

Banco Central de Bolivia



RESUMEN EJECUTIVO MEMORIA **2009**

DIRECTORIO

Gabriel Loza Tellería
PRESIDENTE a.i.

Hugo Dorado Aranibar
VICEPRESIDENTE DEL DIRECTORIO

Gustavo Blacutt Alcalá
DIRECTOR a.i.

Rolando Marín Ibáñez
DIRECTOR a.i.

Ernesto Yáñez Aguilar
DIRECTOR a.i.

Rafael Boyán Tellez
DIRECTOR a.i.

PERSONAL EJECUTIVO

Eduardo Pardo
**GERENTE
GENERAL**

Raúl Mendoza Patiño
**ASESOR PRINCIPAL
DE POLÍTICA ECONÓMICA**

Misael Miranda Vargas
**GERENTE
DE ENTIDADES FINANCIERAS**

David Espinoza Torrico
**GERENTE
DE OPERACIONES INTERNACIONALES**

Walter Orellana Rocha
**GERENTE
DE OPERACIONES MONETARIAS**

Wilma Pérez Paputsachis
**GERENTE
DE ASUNTOS LEGALES**

Alfredo Lupe Copatiti
**GERENTE
DE SISTEMAS**

María Elena Cañipa Quiroz
**GERENTE
DE AUDITORÍA**

Wylma Guerra Montenegro
**GERENTE
DE ADMINISTRACIÓN**

Elizabeth Velasco Quiroga
**GERENTE
DE RECURSOS HUMANOS**

PRESENTACIÓN

De acuerdo con lo dispuesto en el párrafo III del Artículo 329 de la Constitución Política del Estado (CPE), que señala "El Banco Central de Bolivia [BCB] elevará un informe anual a la Asamblea Legislativa y está sometido al sistema de control gubernamental y fiscal del Estado", y con el artículo 42 de la Ley N° 1670, que determina que "Dentro de los primeros ciento veinte días de cada año, el BCB presentará al Presidente de la República, a las Comisiones competentes de las Cámaras Legislativas y a la Contraloría General de la República, la Memoria Anual de la institución correspondiente a la gestión anterior, que incluirá los resultados de la aplicación de sus políticas y sus estados financieros", el BCB cumple con la publicación de la Memoria Institucional 2009 que se presenta a continuación.

En la Memoria Institucional 2008 del BCB, escrita en plena fase de virulencia de la crisis económica mundial, se señaló que las políticas de respuesta frente a la crisis dependían tanto de las condiciones económicas iniciales que hacían al país menos vulnerable como de las características específicas de la economía boliviana. El mencionado análisis concluía que Bolivia estaba en mejores condiciones tanto en un marco histórico, como en comparación con otros países para enfrentar y aliviar los efectos de esta crisis.

La presente visión retrospectiva de la gestión 2009 reafirma que la economía nacional enfrentó adecuada y oportunamente una de las crisis económicas mundiales más graves desde los años treinta, aunque de corta duración; caracterizada por fuertes efectos financieros, especialmente en las economías avanzadas. Las repercusiones de la crisis se sintieron en el intercambio comercial, pues tal como lo señala la Organización Mundial de Comercio (OMC), el intercambio económico global tuvo su peor caída en setenta años: el volumen disminuyó en 12% y el valor medido en dólares estadounidenses se contrajo en 23%, debido parcialmente a la disminución de los precios del petróleo y de otros productos básicos, por la menor demanda. No obstante, las cuentas externas en el caso de la economía boliviana cerraron con saldos superavitarios, ya que el efecto sobre las exportaciones se debió principalmente a la menor demanda de gas natural por parte de Brasil.

La economía boliviana permaneció sólida ante la crisis debido a la fortaleza de sus fundamentos macroeconómicos: superávit mellizos (fiscal y de cuenta corriente), elevado nivel de reservas internacionales y un sistema financiero robusto. Estas características permitieron al Órgano Ejecutivo y al BCB responder con políticas fiscal, monetaria, cambiaria, crediticia y de ingresos para mitigar el ciclo (políticas contra-cíclicas), a diferencia del pasado cuando las condiciones y la orientación económica impedían aplicar medidas de esta naturaleza.

Reflexiones recientes sobre la nueva política macroeconómica y las lecciones que se pueden extraer de la crisis muestran que las medidas aplicadas fueron adecuadas. En primer lugar, se puso como prioridad el dinamismo de la actividad económica, sin descuidar el control de presiones inflacionarias, con particular énfasis en el papel de la demanda interna. Este fue el caso de varias economías emergentes; y permitió enfrentar de mejor forma la contracción de la demanda mundial. En segundo lugar, se dio particular relevancia a la preservación del proceso de bolivianización alcanzado, posicionando al boliviano como principal medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor, lo cual en una economía en proceso de bolivianización permitió un mayor margen para la aplicación de la política monetaria. En tercer lugar, dado el nivel elevado de las reservas internacionales para enfrentar el *shock* externo, la política de estabilidad cambiaria contribuyó al objetivo interno de estabilidad financiera y a evitar tanto efectos nocivos en el patrimonio (hojas de balance) de las familias y los agentes económicos, como fluctuaciones innecesarias de la actividad transable en particular y agregada en general. En contraste, los países vecinos, típicamente con regímenes de tipo de cambio flexible, registraron variaciones abruptas (depreciaciones y apreciaciones) de sus monedas.

El BCB contó con los instrumentos adecuados para contribuir a los objetivos señalados. En primer lugar, la redención neta de títulos otorgó la liquidez suficiente a la economía para contribuir a apuntalar a la demanda agregada, en un contexto de tendencia descendente de la inflación. Consistente con lo anterior, las bajas tasas de interés en los títulos públicos indujeron, aunque en menor magnitud, a la disminución de las tasas activas en el sistema financiero para contribuir a la mayor movilización del crédito, especialmente en moneda nacional. La política monetaria, basada en agregados monetarios, permitió inyectar la cantidad de dinero necesaria en la economía nacional. Esta característica fue relevante y distintiva a diferencia de otros regímenes monetarios. En efecto, varios países con regímenes basados exclusivamente en tasas de interés enfrentaron el problema de que éstas llegaron a niveles cercanos a cero y tuvieron que recurrir posteriormente a medidas de expansión monetaria cuantitativa (*quantitative easing*) para salir del fenómeno conocido como la trampa de la liquidez.

En segundo lugar, en una economía en proceso de bolivianización, el aumento del encaje en moneda extranjera y la disminución del encaje en moneda nacional, en este último caso condicionada al incremento de cartera en dicha moneda, contribuyeron a su profundización, induciendo a que los agentes económicos hagan propios (internalicen) los costos de mantener activos en moneda extranjera y, al mismo tiempo, promuevan el incremento de la cartera y depósitos en moneda nacional. Por otra parte, en coordinación con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) se tomaron las medidas

necesarias para la adecuada supervisión macro prudencial del sistema financiero. Este último, poco expuesto a la globalización financiera, presentó sólidos indicadores de capitalización (una relación de capital a activos ponderados por riesgo o CAP cercano al 15%, cuando el mínimo prudencial se encuentra en torno a 10%), baja pesadez de la cartera (en el orden del 3,1%) y un buen nivel de utilidades (medido por la razón utilidades a patrimonio, ROE, de 17%).

En tercer lugar, se aumentó la comisión por transferencias de recursos al exterior a través del BCB, se mantuvo estable el tipo de cambio oficial, se incrementó la oferta de dólares en el Bolsín, se limitó el margen o *spread* de las operaciones cambiarias del sector privado respecto a los precios de venta y de compra de la divisa en el BCB. Estas medidas contribuyeron al desvanecimiento de las expectativas infundadas de devaluación, amplificadas por la volatilidad cambiaria en los países vecinos. Además, el tipo de cambio real multilateral se aproximó al tipo de cambio real de largo plazo y al de equilibrio.

Los resultados alcanzados en 2009 muestran nuevamente una economía boliviana con sólidos indicadores macroeconómicos: el crecimiento más alto en América del Sur (3,4%), bajo desempleo (7,1%), superávit fiscal (0,1% del PIB), baja tasa de inflación (0,3%), superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (4,6% del PIB), nivel excepcional de reservas internacionales netas (49,1% del PIB), bajo saldo de la deuda externa pública (15% del PIB), activos externos mayores a los pasivos externos (saldo neto acreedor en posición de inversión internacional equivalente a 20% del PIB), niveles elevados de los depósitos y de la cartera (Bs57.905 millones y Bs41.062 millones, respectivamente) en el sistema financiero y un alto grado de bolivianización de los depósitos (48%) y de la cartera (36%). El mayor uso de la moneda nacional en las transacciones corrientes y en las operaciones financieras y la desindexación de los precios respecto al dólar estadounidense afianzaron el proceso de recuperación de la soberanía monetaria.

El Órgano Ejecutivo, a través del MEFP, y el BCB han contribuido a lograr estos resultados. Es decir, la autoridad monetaria ya asumió el nuevo rol en el proceso de cambio iniciado en enero de 2006 y plasmado en la Nueva CPE vigente desde febrero de 2009, que establece como función del Ente Emisor "mantener el poder adquisitivo interno de la moneda para contribuir al desarrollo económico y social" (Art. 327). Así, la estabilidad macroeconómica continúa siendo un patrimonio de todos los bolivianos, pero no es un fin por sí mismo, sino que sienta las bases para contribuir al crecimiento económico, mejorar los niveles de empleo y, por ende, disminuir la pobreza.

En este contexto, el Presupuesto General del Estado (PGE), correspondiente a la gestión 2009 autorizó al BCB el otorgamiento de un crédito a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB). Esta norma da un nuevo rol al ente emisor para financiar la inversión de empresas estratégicas. No representa un uso indiscriminado de las reservas internacionales -su efecto será gradual en la medida que los desembolsos se orienten a importaciones- y toma en cuenta el costo de oportunidad social de mantener recursos en el exterior que podrían ser canalizados a la inversión productiva. Por tanto, es una señal de que por encima de un nivel óptimo de reservas, el BCB debe favorecer, preferiblemente a través de un Fondo de Reservas, al aumento de las inversiones en el país, contribuyendo así al desarrollo económico y social.

Finalmente, las perspectivas para el 2010 son moderadamente optimistas. La economía mundial se afianza de forma gradual y diferenciada entre los distintos países y se espera que el volumen del comercio mundial aumente y que los precios de los productos básicos y los flujos de las remesas se recuperen, aunque no a los niveles precedentes a la crisis.

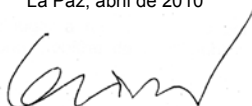
No obstante ello, si bien los riesgos sistémicos (como ser los de crédito y de mercado) a nivel global se han reducido por la recuperación de la economía mundial, el traspaso de los problemas financieros a los balances soberanos conjuntamente la adversidad del ciclo económico han implicado un aumento de la deuda pública en los países avanzados. Se mantiene la preocupación sobre el momento, la secuencia y la modalidad del retiro de los apoyos monetarios y fiscales concedidos a los sistemas financieros de dichos países. Estos aspectos determinarán también el momento de la posible alza de las tasas de interés a nivel internacional, aunque los principales bancos centrales anunciaron el mantenimiento de las medidas de apoyo y el retiro muy gradual en función de la recuperación de la actividad y empleo en sus economías. Por tanto, aún es frágil la estabilidad financiera y económica internacional.

La economía boliviana mantendrá una baja inflación, tendiendo a su nivel de largo plazo (4%), junto con un crecimiento razonable de la economía (entre 4,5% y 5,5%), dependiendo de los niveles de inversión, en un posible contexto de moderados déficit en balanza de pagos y fiscal.

En el *Informe de Política Monetaria* (IPM) de enero de 2010 se anunció que continuará la gradual expansión monetaria con un estricto seguimiento de la evolución del nivel de precios y el dinamismo de la demanda agregada. La preocupación que el BCB comparte con el MEFP es que la liquidez existente en el sistema financiero se canalice adecuadamente, especialmente en moneda nacional y hacia actividades productivas, para contribuir a un crecimiento económico sostenido en un contexto de baja inflación.

En síntesis, el Estado Plurinacional de Bolivia, por intermedio del Órgano Ejecutivo y del BCB, velarán para que la economía nacional continúe en la senda de estabilidad y crecimiento, que contribuya al "Vivir Bien" de la población.

La Paz, abril de 2010



Lic. Gabriel Loza Tellería
Presidente a.i. del BCB

RESUMEN EJECUTIVO

De la crisis económica global a una recuperación parcial

La crisis económica mundial originada en Estados Unidos, tras el colapso de los mercados financieros entre 2007 y 2008, se acentuó durante el primer trimestre de 2009, para posteriormente mostrar indicios de recuperaciones diferenciadas, lideradas por economías asiáticas. El gasto de los hogares y empresas, seriamente contraído por perturbaciones en mercados financieros y bursátiles, impactó negativamente en la actividad económica, las tasas de empleo y el comercio internacional. En esa línea, la tasa de crecimiento de los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) se situó en -3,5%, el producto mundial cayó 0,6% en 2009 y el volumen de comercio global disminuyó 12%. Los países continuaron e inclusive profundizaron los estímulos fiscales y monetarios, además de proseguir los programas de fortalecimiento al sector financiero.

Si bien los objetivos de las distintas economías eran similares (reactivar su aparato productivo y estabilizar los mercados financieros), los medios, instrumentos e impactos alcanzados fueron diferenciados. Por un lado, las economías de altos ingresos tuvieron un lento proceso de recuperación debido al pesimismo e incertidumbre que caracterizaron las expectativas, reflejadas en debilitados índices de confianza de empresas y consumidores, aspecto que redundó en incrementos débiles en sus niveles de demanda y en una escasa absorción de empleo. En contraste, los países emergentes y en desarrollo mostraron mayor celeridad en sus respuestas gracias al dinamismo de la demanda interna y al repunte de precios internacionales de productos básicos, factores que se vieron reforzados por sistemas financieros poco vinculados a "activos tóxicos" (en problemas) y un adecuado desempeño macroeconómico previo (Cuadro R.1).

CUADRO R.1
CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(Tasas de variación anualizadas, en porcentaje)

	2007	2008	2009 ^p	2009 ^{p,1/}			
				T1	T2	T3	T4
Producto Mundial	5,2	3,0	-0,6	-6,3	3,6	4,7	4,0
Economías Avanzadas	2,7	0,5	-3,2	-8,3	1,0	2,4	2,6
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,4	-6,4	-0,7	2,2	5,6
Zona del Euro	2,8	0,6	-4,1	-9,6	-0,4	1,6	0,0
Japón	2,4	-1,2	-5,2	-13,6	6,1	-0,4	3,6
Economías en Desarrollo de Asia	10,6	7,9	6,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
China ^{2/}	13,0	9,6	8,7	6,2	7,9	9,1	10,7
India ^{2/}	9,0	7,3	5,7	5,8	6,1	7,9	6,0
América Latina y El Caribe	5,8	4,3	-1,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	8,7	6,8	0,9	-1,7	0,6	1,2	7,9
Brasil	6,1	5,1	-0,2	-3,8	4,5	7,0	8,2
Chile	4,6	3,7	-1,5	-3,0	-0,5	6,6	5,9
Colombia	7,5	2,4	0,1	0,4	3,2	1,6	4,5
México	3,3	1,5	-6,5	-24,9	1,1	10,4	8,4
Perú ^{2/}	8,9	9,8	0,9	1,9	-1,2	-0,6	3,4
R.B. de Venezuela	8,2	4,8	-3,3	-12,5	1,1	-7,9	-3,7
E. P. de Bolivia^{3/}	4,6	6,1	3,4	2,1	3,2	3,2	3,4

FUENTE:

FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (enero y abril de 2010), bancos centrales, Instituto Nacional de Estadística (INE) y *Bloomberg*

ELABORACIÓN:

BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS:

n.d.: no disponible

^{1/} Corresponden a la tasa de variación anualizada del PIB desestacionalizado

^{2/} Corresponden a la tasa de variación porcentual respecto a similar trimestre del año anterior

^{3/} Para el E.P. de Bolivia es la tasa acumulada

p Preliminar

En términos más desagregados, Estados Unidos, principal afectado por la crisis financiera, adoptó políticas monetarias y fiscales de magnitud, con impactos moderados sobre el consumo y la inversión privada, cerrando la gestión con una caída de 2,4% en su PIB. Por su parte, los países de la Zona del Euro implementaron programas de estímulo fragmentados y de bajo impacto que no lograron moderar la caída de su actividad económica (4,1%). Dos factores que incidieron en este resultado fueron la rigidez del mercado laboral y la inercia de las condiciones restrictivas al crédito.

En lo que a América Latina y El Caribe se refiere, las políticas expansivas permitieron paliar de forma parcial los efectos de la crisis alcanzando una caída del producto de 1,8%. Brasil movilizó recursos hacia el consumo público y privado para incrementar su producción. Una estrategia similar adoptó Chile con la finalidad de compensar la contracción del gasto privado. En contraste, los gastos en inversión en Argentina se redujeron en respuesta al mayor riesgo percibido.

Las variables que posibilitaron continuas inyecciones de liquidez en un contexto de bajas presiones inflacionarias fueron, entre otras, la contracción de la demanda mundial y la caída de precios internacionales de productos básicos en los inicios de 2009. Tal fue la magnitud de ambos factores que en economías avanzadas se observaron variaciones negativas de los precios y en países en desarrollo bajas tasas de inflación (en promedio menor a 6% en América Latina, exceptuando Venezuela y Argentina).

La tendencia decreciente observada en los precios de productos básicos fue revertida a partir del segundo trimestre de 2009 como indicio del paulatino proceso de recuperación. En el caso del oro y la plata este repunte fue mucho mayor, dada su naturaleza de "medio de refugio" ante la depreciación del dólar estadounidense.

Los mercados financieros también presentaron signos de reactivación. La mayor dinámica tuvo lugar en el mercado de capitales, donde los países emergentes se perfilaron como el mejor destino para el flujo de estos recursos. El atractivo para nuevas inversiones respondió a expectativas de apreciación de sus monedas y un mejor desempeño económico relativo frente a la crisis.

Los principales mercados de valores incrementaron su volumen de transacciones como reflejo de una menor volatilidad, mejor desempeño por parte de las

empresas y una menor aversión al riesgo por parte de los inversionistas. No obstante, estos avances fueron atenuados a fines de 2009 por las dificultades fiscales y de pago que enfrentaron Grecia y Dubai. Además, cabe notar que todavía se siguen efectuando operaciones de titularización, pese a que el marco regulatorio no ha sido reformulado, aspecto que podría ser considerado para evitar eventuales burbujas especulativas.

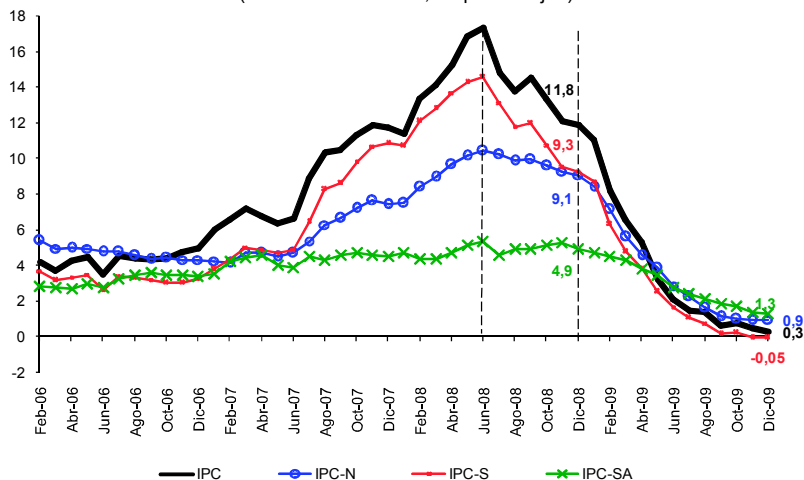
Respecto a la política cambiaria, el debilitamiento del mercado financiero de Estados Unidos, acompañado de sus elevados déficit en cuenta corriente, generaron pérdidas del valor del dólar frente a otras monedas. Este hecho desplazó parcialmente su rol protagónico de "moneda respaldo" en la configuración de reservas internacionales, reduciendo así su participación en economías de ingresos altos de un 70% a un 65%.

En síntesis, las medidas adoptadas con la finalidad de paliar los efectos nocivos de la crisis mundial permitieron durante el 2009 reactivar lentamente la producción y vincular los canales de ahorro-crédito, no obstante, este proceso es aún parcial. La completa recuperación dependerá de la demanda del sector privado y del ritmo, secuencia y magnitud de la eliminación de estímulos fiscales y monetarios.

La estabilización de la inflación nacional

En Bolivia, luego de dos años de incremento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en torno a 12%, la inflación descendió rápidamente, con variaciones negativas de los precios en diez de los doce meses de 2009. De esa forma, la inflación total a diciembre de 2009 alcanzó la cifra de 0,3%, equivalente a 11,6 puntos porcentuales (pp) por debajo de la observada en 2008. Acorde con este resultado, los indicadores de tendencia inflacionaria registraron disminuciones en sus tasas de variación: el núcleo inflacionario y el índice de precios al consumidor sin alimentos ni bebidas registraron variaciones acumuladas de 0,9% y 1,3% respectivamente, en tanto que la inflación subyacente correspondiente al mismo periodo fue de -0,05% (Gráfico R.1). Cabe señalar que, si bien el comportamiento del IPC registró caídas en su evolución, no se trató de un proceso de deflación, sino de un ajuste de precios o desinflación, ya que en el país estuvo acompañada de tasas de crecimiento positivas tanto del consumo privado como de la actividad económica. Además, el comportamiento de los precios fue diferenciado por divisiones y el descenso se concentró en los precios de los artículos relacionados con alimentos.

GRÁFICO R.1
INFLACIÓN, NÚCLEO INFLACIONARIO,
INFLACIÓN SUBYACENTE E INFLACIÓN SIN ALIMENTOS
 (Variaciones anuales, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 IPC-N es el núcleo inflacionario
 IPC-S es el indicador de inflación subyacente
 IPC-SA es el indicador de inflación sin alimentos y bebidas

La trayectoria observada se explicó principalmente por cuatro factores: políticas implementadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB, descenso de la inflación importada, una mayor actividad del sector agropecuario y el desvanecimiento de expectativas inflacionarias. En el primer caso, las medidas aplicadas por el Órgano Ejecutivo fueron: la creación de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), financiamiento canalizado por el Banco de Desarrollo Productivo (BDP) hacia el sector empresarial, restricciones temporales a las exportaciones de alimentos, y otras disposiciones. Todas ellas fueron aplicadas bajo la premisa de garantizar el abastecimiento de productos y abatir la especulación en los mercados, muchas de ellas ejecutadas desde 2006 en el marco del fortalecimiento productivo y la política de seguridad alimentaria.

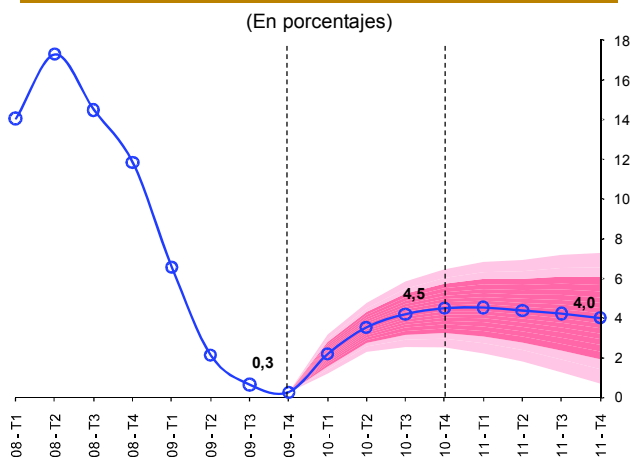
Paralelamente y tomando en cuenta que la política monetaria actúa con efectos rezagados en la inflación (lo cual implica que el importante esfuerzo monetario entre 2007 y 2008 contribuyó al descenso de la inflación en 2009), el BCB orientó sus acciones a la provisión de liquidez en la economía, el mantenimiento del poder adquisitivo interno de la moneda y a la profundización de una mayor bolivianización de la economía. La instrumentación de dichos fines estuvo asociada a la redención neta de títulos de regulación monetaria a través del mecanismo de Operaciones

de Mercado Abierto (OMA), estabilidad del tipo de cambio nominal, reformas al Régimen de Encaje Legal, entre otros.

En efecto, la política contracíclica iniciada a fines de 2008 y profundizada en 2009 se instrumentó a través de la redención de títulos en la medida que éstos vencían, acción que junto a otras medidas, como el nuevo cálculo de la Tasa de Referencia (TRe), permitieron inyectar liquidez a la economía generando mejores condiciones de financiamiento en el mercado crediticio. Paralelamente, la estabilidad de la política cambiaria y las modificaciones diferenciadas a las tasas de encaje legal contribuyeron a moderar los shocks externos generados por la crisis global, internalizar los costos de la tenencia de moneda extranjera en las decisiones de los agentes económicos y promover la otorgación de créditos en moneda nacional.

Las perspectivas de inflación para 2010 incorporan un leve rebote estadístico, sumadas a efectos moderados del fenómeno de El Niño, la recuperación de la economía mundial, la estabilización de la inflación internacional y el buen desempeño económico del país. De esa manera, tanto la inflación total como el núcleo inflacionario tenderían hacia su nivel de largo plazo (4%), con una inflación total que oscilaría entre 3,5% y 5,5% en 2010 (Gráfico R.2).

GRÁFICO R.2
INFLACIÓN TRIMESTRAL OBSERVADA Y PROYECTADA



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La línea muestra la proyección más probable. El área clara (oscura) muestra el intervalo de confianza al 90% (70%)

El buen desempeño económico boliviano en 2009

El Producto Interno Bruto (PIB) del E.P. Bolivia presentó una variación anual de 3,4%, la mayor entre los países de América del Sur. Desde la perspectiva del gasto, la incidencia del consumo de los hogares (2,6pp) continuó apuntalando a la absorción. En tanto, el consumo público aumentó moderadamente y contribuyó con 0,4pp al crecimiento. En el caso de la inversión, la de carácter público incidió mayoritariamente, resultado consistente con el desempeño de la construcción.

Desde la perspectiva de la oferta, la incidencia de las actividades no extractivas como la industria manufacturera (0,8pp), transporte (0,6pp), el sector agropecuario (0,5pp) y la construcción (0,3pp), dinamizaron la producción agregada. Cabe notar que el PIB no extractivo creció en 4,9%, cifra superior en 1,2pp al registrado en 2008 (3,7%). En el caso de la producción extractiva no renovable, la minería continuó apuntalando el sector con un aporte de 0,6pp. En cambio, la producción del sector hidrocarburos retrocedió en virtud a la reducción de la demanda del principal comprador de gas natural (Brasil).

El sector fiscal tuvo un superávit de 0,1% del PIB, resultado de un incremento moderado del gasto (0,4%), con énfasis en el gasto social y en los egresos de capital, en particular en infraestructura. Asimismo, conviene resaltar la continuidad del fomento al mayor rol del Estado en la economía,

con la creación y consolidación de Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE).

En lo que se refiere a las cuentas externas, las transacciones con el resto del mundo en 2009 reportaron un saldo global superavitario de \$us325 millones en la balanza de pagos, producto de un superávit en la cuenta corriente (4,6% del PIB) compensado parcialmente por el déficit en cuenta capital. Al interior de la cuenta corriente y en un entorno de fuerte contracción del comercio mundial (23% en valor), las exportaciones FOB alcanzaron a \$us4.848 millones, 24,8% inferior a las de 2008. Las reducciones en volúmenes (concentradas en el sector hidrocarburos, como resultado de una menor demanda de gas por parte de Brasil), pero principalmente en precios promedio, determinaron este comportamiento. Excluyendo hidrocarburos, las exportaciones registraron una leve disminución de 5,2%. Las importaciones de bienes CIF cayeron 12,1%, alcanzando un valor de \$us4.377 millones que puede ser desglosado en un efecto precio negativo de 5,5% compensado parcialmente por incrementos en volumen de 3,3%. Cabe destacar que el 78% de las importaciones correspondió a bienes intermedios y de capital, en tanto que el resto a bienes de consumo final. Esta estructura muestra que las importaciones se destinaron principalmente a fortalecer el aparato productivo. Por otro lado, los flujos de remesas familiares disminuyeron en 6,8%, descenso significativamente menor al observado en otros países de América Latina y El Caribe, alcanzando a un monto de \$us1.023 millones (5,9% del PIB).

Por su parte y a diferencia de 2008, la cuenta capital y financiera registró un déficit de \$us476 millones, atribuible a las transacciones deficitarias del sector privado, cuyo egreso neto fue de \$us266 millones. En cambio, las transacciones del sector público arrojaron un ingreso neto positivo de \$us238 millones. Es importante resaltar que se observó un flujo neto positivo de inversión extranjera de \$us423 millones en un entorno de crisis internacional.

En síntesis, el desempeño del sector externo en 2009 fue bueno y se tradujo en un mayor nivel de reservas internacionales netas, a pesar de los factores externos adversos, especialmente reflejado en menores valores unitarios de exportación. El superávit de la balanza de pagos determinó un incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB, cuyo saldo a diciembre de 2009 totalizó \$us8.580 millones, monto que representa 20 meses de importaciones de bienes y servicios superando ampliamente los niveles considerados como normales (entre 3 a 4 meses); y, en términos del PIB, se constituye en el más alto de América Latina. Como resultado, por segundo año consecutivo la Posición de Inversión Internacional registró un saldo neto acreedor, es decir, los activos externos del país fueron mayores a los pasivos con el exterior en \$us3.415 millones.

El endeudamiento público total disminuyó levemente, caracterizado por una caída de la deuda interna del BCB en 29,2%, como respuesta a la política monetaria contracíclica adoptada que se tradujo en redenciones netas de títulos. Por otra parte, la deuda interna del Sector Público No Financiero (SPNF) creció ligeramente por colocaciones directas de títulos del Tesoro General de la Nación (TGN) que aprovechó la coyuntura para captar recursos en moneda nacional a bajo costo y plazos mayores. La deuda externa pública de mediano y largo plazo llegó a \$us2.590 millones. En este aspecto destacaron los desembolsos de la Corporación Andina de Fomento, el Banco Interamericano de Desarrollo y la República Bolivariana de Venezuela; empero, cabe remarcar también la condonación de deuda con el Gobierno de España (\$us77 millones y EUR6 millones).

Finalmente, y en contraste al escenario global, el sistema financiero boliviano demostró un buen desempeño a través de crecientes niveles de depósitos y cartera, cuyas tasas de variación fueron 23,7% y 10%, respectivamente. Asimismo, resaltó la mayor importancia del uso de la moneda nacional en las transacciones financieras, hasta alcanzar un 48% en las captaciones y 36% en las colocaciones, resultado de la política cambiaria adoptada, reformas en el Régimen de Encaje Legal, la

ampliación de la vigencia del Impuesto a las Transacciones Financieras, entre otras medidas, todas ellas enmarcadas en la política del Gobierno Nacional de bolivianizar la economía. Además, la cartera en mora fue reducida (3,1%), el grado de capitalización adecuado (14,7% de CAP) y las utilidades destacables (17% de ROE).

En resumen, se puede concluir que la economía boliviana tuvo un crecimiento destacable con estabilidad macroeconómica y financiera, comparativamente mejor a la de otros países de la región.

La profundización de la orientación contracíclica de las políticas del BCB

Las políticas del BCB no sólo promovieron la estabilidad del poder adquisitivo del boliviano, sino que contribuyeron a apuntalar la demanda agregada, preservar la estabilidad financiera, promover la canalización de créditos e incrementar la utilización de la moneda nacional como medio de cambio, depósito de valor y unidad de cuenta. Asumidas estas directrices, el Programa Monetario incorporado en el *Acuerdo de Ejecución del Programa Financiero 2009* suscrito con el MEFP, siguió una orientación expansiva que se tradujo en incrementos significativos del Crédito Interno Neto (CIN) total y del CIN del BCB al SPNF y reducción acotada de las RIN.

Las metas para los flujos de CIN y RIN fueron cumplidas con amplios márgenes. En efecto, la solidez de la economía nacional previa al período de crisis internacional y las condiciones externas menos adversas que las previstas permitieron mantener los impulsos fiscales y monetarios.

La política monetaria expansiva fue efectivizada vía redención neta de títulos, con disminuciones en la oferta de estos instrumentos y la extensión de la frecuencia de las subastas de semanales a bisemanales. Consecuentemente, se registraron pronunciadas caídas en las tasas de rendimiento de los títulos de regulación monetaria, que se reflejaron parcialmente en disminuciones de las tasas de intermediación financiera. Esta orientación pro-crecimiento de la política monetaria también se puede apreciar en indicadores como la relación OMA a RIN, que en comparación a la gestión 2008 cayó 6,8pp, o en los *ratios* OMA a emisión monetaria y OMA a M'3, que disminuyeron 27,5pp y 8,3pp, respectivamente (Cuadro R.2). Es decir, la liquidez que se retiró en los tiempos de bonanza, para evitar un mayor repunte inflacionario, fue restituida oportunamente y en una magnitud adecuada.

CUADRO R.2
INDICADORES DE LA POLÍTICA MONETARIA^{1/}
(En porcentajes)

INDICADORES	2006	2007	2008	2009			
				Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV
OMA/RIN	7,7	17,9	25,2	28,6	24,8	20,4	18,4
OMA/(OMA+Excedentes de encaje legal)	63,3	84,1	86,4	89,2	84,5	66,7	56,5
OMA/EMISIÓN	21,3	51,7	83,1	105,7	90,2	74,3	55,6
OMA/M ³	4,6	13,6	22,3	25,1	21,0	16,7	14,0
Tasas de interés LT MN a 13 semanas	4,9	7,3	8,7	7,2	0,8	0,0	0,0

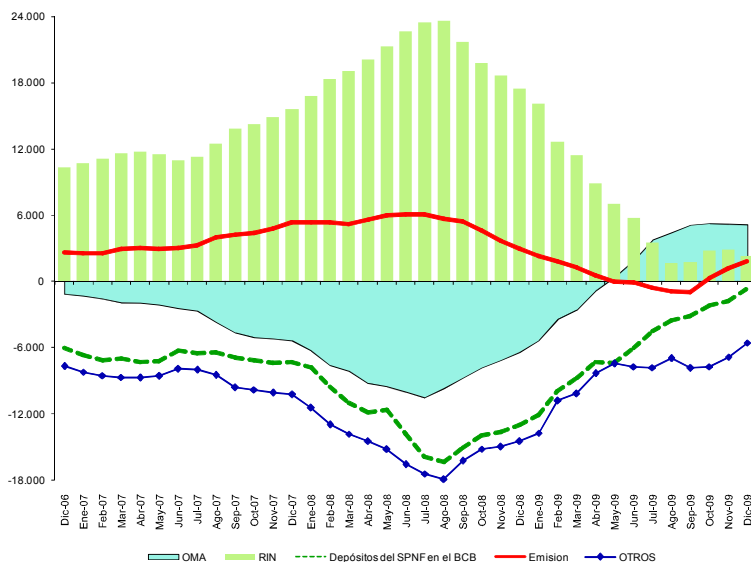
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} Indicadores calculados utilizando cifras a tipo de cambio fijo y valor descontado

Los agregados monetarios crecieron a tasas coherentes con los fundamentos de la demanda de dinero, las cuales fueron menores a las de 2008, comportamiento consistente con la evolución de la bolivianización. Es decir, la moderada acumulación de RIN por

recomposición monetaria implicó bajas tasas de crecimiento de la emisión, las que fueron contrapesadas con la redención neta de títulos de regulación monetaria. Estas consideraciones se resumen en el Gráfico R.3.

GRÁFICO R.3
EMISIÓN Y SUS DETERMINANTES

(Flujos acumulados en 12 meses, en millones de bolivianos)



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

Entre otros instrumentos utilizados para influir en el sistema financiero y la estructuración de su cartera, se destaca la aplicación de medidas de encaje legal diferenciado según monedas. Para depósitos en moneda extranjera, la tasa se incrementó de tal forma que los agentes económicos internalizaron los costos de mantener activos en moneda extranjera; en tanto que, la correspondiente a moneda nacional presentó reducciones condicionadas al incremento de créditos otorgados en la misma moneda.

En política cambiaria, las condiciones iniciales del país, el elevado nivel de reservas y la incertidumbre

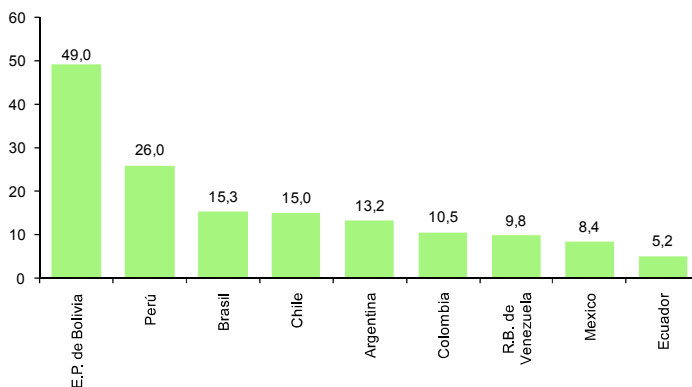
sobre el entorno internacional hicieron que la estabilidad cambiaria fuese apropiada para mitigar las infundadas expectativas de depreciación y los choques externos, al mismo tiempo que coadyuvó con el descenso de la inflación. Sin lugar a dudas, el nivel de RIN acumulado jugó un rol preponderante como respaldo de la paridad de la moneda nacional. Además, contribuyeron la ampliación de la oferta diaria de divisas en el Bolsín y los límites impuestos al diferencial cambiario (*spread*). Finalmente, conviene tomar en cuenta que el tipo de cambio real fue consistente con la evolución de sus determinantes y terminó cerca de su promedio de largo plazo.

La adecuada gestión institucional del BCB en 2009

cobertura continuaron siendo superiores a los parámetros establecidos por organismos internacionales, lo que demuestra una sólida posición externa (Gráfico R.4).

Bolivia continúa con el nivel más alto de RIN como porcentaje del PIB en América Latina. Sus ratios de

GRÁFICO R.4
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DE PAÍSES SELECCIONADOS
(En porcentaje del PIB)



FUENTE: Bloomberg - Fondo Monetario Internacional
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales

En la administración de las RIN se minimizaron los riesgos con una adecuada diversificación del portafolio de las inversiones tanto por tipo de valores, como por monedas. En esa línea, a diciembre de 2009 el portafolio en euros tuvo una participación de 17%. Los criterios guía de las inversiones son: seguridad y la preservación del capital y la liquidez.

En el aspecto monetario existió una provisión adecuada de billetes, coadyuvada por una campaña de cuidado e identificación de sus características. En línea con la nueva CPE, se cambió la denominación de "República de Bolivia" por "Estado Plurinacional de Bolivia", comenzando por las monedas, renovación que continuará gradualmente hasta completar el stock de monedas y billetes en poder del público.

En el plano administrativo, la confiabilidad de los Estados Financieros del BCB fue corroborada por la Gerencia de Auditoría Interna y por el Auditor Independiente PricewaterhouseCoopers, quienes señalan que éstos representan razonablemente la situación financiera del Ente Emisor. Como es usual, el estado contable fue elaborado conforme a las normas de contabilidad generalmente aceptadas en Bolivia y en la administración y control gubernamentales. El resultado de gestión fue positivo (Bs149.958.600) y este superávit contribuyó positivamente a las arcas públicas.

Además de los esfuerzos en el cumplimiento de sus

objetivos, el BCB se ha caracterizado por desarrollar una amplia gama de actividades complementarias de extensión. Entre ellas resaltaron las que promueven la investigación y el conocimiento como la 3ª Jornada Monetaria, el XI Premio Nacional de Investigación Económica "Sergio Almaraz Paz", el 2º Encuentro de Economistas de Bolivia y el 2º Concurso Nacional de Ensayo Escolar "Genoveva Ríos". Complementariamente, el BCB ha efectuado actividades de difusión de sus políticas, para incrementar el conocimiento de las mismas en la población en general (*Informes de Política Monetaria, Informes de Estabilidad Financiera, Reportes de Inflación, Reportes de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, Reporte de Administración de las Reservas Internacionales*, presentaciones a la sociedad civil, la Feria del Crédito, entre otros) y para educar sobre el cuidado del material monetario.

Para acrecentar la transparencia y el proceso de rendición de cuentas, el BCB se adhirió voluntariamente al Programa de Control Social, caracterizado por tres encuentros con los facilitadores y actores sociales. También continuó con la oportuna difusión de información económica, actividades culturales y de interacción social.

Perspectivas para 2010

Para bosquejar el comportamiento de la economía boliviana en 2010 es necesario tener en cuenta la

probable evolución de la economía global como marco referencial. En ese sentido, se prevé que en 2010 el producto mundial aumentará en un rango de 3,5% y 4,5% y que los esfuerzos de las autoridades de política económica de los países avanzados estarán centrados principalmente en tres desafíos: la recuperación de la demanda, el saneamiento del sector financiero y el fomento a la reestructuración del sector real. En este contexto, las perspectivas de la economía boliviana son moderadamente optimistas con un crecimiento de la actividad económica entre 4,5% a 5,5%, superior al registrado en 2009. Esto es destacable en el contexto latinoamericano, pues en el bienio 2009-2010 Bolivia experimentaría un incremento acumulado del PIB de 8%, mientras que América Latina y El Caribe observarían sólo un incremento acumulado de 2,1%, en virtud a la recesión observada en la región en 2009.

Las fuentes de impulso externo para el comportamiento previsto de la economía boliviana serían: la recuperación del comercio internacional (9,5% según la OMC), la continuidad del incremento en los precios de los principales *commodities* y el aumento de remesas de los trabajadores en el extranjero, entre otras. Por su parte, las fuentes domésticas responden a una demanda interna dinámica apoyada en el aumento del consumo privado y la inversión pública.

Desde la perspectiva de la oferta, el sector extractivo no renovable recuperará parcialmente su rol protagónico debido al repunte del sector hidrocarburos. Una mayor actividad del sector industrial en Brasil y nuevos acuerdos suscritos con Argentina respaldarían su recuperación. Asimismo, las exportaciones de minerales como el zinc y plata generarían un mayor flujo de ingresos. No obstante, la balanza comercial

podría reportar saldos negativos como reflejo de mayores importaciones para bienes intermedios y de capital, efectuadas en su mayor parte por el sector público.

El crecimiento de las inversiones públicas encaminadas hacia el desarrollo económico del país implicaría un déficit fiscal presupuestado en la *Decisión de Ejecución del Programa Fiscal Financiero 2010*, con un porcentaje en torno a 4,9% sobre el PIB estimado, asumidas las expansiones del CIN total del BCB y del CIN al SPNF y una disminución de las RIN. Estos niveles de inversión pública acompañados de inversión privada y un crecimiento razonable de la economía estarán enmarcados en un entorno de estabilidad de precios, cuya variación se situaría en torno a 3,5% y 5,5%, tendiendo a su nivel de equilibrio de largo plazo (4%).

Asumido este entorno macroeconómico favorable, el sistema financiero boliviano podrá incrementar la intermediación financiera a través de cifras crecientes en los depósitos captados del público. Para complementar esta orientación se profundizarán las políticas de incentivo al crédito implantadas coordinadamente entre el MEFP, la ASFI y el BCB.

En términos de política económica, el BCB continuará con su enfoque contracíclico orientado a contribuir al apuntalamiento de la demanda agregada y la mitigación de los efectos rezagados de la crisis mundial. Colateralmente, la política cambiaria buscará mantener una paridad en torno a su equilibrio afianzando el proceso de bolivianización. Estas dos políticas estarán enmarcadas en el control de la inflación, función encomendada constitucionalmente al BCB en el marco del proceso de cambio que experimenta la economía nacional.

CIFRAS MACROECONÓMICAS RELEVANTES

2001-2005 2006-2009

COMENTARIO

PIB (Crecimiento en Porcentajes)	Promedios	3,1	4,7	El crecimiento en 2009 es el más alto de América del Sur. La tasa de crecimiento del PIB registrada en 2008 fue la más alta desde 1975 (6,15%).
Inflación (%)	A fin de período	4,9	0,3	La tasa de inflación de 2009 es la más baja en 50 años.
Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	Promedios	0,7	10,0	La cuenta corriente en 2006 - 2008 alcanzó superávit record históricos. En 2009 terminó con superávit de 4,6% a pesar de la crisis económica internacional, que determinó un menor valor de las exportaciones y una caída de las remesas de trabajadores.
Resultado Fiscal (% del PIB)	Promedios	-6,3	2,4	En relación a otros países, el superávit de la cuenta corriente del Estado Plurinacional de Bolivia en porcentaje del PIB, durante 2009 (4,6%), fue mayor al observado en Argentina, Chile y la República Bolivariana de Venezuela. El resto de países de América Latina registró déficit
Posición de Inversión Internacional o PII (en millones de dólares)	A fin de período	-7.219,7	3.414,5	Como nunca en la historia económica del país, se registraron superávit fiscales en cuatro gestiones consecutivas, resultado de mayores ingresos por la nacionalización de los hidrocarburos y la gestión fiscal adecuada.
Reservas Internacionales Netas (Saldo en millones de dólares)	A fin de período	1.714,2	8.580,1	En 2009, por segunda vez consecutiva en la historia del E.P. de Bolivia se registró un saldo acreedor de la Posición de Inversión Internacional (19,6% del PIB), superior al dato observado al cierre de 2008 (12,8% del PIB), explicado por el importante aumento de las RIN del BCB.
Deuda Pública Externa (Saldo en millones de dólares)	A fin de período	4.941,7	2.589,8	A fines de 2009, las RIN del BCB presentaron uno de los niveles más altos, en noviembre de 2009 se registró el nivel más alto de la historia de Bolivia (\$us 8.820,0 millones). Este monto representa el 49,1% del PIB y es el más alto entre los países de América Latina.
Inversión Extranjera Directa (Saldo en millones de dólares)	Promedios	675,9	881,0	El saldo de la deuda externa pública de mediano y largo plazo alcanzó en 2009 a \$us2.589,8 millones, nivel que representa el 14,8% del PIB, cifra muy inferior al máximo alcanzado en 2003 de 63,5% del PIB.
Depósitos del Sistema Financiero (Saldo en millones de dólares)	A fin de período	3.589,8	8.307,7	En promedio, los flujos de inversión Extranjera Directa Bruta recibidos entre 2006 - 2009 (4 años) fueron mayores a los recibidos entre 2001 y 2005 (5 años).
Créditos del Sistema Financiero (Saldo en millones de dólares)	A fin de período	3.750,8	5.891,2	Los depósitos a fines de 2009 representan más del doble de los depósitos a fines de 2005 (131,4%). Mientras que entre 2001 y 2005 éstos disminuyeron en 8,7%.
Bolivianización Depósitos (En porcentajes)	A fin de período	16,1	47,9	La cartera a fines de 2009 es 57% más elevada que la de 2005, mientras que entre 2001 y 2005 la misma se redujo en 18,7%.
Bolivianización Créditos (En porcentajes)	A fin de período	6,8	36,2	Los depósitos en MN se encuentran en la senda de crecimiento, retomando el boliviano sus funciones de dinero (medio de pago y reserva de valor)
				El porcentaje de los créditos concedidos en MN respecto al total alcanzado a fines de 2009 es el más alto de las últimas dos décadas.



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