



BOLETÍN INFORMATIVO

Nº 134 • año 11 • julio 2004

EDITORIAL

Evaluación económica al primer semestre de 2004

El comportamiento de la economía boliviana durante el primer semestre de 2004 reflejó la influencia -en sentidos contrarios- de factores de orden externo e interno. El dinamismo de las economías desarrolladas y el buen comportamiento de los precios de commodities determinaron un escenario favorable para la producción y exportación de este tipo de productos. Asimismo, la mayor demanda de gas natural por parte de Brasil impulsó la producción de hidrocarburos, que registró la tasa de crecimiento más alta en los últimos cinco años. El buen comportamiento del sector exportador se tradujo en un superávit de \$us328 millones en la cuenta corriente de la balanza de pagos al primer semestre y en una tasa de crecimiento de 3,83% del Producto Interno Bruto (PIB) al primer trimestre de 2004.

En el ámbito interno, en cambio, la demanda doméstica continuó exhibiendo un escaso dinamismo, principalmente por la contracción de la inversión bruta. La desintermediación financiera se agudizó a raíz de la incertidumbre asociada al Referéndum de julio y al anuncio de la creación del Impuesto a las Transacciones Financieras a principios de año. Como resultado, los depósitos del sistema financiero cayeron en \$us315 millones con respecto a diciembre de 2003. Ello se reflejó en la cuenta capital de la balanza de pagos, cuyo resultado deficitario fue mayor al superávit de la cuenta corriente, lo que resultó en una pérdida de reservas internacionales netas del Banco Central de Bolivia (BCB) por \$us151 millones.

El BCB respondió a los requerimientos de liquidez del sistema financiero otorgando financiamiento tanto a través de los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL como a través de operaciones de reporto. Las tasas de interés en los mercados monetario e interbancario se comportaron de acuerdo con los requerimientos de liquidez del sistema financiero, presentando incrementos sobre todo en el segundo trimestre de 2004.

La política cambiaria del BCB redujo su dinamismo en comparación con años anteriores. Ello obedeció a la consolidación de la estabilidad económica en nuestros principales países vecinos (Argentina, Brasil) y, sobre todo, al resultado favorable de la cuenta corriente de la balanza de pagos. No obstante, el tipo de cambio efectivo y real registró una ligera depreciación de 0,14 con respecto a diciembre de 2003.

La tasa de inflación de doce meses a junio de 2004 alcanzó a 4,9% y la inflación subyacente, que excluye las variaciones extremas de precios, fue de 3,4%. La brecha que existe entre ambas medidas de inflación parece indicar que shocks de oferta -no monetarios- habrían influenciado la evolución de los precios en 2004. El Ente Emisor se mantiene vigilante ante cualquier resurgimiento de la inflación que amerite la adopción de medidas para contrarrestarla.

En junio de 2004 se aprobó la ampliación del Acuerdo Stand-By con el Fondo Monetario Internacional hasta fines de la gestión, lo cual compromete financiamiento proveniente de esta institución por aproximadamente \$us63 millones. El Gobierno Boliviano, por su parte, deberá acumular una pérdida máxima de reservas internacionales por \$us55 millones y reducir el déficit fiscal a 6,1% del PIB hasta fines de 2004.

El buen desempeño del sector exportador -y su incidencia positiva sobre el producto -podrá continuar en la medida en que las condiciones externas se mantengan favorables. La demanda de gas natural por parte de nuestros vecinos también será un factor determinante para alcanzar una tasa de crecimiento económico en torno a 3,5%, como se anunció a principios de año. En el ámbito interno, serán de importancia factores como la recuperación progresiva del sistema financiero, la continuidad en las medidas para controlar el déficit fiscal y, principalmente, la consolidación de la estabilidad política y social del país.

Para el mediano plazo es importante lograr que la inversión se recupere. Si bien el dinamismo de las exportaciones le ha dado un impulso a la demanda agregada, lo que a su vez ha repercutido en el crecimiento del PIB, los resultados podrían ser efímeros si la inversión no crece o aun cae. El crecimiento sostenido del PIB depende crucialmente de la inversión y de la eficiencia con la que se la use. La recuperación de la inversión dependerá de su financiamiento, interno y externo, de las expectativas de los inversionistas y de un contexto de estabilidad política y económica.

Con una economía que crece sostenidamente, a cuyos efectos se sumaría una adecuada política de recursos humanos y de movilidad laboral, se atendería de manera contundente al grave problema del desempleo.

INDICADORES ECONÓMICOS

	Jul. 03	Jul. 04		Jul. 03	Jul. 04
TIPO DE CAMBIO VENTA (Fin de Periodo)(Bs x 1 \$us)	7,69	7,95	INFLACIÓN (acumulada en el año)	1,38%	2,26%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS BCB (Mill. \$us)	870,51	859,60	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS ACTIVAS (M/E)(2)	8,86%	8,24%
RESERVAS INTERNAL. NETAS RESTO SISTEMA FINANCIERO (Mill. \$us)	595,90	483,98	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS PASIVAS (M/E)(2)	2,32%	3,83%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, CONSOLIDADAS (Mill. \$us)	1,466,40	1,343,58	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N) (3)	7,50%	7,50%
EMISIÓN MONETARIA (Saldos en Mill. Bs)	2.713,21	3.289,36	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E) (3)	6,50%	8,50%
M ³ (Mill. Bs) (1)	29.318,61	27.313,96	TASA LIBOR (a 6 meses)	1,15%	1,99%

(1) Corresponde al sistema financiero; (2) Promedios mensuales ponderados por el monto efectivo de operaciones realizadas; (3) Tasa premio base.

Evaluación económica al primer semestre de 2004

1. El entorno internacional y la producción interna

Durante el período transcurrido entre enero y junio de 2004, el contexto externo continuó siendo favorable para la economía boliviana. La recuperación de la economía mundial se ha ampliado geográficamente: a los dos motores de crecimiento del año pasado, Estados Unidos y China, se sumaron Japón y la Unión Europea y también se prevé que se una América Latina. Esta recuperación se da en un contexto de reactivación del comercio mundial, que continúa impulsando el incremento de los precios de los productos básicos de exportación. Todavía se mantienen bajas las tasas de interés en el mercado financiero internacional. Habrá de prestársele atención, sin embargo, al hecho que esta recuperación presenta cierta inestabilidad en los mercados financieros, tanto por las expectativas de mayores tasas de interés en Estados Unidos como por la reciente fuerte subida en los precios internacionales del petróleo.

La región de América Latina y el Caribe también se recuperó en los primeros meses del año y la CEPAL modificó su proyección de crecimiento para el año de 3,5% a 4,1%, debido a la expansión de la demanda internacional y al incremento de los precios de los productos básicos de exportación.

Pese a la fortaleza de la economía real, la inestabilidad de los mercados financieros internacionales también se transmitió a la región. En efecto, las primas de riesgo, las monedas y las bolsas de los mercados de la región se vieron afectadas por las expectativas de alza de las tasas de interés en el mercado internacional.

Los precios de algunas materias primas como la soya declinaron a partir del segundo trimestre de este año. Los precios de los combustibles siguieron creciendo. En promedio -para el período enero-junio de 2004 con respecto a similar período de 2003- el índice de precios de los productos básicos de exportación de Bolivia calculado por el BCB se incrementó en 26,6%; si se excluyen los combustibles, este aumento fue de 31,1%.

La evolución favorable de los precios continuó estimulando la producción destinada a mercados externos. El PIB creció 3,8% en el primer trimestre de 2004, con una importante incidencia de las exportaciones netas de bienes y servicios (3,3%). Las exportaciones registraron una tasa de crecimiento de 17,2% y las importaciones, de 5,9% (Cuadro 1).

CUADRO 1
PIB real por tipo de gasto: crecimiento e incidencias
para el primer trimestre de 2004
(en porcentajes)

	2004.T1	
	Crecimiento ¹	Incidencia
PIB total	3,83	3,83
Consumo	1,06	0,91
Público	2,16	0,25
Privado	0,89	0,66
Inversión bruta	-2,94	-0,38
Formación bruta de capital fijo	3,58	0,43
Variación de existencias	-78,54	-0,80
Exportaciones netas	198,62	3,30
Exportaciones	17,15	4,88
Importaciones	5,88	1,57
Demanda interna	0,54	0,53

Fuente: Instituto Nacional de Estadística
¹ Con respecto al primer trimestre de 2003

La demanda interna, en cambio, continuó débil y sólo creció 0,5% con una incidencia similar sobre el producto. El comportamiento del consumo total, con una modesta tasa de crecimiento de 1,1%, compensó el impacto negativo asociado a la contracción de la inversión bruta (-2,9%), debido a la variación de inventarios. La formación bruta de capital, es decir la inversión en construcciones, maquinaria y equipo, creció 3,6% y tuvo una incidencia de 0,4% en el crecimiento global de la economía, revertiendo la tendencia observada en anteriores períodos.

Un análisis sectorial del producto muestra al sector de hidrocarburos como el más dinámico (26,3%) y cuya incidencia (1,28%) explica alrededor de un tercio del crecimiento del producto en el primer trimestre (Cuadro 2). La industria manufacturera, con una incidencia de 0,6%, creció 3,6%. Este resultado fue impulsado por el subsector de productos de refinación de petróleo y por la producción de alimentos y bebidas. La tasa de crecimiento reportada para la industria es la más alta con relación a similares trimestres desde 1999. El sector agropecuario también se vio favorecido por la evolución de los precios internacionales, en particular los productos agrícolas industriales, como la soya. Del buen comportamiento de los sectores hidrocarburiífero, industrial y agropecuario, se beneficiaron también los sectores relacionados, como el transporte y el comercio, que mostraron tasas de crecimiento superiores a 3%.

En contraste, los sectores que aún muestran cifras de crecimiento modestas o negativas son "Energía, Gas y Agua" (0,9%) y el sector minero (-5,0%). El cierre de la mina Inti Raymi, en agosto de 2003, parece haber afectado ambos rubros debido a la importancia que tenían sus operaciones, tanto como demandante de energía eléctrica como productor de oro. Un aspecto adicional que contribuye a explicar la contracción del sector minero es que, no obstante los buenos precios internacionales, este sector ha reaccionado lentamente en desarrollar inversiones para reactivar la producción, en parte por el clima social que enfrentó el país recientemente.

CUADRO 2
PIB real por rama de actividad: crecimiento e incidencias
para el primer trimestre de 2004
(en porcentajes)

	2004.T1	
	Crecimiento ¹	Incidencia
PIB total	3,83	3,83
PIB sin hidrocarburos	2,68	2,55
Sectores		
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	3,35	0,50
Petróleo crudo y gas natural	26,27	1,28
Minerales metálicos y no metálicos	-5,02	-0,23
Industria manufacturera	3,63	0,62
Electricidad, gas y agua	0,95	0,02
Construcción	2,79	0,07
Comercio	3,81	0,31
Transporte y comunicaciones	3,51	0,39
Servicios de la administración pública	3,28	0,30
Otros	2,19	0,56

Fuente: Instituto Nacional de Estadística
¹ Con respecto al primer trimestre de 2003

2. La balanza de pagos

2.1 Cuenta Corriente

El superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos registrado en el primer semestre de 2004 de \$us165 millones, equivalente a 2% del PIB anual, se explica por el importante superávit en la balanza comercial: el valor FOB de las exportaciones creció 32,8% con respecto a similar período del año anterior, en tanto que las importaciones sólo se incrementaron en 2% (Cuadro 3).

CUADRO 3
Resumen de la balanza de pagos
(en millones de dólares y porcentajes)

	Enero - Junio		Variación	
	2003	2004	Absoluta	Relativa (%)
I. CUENTA CORRIENTE	-72,6	165,3	237,9	327,7
Balanza comercial	-46,4	177,5	223,9	482,5
Exportaciones, FOB	730,1	969,5	239,4	32,8
Importaciones, CIF	776,5	792,0	15,5	2,0
Otras cuentas (neto)	-26,2	-12,2	14,0	53,4
d/c Transferencias	164,2	194,8	30,6	18,6
II. CUENTA CAPITAL	93,9	-322,1	-416,0	-443,0
Sector público neto	123,9	9,5	-114,4	-92,3
Sector privado neto	-87,2	-93,7	-6,5	-7,5
Errores y omisiones	57,2	-237,9	-295,1	515,9
BALANCE GLOBAL (I + II)	21,3	-156,8	-178,1	-836,2
FINANCIAMIENTO (III + IV)	-21,3	156,8	178,1	836,2
III. RIN BCB (aumento: -)	-29,9	151,2	181,1	605,7
IV. ALIVIO HIPC (reprogramación)	8,6	5,6	-3,0	-34,9
Item de Memorandum:				
Cuenta corriente en porcentaje del PIB anual	-0,9	2,0		

Fuente: Banco Central de Bolivia

Las exportaciones de hidrocarburos fueron las que más crecieron en el primer semestre de 2004 (64%), particularmente debido a mayores volúmenes exportados de gas a Brasil y Argentina (46,7%). El segundo sector en importancia fue el de productos no tradicionales, cuyas exportaciones crecieron 34,5%. En este sector, destaca el buen comportamiento del complejo sojero: el valor exportado de aceite de soya creció significativamente (51%) y el volumen exportado de grano y torta de soya se incrementó en 18,4%. Otros rubros destacados en las exportaciones no tradicionales fueron los de joyería en oro (17,4%) y, en menor medida, prendas de vestir (6,4%). El valor de las exportaciones del sector minero tuvo también un crecimiento importante (22,4%) con relación al primer semestre de la gestión anterior, aunque esta situación se explica por el aumento en los precios de exportación, puesto que el índice del volumen exportado declinó 9,5%.

El valor CIF de las importaciones se mantuvo por debajo de \$us800 millones y, como se mencionó, ello representa un ligero crecimiento respecto al primer semestre del año pasado (2%). La composición de las importaciones según destino económico muestra que las importaciones de bienes de consumo crecieron en 20,7%, mientras

que las importaciones de capital y de bienes intermedios disminuyeron en 11% y 1,7% respectivamente.

Las transferencias corrientes también contribuyeron al superávit de la cuenta corriente, aunque en menor medida. Éstas se incrementaron en \$us30,6 millones, destacándose las donaciones de USAID, Unión Europea y Alemania.

2.2 Cuenta Capital

La cuenta de capital de la balanza de pagos -incluyendo errores y omisiones- registró un déficit de \$us322,1 millones en el período enero-junio de 2004. Pese a que la inversión extranjera directa neta presentó un saldo positivo de \$us57,6 millones y que las transacciones del sector público con el exterior registraron un pequeño superávit (\$us9,5 millones), otras partidas como la inversión de cartera, las transacciones del sector privado y la cuenta errores y omisiones determinaron el saldo negativo registrado. El sector privado registró flujos negativos como resultado de mayores pagos por concepto de la deuda privada de corto, mediano y largo plazo.

El déficit resultante de la balanza de pagos en el primer semestre de 2004 fue financiado con una pérdida de reservas equivalente a \$us151,2 millones. El alivio recibido por concepto de reprogramación de deuda en el marco de la iniciativa para países pobres altamente endeudados alcanzó a \$us5,6 millones.

3. El déficit del sector público

El déficit del sector público no financiero (SPNF) alcanzó a Bs1.163 millones en el primer semestre de 2004, cifra inferior en Bs457 millones (28%) a la registrada en similar período de 2003. La reducción en el déficit obedeció al buen comportamiento de los ingresos corrientes, que se incrementaron en Bs1.705 millones (26%) respecto al período enero-junio de 2003. Las recaudaciones provenientes de los Programas Transitorios de Regularización Impositiva del Servicio de Impuestos Internos y de la Aduana Nacional permitieron incrementar significativamente los ingresos tributarios y el buen desempeño del sector hidrocarburífero se reflejó en un nivel más alto de regalías para el sector público. Los ingresos de capital, compuestos en su mayor parte por donaciones, se incrementaron en Bs135 millones (Cuadro 4).

CUADRO 4
Operaciones del sector público no financiero
(en millones de Bs. y porcentajes)

	Enero - Junio		Variación	
	2003	2004	Absoluta	Relativa (%)
INGRESOS TOTALES	7.302	9.142	1.840	25
Ingresos corrientes	6.609	8.314	1.705	26
Tributarios	3.809	5.277	1.469	39
Impuestos s/ hidrocarburos	1.446	1.591	145	10
Otros	1.354	1.445	91	7
Ingresos de capital	693	828	135	19
GASTOS TOTALES	8.921	10.305	1.383	16
Gastos corrientes	7.114	7.791	678	10
Servicios personales	2.792	2.988	196	7
Bienes y servicios	1.037	972	-64	-6
Intereses deuda interna	371	391	20	5
Intereses deuda externa	339	481	142	42
Transferencias corrientes	1.738	2.010	272	16
Otros gastos corrientes	838	950	112	13
Gastos de capital	1.808	2.513	705	39
SUPERAVIT o DEFICIT CORRIENTE	-505	522	1.027	-203
SUPERAVIT o DEFICIT GLOBAL	-1.619	-1.163	457	-28

Fuente: Ministerio de Hacienda

Los gastos totales del sector público se incrementaron en Bs1.383 millones, equivalente a 16%. Se registró un fuerte incremento en los gastos de capital (39%), en tanto que los gastos corrientes crecieron sólo en 10%. Las partidas que registraron incrementos más importantes en el primer semestre de 2004 fueron las correspondientes a transferencias corrientes, que comprenden el pago de pensiones a los beneficiarios del antiguo sistema de jubilación, y los intereses por la deuda interna del sector público. Los pagos por este concepto se incrementaron debido a que esta forma de financiamiento del déficit ha cobrado importancia en los últimos años.

4. El endeudamiento público

El saldo de la deuda pública al 30 de junio de 2004 alcanzó a \$us6.299 millones, monto inferior en \$us454 millones al saldo de fines de 2003. Mientras el saldo de la deuda interna se incrementó \$us67 millones, el saldo de la deuda externa se redujo en \$us111 millones (Cuadro 5).

CUADRO 5
Saldo de la deuda pública interna y externa

	2001	2002	2003 ^p	Jun-03 ^p
Saldo de la Deuda Pública (en millones de dólares)	5.910,1	5.796,7	6.753,1	6.299,0
Saldo de Deuda Pública Interna ¹	1.498,0	1.497,0	1.711,0	1.768,0
Saldo de Deuda Pública Externa	4.412,1	4.299,7	5.042,1	4.531,0
Saldo de la Deuda Pública (en porcentaje del PIB)	73,5	74,2	85,7	76,9
Saldo de Deuda Pública Interna ¹	18,6	19,2	21,7	21,6
Saldo de Deuda Pública Externa	54,9	55,0	64,0	55,3

Fuente: Banco Central de Bolivia

Notas: ^p Preliminar

¹ Incluye deuda flotante, certificados fiscales y otros

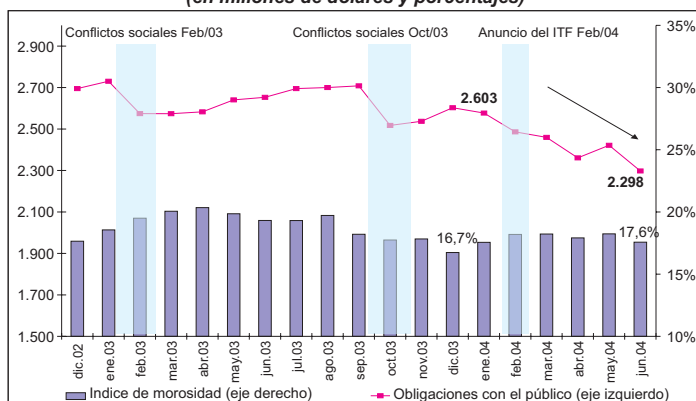
El incremento en el endeudamiento interno se explica principalmente por la colocación de títulos por parte del Tesoro General de la Nación (\$us67 millones); el BCB redujo sus títulos por \$us10 millones. Una gran parte de la colocación neta de títulos del Tesoro fue adquirida por las Administradoras de Fondos de Pensiones. Es importante recalcar que a partir de este año el endeudamiento interno es cualitativamente distinto al de gestiones anteriores por la emisión de bonos indexados a la UFV, que implica una posición más favorable de calce para el sector público con relación a una situación que involucre endeudamiento en dólares.

La reducción en el saldo de la deuda pública externa de mediano y largo plazo se debe principalmente a la condonación de deuda por parte de Japón (\$us499,4 millones) en el marco de las Iniciativas HIPC II y "más allá de HIPC". El gobierno boliviano destinará una parte de estos recursos a la reducción de la pobreza en los siguientes treinta y cinco años. Por otra parte, los desembolsos de créditos externos, netos de amortizaciones, sólo alcanzaron a \$us50 millones en el primer semestre de 2004 y la apreciación del dólar estadounidense respecto al euro en este período determinó una reducción de \$us23,4 millones en el saldo de la deuda externa.

5. La intermediación financiera

La incertidumbre en la coyuntura política y el anuncio de la aplicación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), aceleraron los retiros de depósitos del público (Gráfico 1).

GRÁFICO 1
Evolución de las obligaciones con el público e índice de morosidad
(en millones de dólares y porcentajes)



Fuente: Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras

A junio de 2004, los depósitos del público en el sistema bancario alcanzaron a \$us2.398 millones, monto menor en \$us314,9 millones con relación a diciembre de 2003 y en \$us372,2 millones respecto a junio de 2003. Del total de depósitos registrado al primer semestre de 2004, 46,4% corresponde a depósitos a plazo (DPF), 23,5% a cajas de ahorro y 30,1% a depósitos a la vista. El porcentaje correspondiente a DPF se incrementó alrededor de 5,9 puntos porcentuales con relación a diciembre de 2003, lo que se explica por las exenciones que contempla el ITF. A pesar que existen exenciones del ITF para depósitos en cajas de ahorro en moneda nacional, el total de depósitos en MN sólo incrementó su participación de 8,8% a 10% del total.

Las menores captaciones del sistema bancario y la reducida demanda de créditos por parte del público determinaron nuevamente una contracción de la cartera bruta del sistema bancario. A junio de 2004, ésta se situó en \$us2.464,5 millones, menor en \$us87,1 millones con respecto a diciembre de 2003 y en \$us151,5 millones con respecto a junio de 2003.

La cartera en mora se incrementó en \$us5,9 millones con respecto a diciembre de 2003, monto que representa una tasa de crecimiento de 1,4%. El índice de morosidad, que se calcula como la relación entre la cartera en mora y la cartera bruta, pasó de 16,74% en diciembre de 2003 a 17,57% en junio de 2004 (Gráfico 1). Por su parte, la cobertura de las provisiones con relación a la cartera en mora se situó en alrededor de 70% en promedio para el primer semestre de 2004. Esta cifra revela una mayor cobertura de provisiones con respecto al promedio de similar período de 2003 (63%).

6. El objetivo y las políticas del Banco Central de Bolivia

6.1 La inflación

La inflación acumulada a junio de 2004 alcanzó a 1,73%. El comportamiento de los precios estuvo fuertemente influenciado por el Capítulo Alimentos y Bebidas: alrededor de 70% de la inflación acumulada se explica por cambios en los precios de este tipo de productos, que tienen una participación de 49,1% en la canasta base del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Se destaca la elevación de precios en los subgrupos de "Verduras y Hortalizas", "Tubérculos", "Aceites y Grasas" y "Pan y Cereales". En los primeros subgrupos, existieron restricciones de oferta asociadas al clima y en los otros casos, las elevaciones de los precios de los carburantes parecen haber incidido en los precios de estos productos.

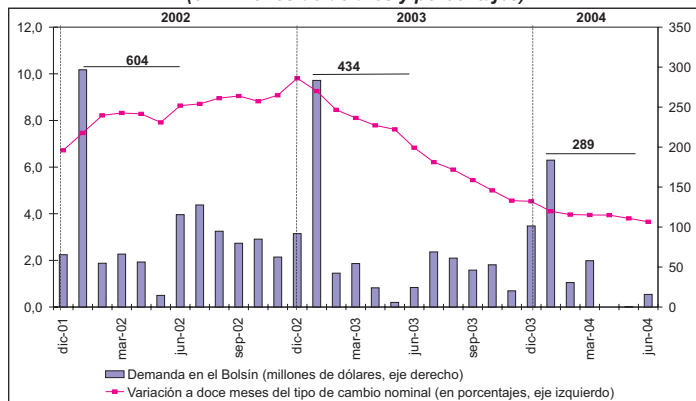
La inflación subyacente calculada por el BCB registró una tasa acumulada de 1,31% a junio de 2004 y la variación de este indicador a doce meses fue de 3,42%. Se debe destacar que esta cifra se encuentra 1,5 puntos porcentuales por debajo de

la tasa de inflación convencional, lo que muestra que el comportamiento de los precios durante el primer semestre de 2004 habría respondido más bien a *shocks* de oferta y no así, a factores de carácter monetario. El BCB sigue de cerca permanentemente la evolución de los precios y puede aplicar políticas destinadas al control de la inflación si así lo requiere la situación.

6.2 La política cambiaria

La política cambiaria del BCB fue menos dinámica que la observada en años anteriores en parte por el buen comportamiento de las economías vecinas y las importantes ganancias de competitividad obtenidas en la gestión pasada. A ello se sumó una menor demanda de divisas en el Bolsín respecto a otros años, que determinó una tasa acumulada de depreciación del boliviano de solamente 1,3% a junio de 2004. La variación del tipo de cambio nominal entre junio de 2004 y similar mes de 2003 alcanzó a 3,7% (Gráfico 2).

GRÁFICO 2
Demanda de divisas en el Bolsín y depreciación del tipo de cambio nominal (en millones de dólares y porcentajes)



Fuente: Banco Central de Bolivia

A junio de 2004, el índice de tipo de cambio efectivo y real (ITCER) presenta una ligera depreciación real de 0,14% respecto a diciembre de 2003. Este ITCER señala que la moneda nacional está en niveles muy competitivos, lo que coadyuva a las exportaciones y a la sustitución de importaciones.

6.3 La política monetaria

Durante el primer trimestre de 2004 el sistema financiero mostró una recuperación de la liquidez, lo que permitió incrementar la colocación de títulos públicos. Empero, en el segundo trimestre esta situación se revirtió por las razones señaladas para los depósitos. Ambos factores indujeron una importante salida de recursos del sistema financiero, principalmente en el segundo trimestre.

En este marco, la política monetaria estuvo orientada a sostener el nivel de las tasas de interés pasivas en primera instancia y, posteriormente, a inyectar recursos al sistema financiero para hacer frente a la caída de los depósitos del público. El BCB desempeñó un papel fundamental para asistir al sistema financiero, no sólo a través de los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL sino también mediante las operaciones de reporto. Entre enero y junio de 2004, los montos reportados fueron de Bs601,3 millones y \$us138,7 millones. En este mismo período, los recursos concedidos con garantía del Fondo RAL alcanzaron a Bs209,3 millones y \$us103 millones.

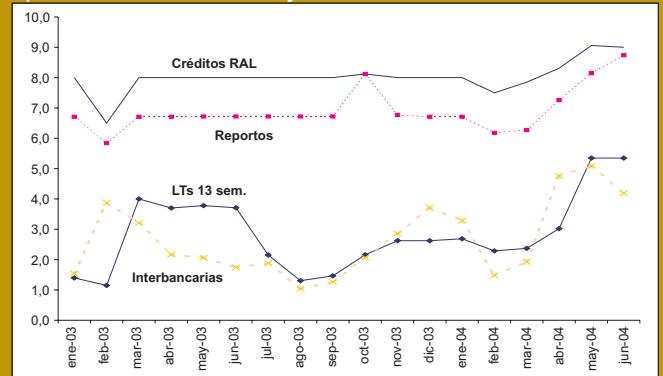
Las tasas de interés para operaciones en moneda extranjera en los mercados monetario e interbancario se comportaron de acuerdo con los requerimientos de liquidez del sistema financiero (Gráfico 3). La tasa para los créditos con garantía del Fondo RAL en moneda extranjera descendió ligeramente a principios de año, pero ante la salida de depósitos, se incrementó nuevamente situándose en junio en un nivel de 9%. La tasa para reportos tuvo un comportamiento similar, alcanzando un nivel de 8,7% en junio de 2004, dos puntos porcentuales por encima de la tasa de fines de 2003.

Las presiones sobre las tasas para operaciones en moneda nacional fueron menores, pero igualmente, los niveles observados a junio de 2004 fueron mayores a los registrados a fines de 2003 con excepción de las tasas para las letras de tesorería que se mantuvieron sin cambios.

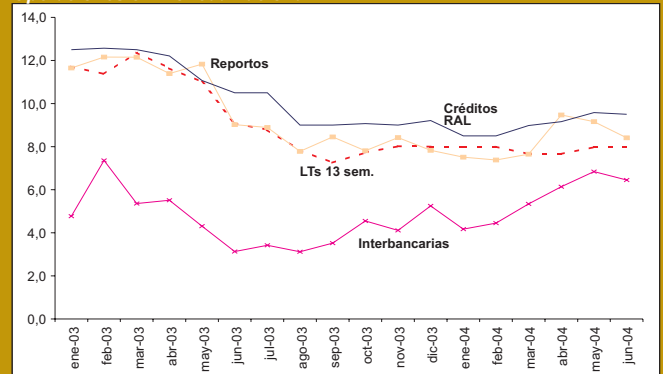
Los agregados monetarios en moneda nacional tuvieron una evolución bastante dinámica en el primer semestre de 2004. Las tasas de crecimiento a doce meses de la emisión y del agregado monetario M1 estuvieron, en promedio, por encima de 15%. La emisión se incrementó en Bs413,4 millones con relación a junio de 2003 y el agregado M1 lo hizo en Bs548,9 millones. El agregado M¹, que considera a los depósitos a la vista en moneda extranjera, mostró tasas de crecimiento relativamente altas hasta mayo, pero a junio la tasa de crecimiento a doce meses se redujo a 4%. El comportamiento negativo del agregado monetario más amplio, M³, fue aún más pronunciado, mostrando cifras negativas a partir de abril de 2004. Terminó el semestre con una disminución de 6% con respecto a similar período de 2003 (Gráfico 4).

GRÁFICO 3
Tasas de interés (en porcentajes)

Operaciones en moneda extranjera

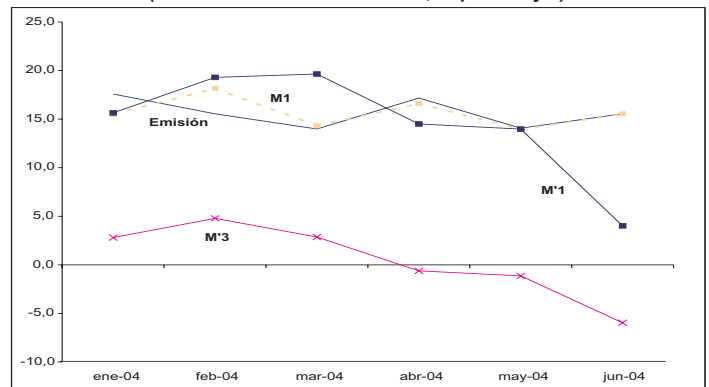


Operaciones en moneda nacional



Fuente: Banco Central de Bolivia

GRÁFICO 4
Agregados monetarios (tasas de crecimiento a 12 meses, en porcentajes)



Fuente: Banco Central de Bolivia

7. Perspectivas

Las perspectivas para la segunda mitad del año siguen siendo optimistas para los organismos internacionales como el FMI y el Banco Mundial, los cuales modificaron -al alza- sus previsiones de crecimiento para el producto y el comercio mundial. Es probable que el crecimiento de América Latina esté alrededor de 4,5%, pero habrá que considerar los siguientes riesgos: a) que se mantengan elevados los precios del petróleo; b) el incremento de las tasas de interés, que puede tener efectos adversos en las economías de la región principalmente por el lado de la salida de capitales; y c) que se acentúe la todavía incipiente declinación en los precios de los productos básicos, especialmente agrícolas.

En junio de 2004 el Directorio del FMI aprobó la ampliación del Acuerdo *Stand-By* (vigente desde abril de 2003) hasta fines de año. Ello se traducirá en el desembolso de recursos adicionales a los que contemplaba el acuerdo original por aproximadamente \$us63 millones. Los indicadores de cumplimiento más importantes también se modificaron: se acordó la reducción del déficit fiscal del sector público de 8,1% del PIB en 2003 a 6,1% del PIB en 2004 y una pérdida máxima de \$us55 millones para las reservas internacionales del BCB.

Las cifras anteriores son consistentes con la previsión de crecimiento del PIB de 3,5% y con una inflación de también 3,5% a inicios de año.