas activas y pasivas tanto en MN como en ME continuaron disminuyendo en la mayoría de los plazos, los descensos más pronunciados se observaron en las operaciones en MN (Cuadro IV.5; Cuadro IV.6). Este comportamiento fue uno de los factores que contribuyó al crecimiento de la cartera, principalmente en MN (Ver sección III.5 del capítulo III).

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 determinó un incremento importante al encaje adicional aplicado a depósitos en ME, de 7,5% a 30% (Cuadro IV.7). Asimismo, se eliminó el mecanismo para la compensación de este encaje adicional por incrementos en depósitos en MN. Estas medidas fueron tomadas con el propósito de internalizar en los agentes económicos los costos que la dolarización implica para la economía, tanto de solvencia como de liquidez. Este incremento no afectó la liquidez, en la medida que su aplicación fue dirigida solamente al segmento de nuevos depósitos en ME constituidos después del 30 de septiembre de 2008 y más bien indujo a la reducción en la participación de estos depósitos.

El 23 de junio de 2009, con el propósito principal de incentivar el crédito y los depósitos del sistema financiero en MN, se determinó la reducción del encaje en MN siempre y cuando aumente la cartera en similar denominación (R. D. N° 070/2009). Así, del encaje requerido en MN y UFV se puede deducir el incremento de la cartera bruta en MN y UFV respecto al saldo registrado al 30 de junio de 2009, en un monto equivalente hasta el 100% del encaje requerido en efectivo en primera instancia y, posteriormente, hasta el equivalente al 40% del encaje requerido en títulos. Con la aplicación plena de esta medida, el encaje constituido por depósitos en MN y UFV podría en la práctica reducirse hasta la mitad, de 12% a 6% de los depósitos sujetos a encaje. Esta medida contribuyó a que la cartera en MN registre crecimientos importantes a partir del tercer trimestre de 2009. Además, favoreció también al crecimiento de los depósitos en MN (Ver capítulo III).

IV.1.4 Otras medidas aplicadas

Una serie de medidas ejecutadas por el MEFP y la ASFI, en coordinación con el BCB, favorecieron también al crecimiento de las operaciones de crédito en el sistema financiero y a mejorar la transmisión de la política monetaria.

Se destaca la modificación del Reglamento de Tasas de Interés introducida en la gestión anterior, la cual estableció que para el cálculo de la Tasa de Referencia (TRe) se consideren las tasas de los depósitos a plazo fijo en todos los plazos y no solamente a las comprendidas en el plazo de 91 a 180 días. El resultado de tal medida fue la reducción de la TRe y consiguientemente de las tasas activas, facilitando condiciones más atractivas en lo que respecta al costo de financiamiento para las personas y empresas, reflejando de mejor manera el costo real de fondeo de las entidades financieras.

De igual manera, en el marco de la regulación prudencial que ha caracterizado los esfuerzos de los últimos años, la Resolución ASFI No.398/2010 del 25 de mayo de 2010 estableció que la banca puede tener invertido en el exterior sólo hasta un monto equivalente al 50% de su patrimonio neto, instruyendo a las entidades bancarias adecuarse a la norma hasta el 31 de diciembre de este año.³⁶ Esta disposición ayuda a reducir la exposición externa de las entidades en contextos internacionales adversos.

Otras iniciativas consistieron en: i) disminución de las provisiones para carteras directa y contingente de la categoría "A" e ii) incremento de las provisiones para la cartera de consumo en ME.

En febrero de 2010 el gobierno en alianza con la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión Unión (SAFI Unión), lanzó el Fondo de Garantía Propyme, que tiene por objeto facilitar el acceso al financiamiento a pequeñas y medianas empresas (Pymes). Este Fondo cubre hasta el 50% de préstamos con un plazo máximo de hasta 9 años, con destino a capital de trabajo y/o capital de inversión.

³⁶ Para el cómputo de este límite, se consideran las inversiones en el exterior registradas en las siguientes cuentas: depósitos a plazo en entidades financieras del exterior, depósitos a plazo en oficina matriz y sucursales, otros títulos valores de entidades financieras del exterior, otros títulos valores de oficina matriz y sucursales y títulos valores de entidades públicas y privadas no financieras.

CUADRO IV.7: TASAS DE ENCAJE LEGAL

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

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ^{1/} Con compensación por el incremento de depósitos en MN y UFV
^{2/} La R.D N° 070/2009 determinó la reducción del encaje en MN hasta un 6% por aumentos de la cartera en MN

Asimismo, la normativa de la ASFI alienta el uso de este tipo de fondos de garantía en términos de: i) reducciones de provisiones por efecto de las garantías recibidas y ii) disminución en la ponderación de riesgos para fines de cómputo del Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) en aquellos créditos garantizados por estos fondos.

Fue importante también la medida del Órgano Ejecutivo que, mediante D.S. N° 530 del 2 de junio de 2010, estableció normas para que las entidades financieras en el cobro de intereses penales, solo consideren las cuotas de capital impagas durante el periodo de incumplimiento. Esta medida protege a los prestatarios de pagos excesivos por intereses penales.

Finalmente, cabe destacar también los acuerdos alcanzados entre el Órgano Ejecutivo y las entidades bancarias en la dirección de lograr un descenso más pronunciado de las tasas activas y un incremento de las tasas pasivas. La concreción de estos acuerdos se traducirá en mejores condiciones para la intermediación financiera en el segundo semestre.

IV.2 POLÍTICA CAMBIARIA

Durante el primer semestre del año, la política cambiaria continuó orientada a brindar tranquilidad y confianza al mercado de divisas, al sistema financiero, a la actividad productiva transable y a profundizar la bolivianización. Esta política fue consistente con la continuidad de la incertidumbre sobre el curso de la economía mundial, recientemente avivada por los desequilibrios fiscales de Grecia y España y, en menor medida, de Portugal, Italia e Irlanda. También sirvió para mantener ancladas las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio, aspecto que contribuyó a moderar la demanda de divisas y las transferencias al exterior y coadyuvó a la profundización del proceso de bolivianización. Además, esta política fue consistente con los bajos niveles de inflación interna y externa, así como con la relativa estabilidad cambiaria de las monedas de los principales socios comerciales. Por último, el elevado nivel de reservas internacionales apoyó la estabilidad del tipo de cambio.

IV.2.1 Orientación de la política cambiaria

Con la finalidad de anclar las expectativas en el mercado de divisas, que son importantes en la evolución de la actividad productiva y la estabilidad del sistema

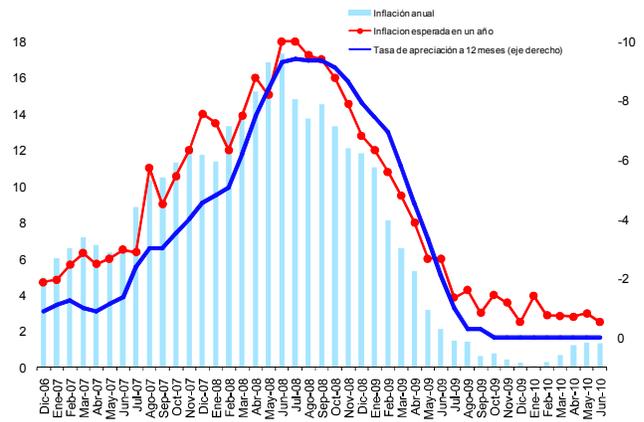
financiero, la política cambiaria continuó con una tasa nula de variación (*zero rate of crawl*), dentro del régimen de tipo de cambio deslizante o reptante (*crawling peg*) que mantiene el país. Además, esta política fue coincidente con la estabilidad de los precios desde septiembre de 2009, tanto la observada como la esperada (Gráfico IV.9).

A diferencia de la fuerte volatilidad cambiaria de los principales países vecinos entre el segundo semestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, en los últimos meses los tipos de cambio de la región permanecieron relativamente estables a pesar de la continuidad de la incertidumbre externa alimentada esta vez por la crisis de algunos países europeos. En efecto, en el segundo semestre de 2008 la mayoría de las monedas de los países vecinos se depreciaron y posteriormente se apreciaron hasta el tercer trimestre de 2009 (con excepción de Argentina). Dada la evolución de las paridades cambiarias de la región descrita previamente, el índice del tipo de cambio nominal de Bolivia continuó sistemáticamente por encima de los correspondientes a los principales socios comerciales de la región, excepto Argentina (Gráfico IV.10).

Durante la primera mitad del año los países vecinos registraron disminuciones importantes en la volatilidad del tipo de cambio nominal, en virtud al nivel estable de las tasas de interés de política monetaria, moderada inflación y a su rápida recuperación después de la crisis (Cuadro IV.8). El caso boliviano es ilustrativo por la estabilidad registrada en el tipo de cambio durante la crisis, concordante con el régimen cambiario adoptado. Ello evitó costos económicos importantes asociados al descalce de monedas y potenciales problemas en la intermediación financiera y en la actividad productiva. En suma, la política cambiaria prudente coadyuvó a la estabilidad macroeconómica y a la profundización del proceso de bolivianización en las transacciones reales y financieras.

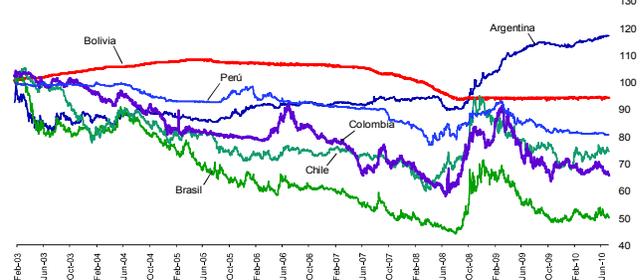
De igual forma, la estabilidad de la paridad cambiaria ha contribuido a afianzar las expectativas en el mercado cambiario desde finales de 2009, puesto que el tipo de cambio esperado está anclado en el nivel correspondiente al tipo de cambio oficial, en contraposición a la infundada depreciación esperada que emergió en el segundo semestre de 2008. En efecto, y de acuerdo con la EEE a partir de noviembre

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

GRÁFICO IV.10: TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS^{1/} (Índice, enero de 2003 = 100)



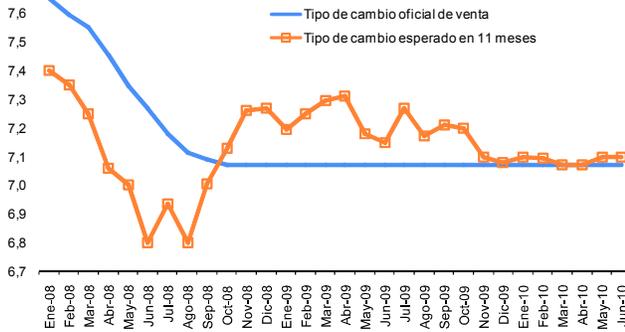
FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Para Bolivia se considera el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero

CUADRO IV.8: COEFICIENTE DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DIARIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS^{1/} (En porcentaje)

	Bolivia	Perú	Argentina	Chile	Brasil	Colombia
2007	1,5	2,5	0,9	2,8	6,4	5,2
2008	2,8	4,1	3,8	14,2	14,9	10,9
2009	0,1	4	3,2	6,6	11,5	9,6
2010 ^{2/}	0,1	0,3	0,9	2,8	2,4	1,7

FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} El coeficiente de variación es una medida de variabilidad que se calcula como el cociente entre la desviación estándar y la media aritmética, para hacer comparable la volatilidad entre países. Para Bolivia corresponde al tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero
^{2/} Información al 30 de junio

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



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

de 2009 las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio convergieron al tipo de cambio oficial vigente desde octubre de 2008 (Gráfico IV.11). Esta confluencia también se explica por la implementación de medidas complementarias detalladas más adelante.

Por otra parte, la política cambiaria permitió preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional respecto a los principales socios comerciales. En efecto, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER), a partir de septiembre de 2009 registró tasas de crecimiento interanuales positivas y su nivel convergió gradualmente al promedio histórico (Gráfico IV.12).

GRÁFICO IV.12: EVOLUCIÓN DEL ITCER, 1990-2010 (índice, agosto de 2003 = 100)



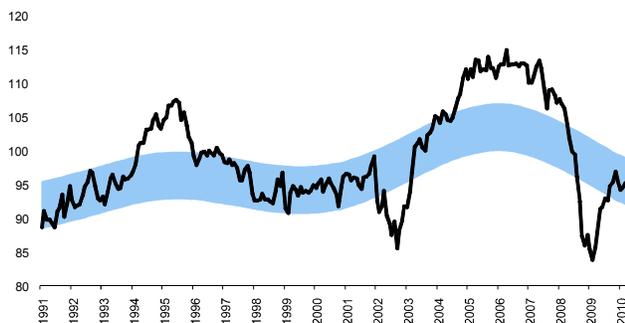
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Adicionalmente, la comparación del ITCER con su tendencia de largo plazo,³⁷ interpretada como una aproximación del tipo de cambio real de equilibrio, permite constatar que el desalineamiento de carácter temporal que se observó desde julio de 2008 comenzó a eliminarse a partir de octubre de 2009, ubicándose en el rango señalado por sus fundamentos (Gráfico IV.13).³⁸

IV.2.2 Medidas complementarias

Con el objetivo de favorecer al anclaje de las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio, en el primer semestre de 2010 el BCB mantuvo la oferta diaria de divisas en \$us50 millones, la cual es sustancialmente mayor a la oferta existente antes de la crisis financiera internacional. Esta medida se sustenta en los altos niveles de las reservas internacionales del BCB y la prudencia de las políticas monetaria y cambiaria, que contribuyeron a mantener la calma en el mercado de divisas. La demanda y la venta de divisas en el Bolsín al sistema financiero se redujo desde el mes de marzo, alcanzando a fines del semestre niveles cercanos a los registrados en similar período de 2009, luego del repunte observado a fines de 2009 y principios de 2010 por factores estacionales, distribución de utilidades e inversiones en el extranjero por parte de empresas privadas financieras y no financieras (Gráfico IV.14).

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: La línea corresponde al ITCER observado mientras que la banda representa una estimación del rango dentro del cual se encontraría el tipo de cambio real de equilibrio

³⁷ Evaluada mediante el filtro estadístico de Hodrik-Prescott y un proceso de remuestreo.

³⁸ Cabe destacar que el período de subvaluación entre el 2005 y 2008 fue más prolongado que el período de sobrevaluación.

En similar línea, si bien en los meses de febrero y marzo de la presente gestión las transferencias al exterior que realiza el sistema financiero a través del BCB se incrementaron (\$us84 y \$us115 millones, respectivamente), posteriormente se registraron reducciones hasta alcanzar \$us7,5 millones en junio (Gráfico IV.15).

Entre otras razones, la caída en las transferencias al exterior fue resultado de la aplicación, a partir de marzo de 2010, de las modificaciones al Reglamento de Posición de Cambios aprobada el 15 de diciembre de 2009 mediante R.D. N° 144/2009, dirigidas a continuar promoviendo la bolivianización del sistema financiero e incentivar la recomposición de la cartera de créditos a favor de la moneda nacional.³⁹ También habría contribuido la medida adoptada por la ASFI mediante Resolución No.398/2010 del 25 de mayo de 2010 (ver Sección IV.1.4).

Pese a la demanda acumulada de divisas en el primer semestre del año, reflejadas parcialmente en transferencias al exterior por parte del sistema financiero, el volumen de RIN no registró variaciones importantes respecto al nivel de diciembre de 2009. Así, al 30 de junio las RIN del BCB alcanzaron a \$us8.537 millones, similar al saldo a diciembre de 2009 de \$us8.580 (Gráfico IV.16).⁴⁰ Cabe destacar que la mayor demanda de divisas fue de carácter temporal, habiéndose reducido a partir de marzo de 2010.

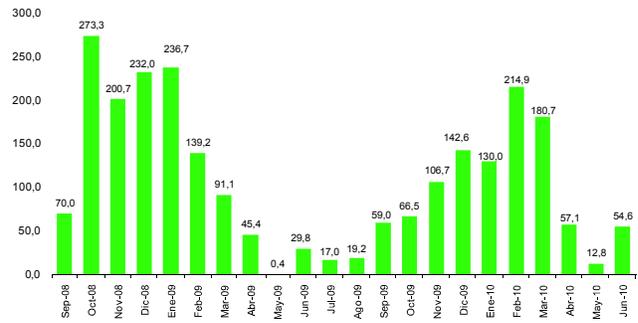
Las reservas internacionales con que actualmente cuenta el BCB garantizan la solvencia internacional del país y representan un respaldo importante para hacer frente a potenciales efectos negativos de la coyuntura internacional y a eventos generados por rumores infundados. En términos del PIB, continúa siendo uno de los más elevados a nivel internacional y el más alto a nivel regional, y se constituye en el principal pilar del régimen cambiario actual y de la estabilidad del sistema financiero.

³⁹ La medida consistió en la reducción de las posiciones largas de entidades financieras bancarias y no bancarias en ME, MVDOL, Otras Monedas Extranjeras (OME) y UFV. De 70% a 60% del valor del patrimonio contable en los tres primeros casos, y del 20% al 10% en el último caso.

⁴⁰ RIN calculadas incluyendo variaciones cambiarias y modificaciones en el precio del oro.

GRÁFICO IV.14: VENTA DE DIVISAS DEL BCB AL SISTEMA FINANCIERO

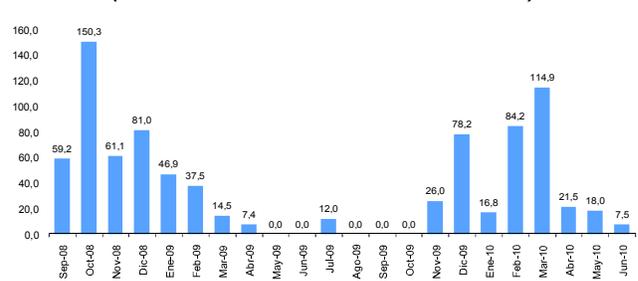
(En millones de dólares estadounidenses)



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

GRÁFICO IV.15: TRANSFERENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO AL EXTERIOR

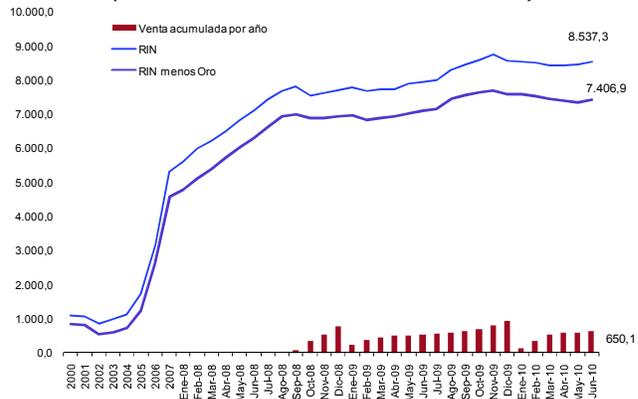
(En millones de dólares estadounidenses)



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

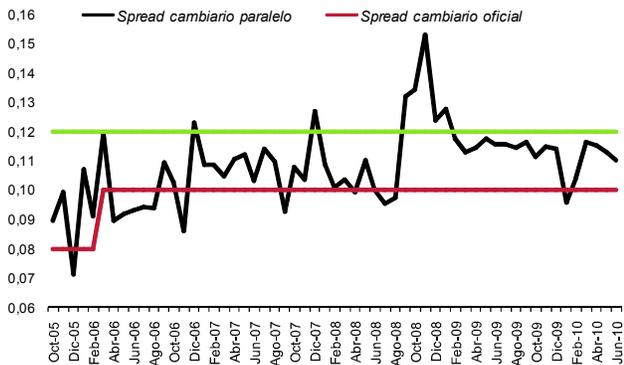
GRÁFICO IV.16: RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB Y VENTA DE DIVISAS AL SISTEMA FINANCIERO

(En millones de dólares estadounidenses)



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

GRÁFICO IV.17: SPREAD CAMBIARIO OFICIAL Y PARALELO DEL SISTEMA FINANCIERO (En bolivianos)



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

Finalmente, conviene destacar que el Reglamento de Operaciones Cambiarias aprobado mediante R.D. N° 031/2009 de 31 de marzo de 2009 y con vigencia a partir del 6 de abril de 2009, ha permitido estabilizar el spread cambiario paralelo en torno al diferencial entre el tipo de cambio de venta y de compra oficial (10 centavos), lo cual se constituye en una medida para defender los intereses de los agentes económicos que operan en el mercado cambiario, especialmente exportadores (Gráfico IV.17). Se trata de una política de defensa de los consumidores de servicios, en este caso agentes que realizan cambios de moneda.

RECUADRO IV.1: LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS TASAS DE INTERÉS DEL SECTOR FINANCIERO

Las acciones de política monetaria se orientan a modificar las condiciones monetarias y crediticias en la economía. En particular, los movimientos provocados por la autoridad monetaria en las tasas de interés del mercado monetario son realizados para afectar las tasas de los mercados financieros, especialmente las de intermediación, afectando las condiciones financieras del ahorro y del crédito.

Esta transmisión es conocida como "efecto traspaso de la tasa de interés", resultando importante conocer tanto la magnitud como la velocidad de este efecto para determinar la capacidad que tiene la política monetaria de afectar las condiciones crediticias, las que finalmente son las que influyen en las decisiones de gasto e inversión de las empresas y familias, y consecuentemente, en la actividad económica y en la inflación. De esta manera, se puede evaluar con qué anticipación y qué tan restrictiva, (expansiva o neutra) debe ser la política monetaria para cumplir con el objetivo de mantener la inflación controlada.

El efecto traspaso comprende dos etapas. La primera tiene que ver con los movimientos en la tasa de referencia que impactan sobre las tasas interbancarias, que son las que se cobran por operaciones de préstamos de corto plazo entre las entidades bancarias. La segunda etapa ocurre cuando los cambios en las tasas interbancarias se trasladan hacia las tasas de intermediación como son las de depósitos y las de préstamos.

Usualmente este efecto traspaso es incompleto en el sentido de que el impacto en las tasas de largo plazo es lento y menor que el ajuste en la tasa de referencia. El grado con que se transmiten los movimientos de la tasa de política hacia las tasas de mercado puede ser menor cuando existe escasa participación de la banca privada o cuando no existe un mercado de valores negociables desarrollado. El mecanismo de transmisión puede verse afectado también por los flujos de capital de corto plazo.

En el caso boliviano, existe evidencia empírica de que las tasas de interés de los títulos públicos de regulación monetaria tienen efectos en la tasa de interés interbancaria; y que a su vez éstas se transmiten a las tasas de mercado financiero, tanto pasivas como activas.⁴¹ Este canal de transmisión habría sido cada vez más efectivo debido al proceso de bolivianización y a la profundización del mercado monetario.

El Órgano Ejecutivo en coordinación con el BCB implementó medidas contracíclicas orientadas a contribuir a impulsar el dinamismo de la actividad económica dotando de liquidez al sistema mediante redenciones netas de títulos a través de las OMA, que lograron reducciones sustanciales de las tasas en el mercado monetario, promoviendo la disminución de las tasas pasivas y activas prevalecientes en el sistema financiero.

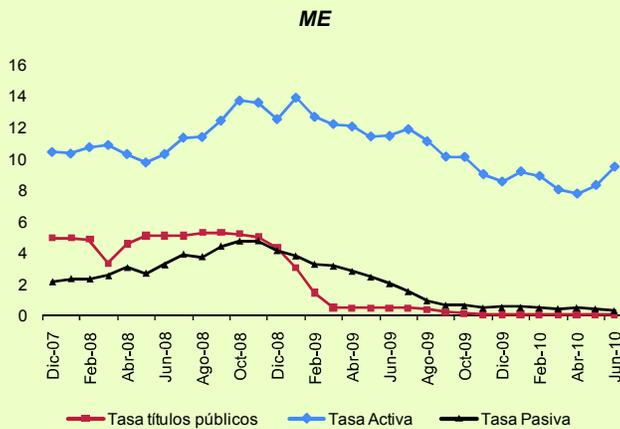
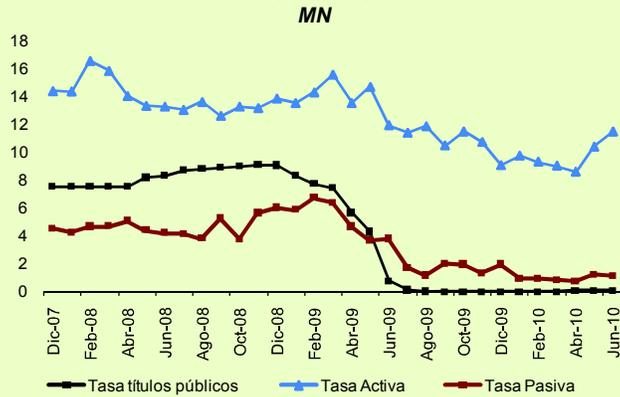
En efecto, como resultado de la política monetaria gradualmente expansiva desde el último trimestre de 2008, las tasas de rendimiento de los títulos de regulación monetaria cayeron alcanzando niveles cercanos a cero desde el segundo semestre de 2009. Esto contribuyó a que las tasas de intermediación financiera registren reducciones importantes (Gráfico IV.17). Los descensos más pronunciados se observaron en las operaciones en MN, reducciones que mejoraron las condiciones para la inversión

⁴¹ Al respecto, véase Rocabado y Gutiérrez, "El canal del crédito como mecanismo de transmisión de la política monetaria en Bolivia" y Cernadas *et al.*, "Instrumentación de la política monetaria por medio de un corredor de tasas de interés", ambos en el volumen 12 de la *Revista de Análisis* del BCB, 2009.

productiva. En el segundo trimestre de 2010, las tasas activas repuntaron levemente junto con el mayor dinamismo del crédito y requerimientos particulares de liquidez de una entidad financiera al finalizar el semestre.

Cabe mencionar que para mejorar las condiciones crediticias el Gobierno ha impulsado una serie de medidas entre las que se destacan los acuerdos alcanzados con las entidades bancarias para lograr un descenso más pronunciado de las tasas activas (ver Sección IV.1.4). Estas medidas hacen prever caídas adicionales en estas tasas.

GRÁFICO IV.18
TASAS DE INTERÉS DE TÍTULOS PÚBLICOS Y DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA^{1/}
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Se calcula sin Banco Solidario, Banco Los Andes y el Banco de Fomento a Iniciativas Económicas.

V. Perspectivas y riesgos de la inflación

Después de que la variación interanual del IPC en el primer semestre de 2010 terminara en 1,3%, se prevé que ésta convergerá más rápidamente a la meta de mediano plazo (4%), en un rango entre 3% y 5% en 2010 y 2% y 6% en 2011. Estas previsiones suponen una gradual normalización de las condiciones económicas externas con la moderada recuperación de la actividad productiva mundial y la continuidad del dinamismo de la economía boliviana. Entre los factores que podrían implicar una desviación hacia el alza de la inflación respecto al escenario más probable destacan un posible aumento de algunos precios administrados, así como un entorno climático desfavorable; mientras que hacia la baja se encuentran los efectos de los programas de incentivos gubernamentales para la oferta de alimentos y la continuidad del ajuste hacia la baja de los precios de algunos bienes. Ambos riesgos están balanceados en torno al escenario central.

Esta última sección expone las perspectivas de la inflación para el bienio 2010-2011, describiendo la evolución más probable de las principales variables internas y externas que determinan la variación de los precios. El capítulo finaliza considerando los principales riesgos asociados con el escenario más probable.

V.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

Según organismos internacionales y entidades privadas especializadas, las actuales perspectivas sobre el comportamiento de la economía mundial son relativamente más optimistas en comparación con las percepciones a inicios de 2010, reflejándose en tasas esperadas de crecimiento más altas (Cuadro V.1). Sin embargo, esta percepción todavía depende de la

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

	2008	2009(e)	2010(p)	2011(p)	2010(p)	2011(p)
			Consensus Forecast ¹		FMI ²	
Producto Mundial	3,0	-0,6	3,5	3,6	4,6	4,3
	(3,1)	(3,5)	(3,1)	(3,5)	(3,1)	(3,4)
Economías Avanzadas	0,5	-3,2	n.d.	n.d.	2,6	2,4
					(1,3)	(2,5)
Estados Unidos	0,4	-2,4	3,1	2,9	3,3	2,9
			(2,5)	(3,0)	(1,5)	(2,8)
Zona del Euro	0,6	-4,1	1,1	1,7	1,0	1,3
			(1,3)	(1,6)	(0,3)	
Japón	-1,2	-5,2	1,9	1,5	2,4	1,8
			(1,6)		(1,7)	(2,4)
Economías en Desarrollo de Asia	7,9	6,6	n.d.	n.d.	9,2	8,5
					(7,3)	(8,7)
China	9,6	8,7	9,8	9,0	10,5	9,6
			(9,6)	(9,1)	(9,0)	(9,7)
India	7,3	5,7	8,3	8,5	9,4	8,4
			(7,7)		(6,4)	(7,3)
América Latina y El Caribe	4,2	-1,8	4,8	4,0	4,8	4,0
			(3,7)		(2,9)	(3,7)
Argentina	6,8	0,9	5,0	3,3	3,5	3,0
			(2,6)	(2,9)	(1,5)	(2,5)
Brasil	5,1	-0,2	6,5	4,5	7,1	4,2
			(5,0)	(4,4)	(3,5)	(3,5)
Chile	3,7	-1,5	4,4	5,6	4,7	6,0
			(4,5)	(4,5)	(4,0)	(4,5)
Colombia	2,4	0,1	2,8	3,9	2,2	4,0
			(2,5)	(3,6)	(2,5)	
México	1,5	-6,5	4,1	3,5	4,5	4,4
			(3,1)	(3,3)	(3,3)	(4,9)
Perú	9,8	0,9	5,7	5,3	6,3	6,0
			(4,5)	(5,0)	(5,8)	(5,5)
R.B. de Venezuela	4,8	-3,3	-2,6	1,1	-2,6	0,4
			(1,4)	(1,5)	(-0,4)	
Est. Plur. de Bolivia	6,1	3,4	3,8	3,7	4,0	4,0
			(3,3)	(3,5)	(3,4)	(3,7)
PIB relevante para el EP. de Bolivia³	3,3	-1,5	3,5	3,3	3,5	3,3

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (abril y actualización de julio 2010), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2010), *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2010)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ¹ Considera los datos de junio de 2010. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de enero de 2010, si es que se hubiesen modificado, ² Considera los datos de abril y la actualización de julio de 2010. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de enero de 2010, si es que se hubiesen modificado

³ Crecimiento promedio anual ponderado de los 13 principales socios comerciales del Estado Plurinacional de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)

(e) Estimado

(p) Proyectado

(n.d.) No disponible

CF: Consensus Forecasts

resolución de los problemas financieros y de la crisis de deuda en Europa, así como de la velocidad, oportunidad y magnitud del retiro de los incentivos fiscales y monetarios de las principales economías avanzadas, en especial de las economías europeas más afectadas por la crisis de la deuda. En síntesis, el carácter diferenciado de la recuperación, por países y regiones, continuará en los siguientes trimestres.

En un escenario más pesimista, se prevé el incremento de la incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la deuda en varias economías europeas y la continuación de las perturbaciones y desequilibrios de los mercados financieros. Si bien las economías pertenecientes al grupo EU-5 (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España) son las más vulnerables en estos aspectos, el resto de las economías pertenecientes a la Zona Euro también muestran cierto grado de exposición, de tal forma que se podría observar una desaceleración y eventualmente una disminución del crecimiento. No obstante, esta visión sería mitigada por los mejores indicadores de empleo y gastos de inversión privados que permitirían mantener una perspectiva más alentadora.

En ese sentido, las estimaciones de crecimiento mundial para el 2010 y las proyecciones para 2011, se han situado en niveles de 4,6% y 4,3%, respectivamente, según el FMI. No obstante, otros organismos internacionales y entidades especializadas, como el Banco Mundial en el documento *Global Economic Prospects Summer 2010* de junio y *Consensus Forecast* de similar mes, son más conservadores en sus proyecciones, especialmente para 2010 (4,0% y 3,5% respectivamente para el presente año),⁴² como consecuencia de la intensificación de los efectos negativos de la crisis de la deuda de Grecia y otros países altamente endeudados de la Zona Euro. Sin embargo, existe consenso en que la recuperación mundial continuaría liderada por los países emergentes y en desarrollo, sumándose países latinoamericanos, dentro de los que destaca Brasil.

⁴² Conviene aclarar que estas proyecciones son promedios ponderados de los crecimientos reales de los países a tipos de cambio corregidos por poder de compra. Sin esta corrección, es decir utilizando los tipos de cambio corriente, el FMI proyecta 3,6% y 3,4% para 2010 y 2011, respectivamente; y el Banco Mundial proyecta 3,3% para ambos periodos.

Se espera que el comercio mundial continúe su recuperación después de la caída en 2009 y las estimaciones del Banco Mundial y la Organización Mundial de Comercio están en torno al 11% de crecimiento del volumen (9% según el FMI) y un aumento, aunque moderado, de los precios de los productos básicos o *commodities*.

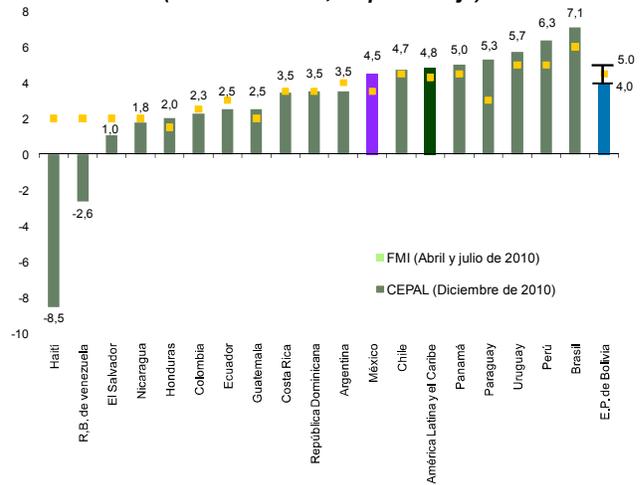
En cuanto a América Latina y el Caribe, se observó que a partir de la segunda mitad de 2009 la región entró en una fuerte senda de recuperación diferenciada por países, impulsada en gran medida por el dinamismo de su demanda interna como resultado de los sustanciales estímulos, tanto fiscales como monetarios, aplicados para enfrentar la crisis financiera y económica de 2008-2009. También fueron determinantes el fortalecimiento de la demanda externa, el resurgimiento de los flujos de capital como consecuencia de la búsqueda de activos más seguros y rentables por parte de los inversionistas y el comportamiento de los precios de los *commodities*. Luego de la contracción del producto de la región en 1,8% en 2009, el FMI estima que para el 2010 y 2011 la región crecerá en 4,8% y 4,0%, respectivamente. En este contexto, el Estado Plurinacional de Bolivia mantiene un comportamiento destacado, con una previsión a la par del promedio de la región en 2010 (Gráfico V.1), la que podría ser más alta que la proyectada por organismos internacionales, como se verá en la siguiente sección de este capítulo.

Se mantienen los principales desafíos que enfrenta la región, tales como 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).

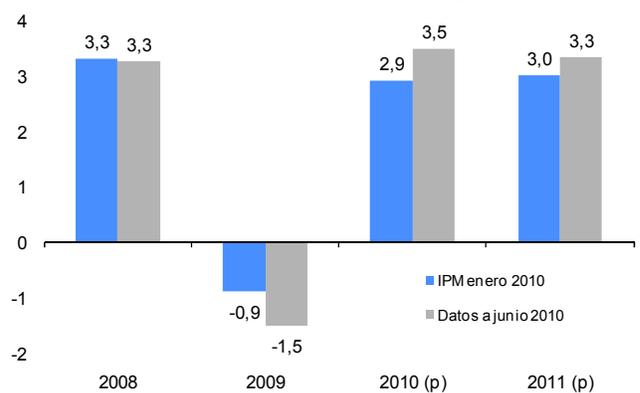
Respecto a los precios de las materias primas, durante el primer semestre de 2010 se ha observado un repunte respecto a similar periodo de 2009, a la par que mejoraron las expectativas de crecimiento económico. Este incremento se explica por el vigor de la demanda proveniente de China, los recortes de producción en

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



FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (abril de 2010 y actualización a julio para Brasil y México), CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe (diciembre de 2009) y Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: En el caso de Bolivia, se añadió el rango de la proyección del BCB (entre 4% y 5%)

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 (abril de 2010) - *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2010) - *The Economist* (junio de 2010) - *JPMorgan, Global Data Watch* (junio de 2010)
 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

los países productores de *commodities* y factores climáticos en el caso de productos agrícolas.

Sin embargo, los precios se redujeron en mayo y junio debido a las expectativas de debilidad de la demanda mundial, destacándose la disminución de la dinámica de crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo y su consiguiente efecto en la demanda de *commodities*.

Con relación al petróleo, se espera un crecimiento modesto de la demanda en el mediano plazo, la cual puede ser cubierta dada la capacidad de extracción de los países productores, lo que permite prever un moderado incremento de su precio, pero que en términos relativos está influido por la base de comparación por la fuerte caída observada en 2009, además que se mantendría la volatilidad observada en este mercado en los últimos años.

Por su parte, la demanda por metales ha comenzado a recobrase, no sólo en China sino a nivel más generalizado; aunque, no se espera un incremento sustancial en los precios debido a la excesiva capacidad instalada en la mayoría de los productores. En cuanto a los precios de productos agrícolas, éstos tuvieron un incremento menos pronunciado que en los sectores de energía y metales, dado que la oferta ha mantenido niveles acordes a la demanda.

El mejor comportamiento esperado de la actividad económica se ha visto reflejado en la evolución prevista de la inflación. En esa línea, las expectativas apuntan a que los niveles de inflación en las economías avanzadas se mantendrán bajos y similares a los observados en 2009, sin peligro de una deflación; mientras que en las economías emergentes y en desarrollo se espera una convergencia en torno a sus metas luego de un periodo de ajuste de precios a la baja. Asimismo, independientemente del régimen monetario utilizado, se observaría un proceso gradual de normalización monetaria (Cuadro V.2).

Por ejemplo, el Banco de Reserva del Perú elevó las tasas de interés de política en 25pb el 10 de junio como medida preventiva, en respuesta a la favorable evolución de la economía en el segundo trimestre de 2010, comportamiento respaldado por el fuerte dinamismo de la demanda interna. Posteriormente, el 21 de junio elevó las tasas de encaje legal como parte del proceso de normalización de la liquidez. Por su parte, en su última reunión del 15 de junio el Banco Central de Chile elevó la tasa de interés de política

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

	INFLACIÓN					
	2008	2009(e)	2010(p)	2011(p)	2010(p)	2011(p)
			Consensus Forecast ¹	FMI ²		
Economías Avanzadas	1,6	1,0	n.d.	n.d.	1,3	1,5
Estados Unidos	0,7	2,0	2,0 (16)	1,7 (18)	1,7 (15)	1,9 (2,1)
Zona del Euro	1,6	0,9	1,3 (12)	1,5 (16)	1,2 (0,6)	1,5 (1,0)
Japón	0,4	-1,7	-1,0 (-0,8)	-0,2	-1,1 (-0,7)	-0,2
Economías en Desarrollo de Asia	5,7	4,7	n.d.	n.d.	4,9	3,4
China	2,5	0,7	3,3 (2,6)	3,2	3,1 (0,6)	2,4 (1,5)
India	9,7	15,0	8,6 ⁴ (5,5)	6,3 ⁴	8,1 (7,4)	4,6 (4,6)
América Latina y El Caribe	8,1	4,8	7,0	6,6	6,8	5,8
Argentina	7,2	7,7	11,0 (8,5)	11,0 (9,4)	9,7 (5,0)	9,7 (5,0)
Brasil	5,9	4,3	5,4 (4,5)	4,8 (4,7)	5,3 (4,4)	4,8 (4,5)
Chile	7,1	-1,4	3,5 (2,6)	3,2 (3,0)	3,7 (2,5)	3,0 (3,0)
Colombia	7,7	2,0	3,5 (3,9)	3,7 (3,9)	3,8 (3,6)	3,4 (3,6)
México	6,5	3,5	5,1 (4,8)	3,9	5,3 (3,2)	3,0 (3,0)
Perú	6,7	0,2	2,4 (2,1)	2,6 (2,5)	2,0	2,0
R.B. de Venezuela	30,9	25,1	33,9 (31,5)	30,7 (31,8)	34,3 (32,0)	32,0 (32,5)
Est. Plur. de Bolivia	11,8	0,3	4,0	4,3	4,0	3,5
			(4,5)	(4,4)		
Inflación relevante para el E.P. de Bolivia-5,1	13,9	-2,0	1,2	-2,0	1,2	1,2

FUENTE: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales (octubre de 2009 y abril de 2010), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio de 2010) y *Latin Focus Consensus Forecast* (junio de 2010)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: ¹ Considera los datos de junio de 2010. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de enero de 2010, si es que se hubiesen modificado,

² Considera los datos de abril de 2010. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones de enero de 2010, si es que se hubiesen modificado

³ 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

⁴ Corresponde a la inflación promedio anual

(e) Estimado

(p) Proyectado

(n.d.) No disponible

CF: *Consensus Forecasts*

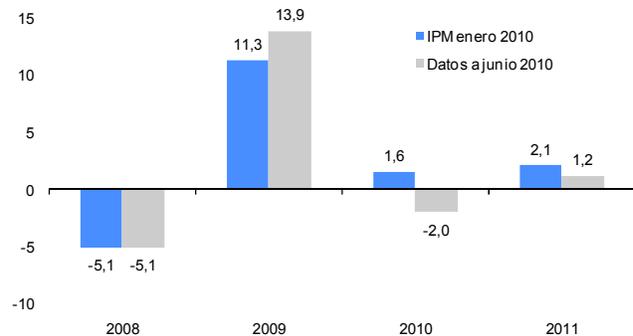
monetaria en 50pb, hasta alcanzar un nivel de 1%, reiterando el mensaje de mantener una tasa de inflación alrededor de su meta (3%) en el horizonte de política (2 años) y destacando que su economía se encuentra en la senda de recuperación, disipándose los efectos inmediatos del terremoto.

También se prevé que en algunos países la inflación aumente. El repunte sería más evidente en los países de Asia, destacándose economías como India, en la cual se espera una inflación de 8,1% para 2010 según el FMI, debido a las elevadas presiones inflacionarias provenientes del incremento de la demanda doméstica y, en menor medida, de los precios de *commodities*. En este sentido, las crecientes presiones inflacionarias de estos países también han determinado la estrategia de la política monetaria a seguir. En el caso de India, la autoridad monetaria también elevó tanto las tasas de interés de referencia (tasas de reporto y de reporto reverso), como la tasa de requerimiento de reservas en 25pb.

Respecto a las medidas de inflación subyacente, su comportamiento en economías avanzadas se caracteriza por mantenerse en niveles bajos, debido en gran parte a la todavía moderada demanda privada y los aún débiles niveles de confianza de los consumidores. En el caso de los países emergentes y en desarrollo, convergería gradualmente hacia las metas de mediano plazo.

De esta forma, se estima que la inflación internacional relevante para Bolivia -medida como la variación porcentual interanual del IPE - sería negativa en 2010 y levemente por encima de 1% en 2011 (Gráfico V.3). Es importante aclarar que la evolución de esta variable está relacionada también con los movimientos cambiarios: la apreciación de las monedas de los socios comerciales implica mayor inflación externa mientras que una depreciación genera menor presión inflacionaria.⁴³

GRAFICO V.3: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación acumulada a diciembre, en porcentaje)



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

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de 13 principales socios comerciales
(e) Estimado
(p) Proyectado

⁴³ Puesto que la variación del IPE reportada en la publicación es la acumulada a diciembre, en 2009 se observó un fuerte incremento de la inflación externa por la apreciación acumulada en dicho año y el efecto de base estadística de comparación debido a la fuerte depreciación de las monedas en 2008. Lo contrario ocurre con la proyección para 2010, donde predominaría el efecto de base estadística, y en 2011, que se espera una moderada depreciación de las monedas de los socios comerciales. Para complementar, en términos de variación promedio anual, la inflación externa en 2009, 2010 y 2011 (en estos dos últimos casos como proyecciones) son -2%, 5,5% y 0,7%.

V.2 CONTEXTO NACIONAL

En línea con la proyección del Presupuesto General de la Nación 2010 (4,5% de crecimiento del PIB), se prevé que la variación de la actividad económica se sitúe en un rango entre 4,0% a 5,0%. En términos sectoriales, la construcción sería uno de los sectores más dinámicos por la concreción de proyectos públicos y privados, tal como lo muestran las cifras al primer trimestre de 2010.

Por su parte y en lo referente a hidrocarburos, la firma de la primera adenda al contrato de exportación de gas natural celebrado entre Energía Argentina Sociedad Anónima (ENARSA) y YPFB garantiza la venta de gas natural por una cantidad de al menos 5MMm³/d, la cual podría alcanzar inclusive la cantidad diaria contractual de 7,7MMm³/d durante esta gestión. Las previsiones de crecimiento de la economía brasilera (por encima de 6,5% para 2010) junto al buen desempeño del sector industrial, fundamentan un incremento en las compras (nominaciones) de gas natural que realizaría Brasil de Bolivia.

Consistente con el comportamiento de la demanda externa e interna y con el ánimo de incrementar la producción futura de hidrocarburos, YPFB Petroandina SAM invertiría en la fase de exploración \$us87,7 millones hasta el cierre de 2010.

Finalmente, el crecimiento del sector agropecuario en 2010 dependerá del desempeño de la Campaña de Invierno, que podría lograr revertir las tendencias observadas en el primer semestre del año. Para dicho propósito, así como para las demás actividades productivas agropecuarias, serán importantes las acciones estatales de apoyo y provisión de insumos al sector que permitan, por ejemplo, mitigar la agudización de eventos climáticos, como el déficit de precipitaciones pluviales en zonas áridas y semiáridas del país, principalmente en el Chaco y Altiplano, que fuera proyectado por el Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología (SENAMHI) para los meses de octubre y noviembre del año en curso.

Dadas las perspectivas de producción y de gasto, se estima que para el presente bienio se mantendría el superávit en la cuenta corriente, aunque más moderado

que en los años anteriores, como resultado del incremento de las importaciones de equipos e insumos destinados a proyectos de inversión sustanciales. Este escenario es acorde con una mayor inversión doméstica, tanto pública como privada; y, por tanto, contribuye al crecimiento económico nacional. Además, estas cifras positivas muestran la solvencia y sostenibilidad de las cuentas externas del país.

V.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

En esta parte se esbozará el comportamiento más probable que tendría la evolución del nivel de precios para lo que resta de la gestión 2010 y para 2011, todo ello de manera coherente con el comportamiento esperado de la economía nacional y el contexto internacional, ambos descritos en las dos secciones preliminares.

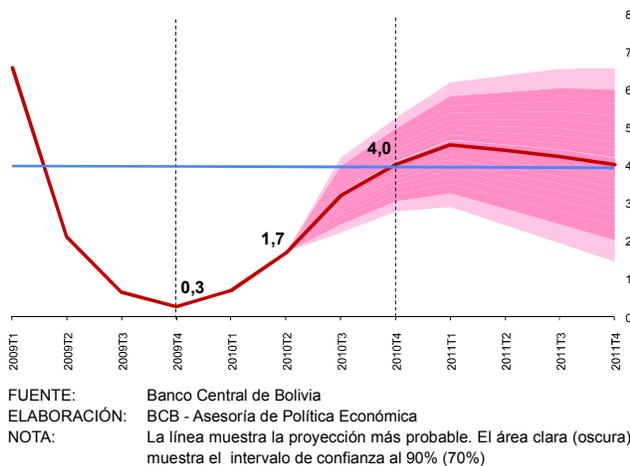
Dado el bajo nivel de variación de precios que se ha observado en el primer semestre de este año, menor al proyectado en el IPM de enero, las perspectivas para la segunda mitad de 2010 indican que ésta se estabilizaría gradualmente en torno a la meta de largo plazo (4%), a diferencia del anterior IPM, en el que se preveía un aumento levemente por encima de esta meta en la presente gestión.

En lo referido a los componentes de la inflación fuera del núcleo, no se proyectan cambios muy importantes en los precios de algunos bienes y servicios administrados (comunicaciones, servicios básicos, garrafa de gas, entre otros), aunque sí se han observado presiones hacia el alza en las pensiones escolares, las cuales se estima serán reglamentadas por las autoridades del área.

En el caso de los precios administrados, se anuncia una posible alza de pasajes a nivel urbano, lo cual de efectivizarse incidiría en el indicador de inflación anual de diciembre de 2010, como un incremento de una sola vez en el nivel de precios (tal como sucedió en 2005), pero no como un alza de la inflación.

Por otra parte, los principales supuestos que respaldan las proyecciones asumen que los precios de los bienes agrícolas no perecederos, particularmente granos, se

GRÁFICO V.4: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación interanual, en porcentaje)



mantendrían sin una variación significativa como resultado de la normalidad en los volúmenes de producción, con excepción del maíz cuya superficie cultivada habría disminuido, aunque este descenso podría ser compensado por medio de mayores importaciones. Asimismo, se prevé que los precios de los productos perecederos (frutas, legumbres, verduras, etc.) seguirían un comportamiento similar al de los no perecederos, de un incremento moderado. Consecuentemente, se esperaría que la variación anual del indicador de inflación de alimentos (IPC-A) termine la gestión 2010 sin alteraciones significativas, si las condiciones actuales se mantienen.

Asimismo, se prevé que el núcleo inflacionario -el indicador que responde en mayor medida a las acciones de política monetaria y cambiaria- también converja gradualmente a su nivel de largo plazo, ya que la mayor parte de los artículos que lo componen (alimentos no volátiles y bienes y servicios no regulados) ya han ajustado sus precios relativos y, por tanto, su variación sería moderada.

En síntesis, la recuperación de la economía mundial proyectada para 2010 y 2011, la estabilización de la inflación internacional y el normal desempeño de la economía boliviana, serían los principales elementos que promoverían la estabilización de la variación de precios en un nivel razonable y estable en lo que resta de 2010 y en la gestión 2011 (Gráfico V.4). En este marco, los análisis cuantitativos y cualitativos señalan que en 2010 la inflación cerraría en un rango entre 3% y 5%, 50pb menor al proyectado en el anterior IPM, mientras que se mantiene la previsión para 2011 de convergencia hacia un nivel de mediano plazo, en un rango de variación entre 2% y 6%.

V.4 BALANCE DE RIESGOS

El Gráfico V.4 muestra un escenario central en el que podría encontrarse la variación de precios en los próximos trimestres. Sin embargo, dado que existe incertidumbre en la proyección de las distintas variables macroeconómicas, se opta por estimar un rango en el que podría encontrarse esta variación. Es decir, existen riesgos de que la variación del IPC sea mayor o menor al escenario central o más probable planteado en el presente IPM.

En lo referido a los riesgos internos, el principal hacia el alza es el incremento de los precios administrados, aunque se considera que los efectos de segunda vuelta serían moderados, ya que muchos sectores de la economía ya han internalizado el incremento de los precios de este sector.

También existe la posibilidad de que continúe un déficit de precipitaciones pluviales en zonas áridas y semiáridas del país, principalmente en el Chaco y Altiplano.

Entre los factores que implicarían menor inflación que la proyectada y podrían contrarrestar los riesgos al alza, se puede considerar la mayor oferta de productos agropecuarios que cuenta con incentivos gubernamentales y, en menor medida, el ajuste adicional hacia la baja que podría registrarse en algunos precios que subieron en el periodo 2007-2008, consistente con la reducción generalizada observada en los precios de alimentos.

Los anteriores riesgos se perciben como moderados y en promedio están balanceados. El Gobierno y el BCB evalúan constantemente el balance de riesgos de la evolución promedio de los precios y hacen un continuo seguimiento de la evolución de esta variable, en especial de los indicadores de tendencia inflacionaria, como la inflación núcleo, de cuya evaluación se desprenden las medidas más apropiadas para controlar la inflación y para mitigar las eventuales alzas temporales de precios.

Durante el presente bienio y con una orientación de política monetaria que iría gradualmente de expansiva a neutral, se pretende cumplir con el objetivo señalado en la Constitución Política del Estado de "...mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda", teniendo presente que esta misión tiene como fin último "contribuir al desarrollo económico y social".

Abreviaturas y siglas de utilización frecuente en esta publicación

ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ASOBAN	Asociación de Bancos Privados de Bolivia
BBL	Barriles
BBV	Bolsa Boliviana de Valores
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BEA	Oficina de Análisis Económico de los EE.UU. (<i>Bureau of Economic Analysis</i>)
Bs	Bolivianos
BT	Bonos del Tesoro
CAP	Coefficiente de Adecuación Patrimonial
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y El Caribe
CIF	Costos, Seguros y Fletes (<i>Cost, Insurance and Freight</i>)
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CE	Comisión Europea
CIN	Crédito Interno Neto
CIN-SPNF	Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero
CPE	Constitución Política del Estado
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
d/c	Del cual
DEG	Derechos Especiales de Giro
DPF	Depósito a Plazo Fijo
D.S.	Decreto Supremo
e	Estimado
EE.UU.	Estados Unidos
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EFNB	Entidades Financieras No Bancarias
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
ENARSA	Energía Argentina Sociedad Anónima
E.P. DE BOLIVIA	Estado Plurinacional de Bolivia
EU-5	Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España
EUR	Unidad monetaria de la Zona Euro
f	Pronóstico (<i>forecast</i>)
FAO	Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (<i>Food and Agriculture Organization</i>)
FBKF	Formación Bruta de Capital Fijo
FED	Sistema de la Reserva Federal de EE.UU. (<i>Federal Reserve Bank</i>)

FMI	Fondo Monetario Internacional
FOB	Puesto a Bordo (<i>Free On Board</i>)
GNV	Gas Natural Vehicular
GSA	Hace referencia al contrato firmado con PRETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
Has.	Hectáreas
ICC	Índice del Costo de la Construcción
ITCER	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-NT	Índice de Precios de Productos No Transables
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
IPM	Informe de Política Monetaria
IPPBX	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (Considera cotizaciones internacionales excepto para el gas natural)
IPPBX s/h	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación sin hidrocarburos de Bolivia
IPPIM	Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero
ISM	Instituto para la Administración de la Oferta en EE.UU. (<i>Institute of Supply Management</i>)
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
LF	Libra Fina
LT	Letras del Tesoro
M1	Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV
M'1	Agregado monetario conformado por: M1 + Depósitos a la vista en ME y MVDOL
M2	Agregado monetario conformado por: M1 + Caja de Ahorros en MN y UFV
M'2	Agregado monetario conformado por: M2 + Caja de Ahorros en ME y MVDOL
M3	Agregado monetario conformado por: M2 + Depósitos a Plazo y Otros depósitos, en MN y UFV
M'3	Agregado monetario conformado por: M3 + Depósitos a Plazo y Otros, en ME y MVDOL
MDRyT	Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Publicas
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
Mm3/d	Millones de metros cúbicos por día
MMBbl	Millones de barriles
MMBTU	Millones de BTU (<i>Millions of British Thermal Units</i>)
MN	Moneda Nacional
MVDOL	Moneda nacional con mantenimineto de valor respecto al dólar estadounidense

n.d.	No disponible
OECD	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (<i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>)
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OME	Otras Monedas Extranjeras
OTF	Onza Troy Fina
TMF	Tonelada Métrica Fina
p	Preliminar
pb	Puntos básicos o puntos base
PEA	Población Económicamente Activa
PIB	Producto Interno Bruto
PMI	Índice de Producción Manufacturera (<i>Purchasing Managers' Index</i>)
PND	Plan Nacional de Desarrollo
pp	Puntos porcentuales
RAL	Requerimiento de Activos Líquidos
R.D.	Resolución de Directorio
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROE	Rentabilidad sobre patrimonio (<i>Return On Equity</i>)
SAFI	Sociedad(es) Administradora(s) de Fondos de Inversión
SENAMHI	Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología
SPNF	Sector Público No Financiero
TDA	Tasa de Desempleo Abierto
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TED	Contratos de futuros en <i>Eurodollar (T-bill and ED)</i>
TGN	Tesoro General de la Nación
TM	Toneladas Métricas largas
TMF	Toneladas Métricas Finas
TRe	Tasa de Referencia
\$us	Dólares estadounidenses
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos

