

Banco Central de Bolivia

**MEMORIA
2008**



**RESUMEN
EJECUTIVO**



DIRECTORIO

Gabriel Loza Tellería

PRESIDENTE a.i.

Hugo Dorado Aranibar

**VICEPRESIDENTE DEL
DIRECTORIO**

Gustavo Blacutt Alcalá

DIRECTOR a.i.

Ernesto Yáñez Aguilar

DIRECTOR a.i.

Rolando Marín Ibáñez

DIRECTOR a.i.

Rafael Boyán Téllez

DIRECTOR a.i.

PERSONAL EJECUTIVO

Eduardo Pardo

**GERENTE
GENERAL**

Wilma Pérez Paputsachis

**GERENTE
DE ASUNTOS LEGALES**

Raúl Mendoza Patiño

**ASESOR PRINCIPAL
DE POLÍTICA ECONÓMICA**

Alfredo Lupe Copatiti

**GERENTE
DE SISTEMAS**

Misael Miranda Vargas

**GERENTE
DE ENTIDADES FINANCIERAS**

María Elena Cañipa Quiroz

**GERENTE
DE AUDITORÍA**

David Espinoza Torrico

**GERENTE DE OPERACIONES
INTERNACIONALES**

Wylma Guerra Montenegro

**GERENTE
DE ADMINISTRACIÓN**

Walter Orellana Rocha

**GERENTE DE OPERACIONES
MONETARIAS**

Elizabeth Velásco Quiroga

**GERENTE
DE RECURSOS HUMANOS**

PRESENTACIÓN

El año de 2008 quedará grabado en la historia económica mundial como uno en el que confluyeron, por una parte, la profundización y extensión de la crisis financiera internacional iniciada en 2007 por los problemas en el mercado hipotecario de los EEUU y, por otra, el inicio abrupto de la fase de contracción del ciclo económico de la economía mundial, luego de un período que comenzó en 2004, de fuerte crecimiento del volumen del comercio y del producto mundial con niveles excepcionalmente altos de los precios de las materias primas (hidrocarburos, alimentos y materias primas agrícolas y minerales).

La confluencia de la crisis financiera y la recesión económica en las economías avanzadas dio como resultado el inicio de una crisis mundial sin precedentes en los tiempos de mayor globalización comercial y financiera. Aunque de menor magnitud, este fenómeno que se lo ha denominado la “Gran Recesión” es comparable con la “Gran Depresión” de los años treinta del Siglo XX.

¿Cómo impactó la crisis a los países emergentes y en desarrollo?

Cuando empezó la crisis financiera en los EEUU, se suponía que su impacto en las economías emergentes y en desarrollo sería atenuado debido a la solidez de sus mercados financieros y sus buenos fundamentos macroeconómicos tanto en el ámbito externo como fiscal. El hecho de que los mercados emergentes se transformaron en impulsores del crecimiento mundial sugirió la hipótesis del “desacoplamiento”, en la que la desaceleración de las economías de Estados Unidos (que técnicamente entró en recesión a inicios de 2008) y de otros países industriales tendría menor repercusión en el crecimiento de los mercados emergentes y en desarrollo. Es decir, un escenario donde no había una sola locomotora de países, sino varios motores del crecimiento, entre ellos China, India y otras economías emergentes. La crisis financiera y económica mundial reciente, no validó y más bien rechazó la hipótesis del desacoplamiento. Sin embargo, se debe destacar que los efectos dependerán de la magnitud y duración de la crisis en las economías industrializadas y de las condiciones actuales de las economías en desarrollo.

Para enfrentar la crisis, los bancos centrales de los países desarrollados bajaron a niveles inusuales sus tasas de interés de referencia sin lograr inducir la recuperación, configurando un caso conocido como

“trampa de liquidez keynesiana”. En este contexto de menor margen de maniobra para las políticas monetarias anticíclicas, se acudieron a medidas fiscales; los gobiernos aplicaron paquetes de rescate a las entidades financieras en riesgo de crédito, nacionalizaron bancos e implementaron programas de estímulo fiscal dirigidos a las empresas no financieras y a los consumidores.

Cuando la crisis se ramificó, se sintieron los efectos, aunque en menor magnitud, en las economías emergentes y en desarrollo. En la esfera financiera se afectaron sus bolsas de valores y se revirtió la dirección de los flujos de capital. En el momento en que la crisis internacional trascendió al sector real, se contrajo la demanda mundial y disminuyeron los precios de los productos básicos. Los mercados cambiarios de las economías en desarrollo sobreeccionaron con fuertes depreciaciones, en parte por una huida de recursos financieros hacia la calidad asociada a los Bonos del Tesoro norteamericano, pero también por fuertes expectativas de los agentes económicos que paradójicamente vieron en el dólar una moneda refugio. Asimismo, fueron afectadas a través de menores precios y volúmenes de sus exportaciones, las remesas disminuyeron y se desaceleró rápidamente el crecimiento de la producción interna. Los bancos centrales también bajaron sus tasas de interés, otorgaron mayor liquidez a la economía e intervinieron en los mercados cambiarios para evitar la fuerte volatilidad de sus paridades. De igual forma, los gobiernos aplicaron paquetes de estímulo fiscal para reactivar el consumo y la inversión.

¿Y cómo afectó a la economía boliviana?

Bolivia no sufrió inicialmente los efectos de la crisis financiera internacional, debido a la solidez y al bajo grado de integración de las entidades financieras con el mercado mundial. En efecto, el sistema financiero presenta poca dependencia del financiamiento externo (menor al 3% del total de pasivos), elevados índices de liquidez y solvencia (el coeficiente de adecuación patrimonial es del 14% frente a un mínimo requerido de 10%), y baja morosidad (3,8% al 31 de diciembre de 2008). Las entidades financieras, incluyendo a las Administradoras de Fondos de Pensiones y a las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, no mantenían inversiones en los mercados “subprime”.

Sin embargo, cuando la crisis financiera se extendió al sector real de la economía mundial y se contrajo la demanda externa, el impacto en la economía boliviana

empezó a percibirse. Declinaron fuertemente los precios de los productos de exportación: entre agosto y diciembre de 2008 los precios de combustibles cayeron en 5,8%, los de productos agrícolas en 22,3% y los de minerales en 38,8%. Respecto a sus cotizaciones máximas desde 2007, las mayores caídas se dieron en el zinc (71,4%), petróleo (71,3%), plomo (71%), estaño (57,7%), plata (45,3%), soya (41,1%) y café (30,4%).

El crecimiento en el valor de las exportaciones se desaceleró, aunque su caída fue diferida por la alta ponderación del gas natural, cuyos precios se fijaron en acuerdos bilaterales y se encuentran indexados a los precios de una canasta de hidrocarburos con un rezago de tres meses en el caso de Brasil y seis en el caso de la Argentina. Lo anterior, sumado a las condiciones favorables del primer semestre, permitió cerrar la gestión con un superávit elevado en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 12% del Producto Interno Bruto (PIB) y, por tercer año consecutivo, con un superávit fiscal (3,2% del PIB).

¿Cómo reaccionó el Banco Central de Bolivia?

Las respuestas de política dependen de las condiciones iniciales previas en las que se encuentra una economía y de sus características específicas sobre cómo impacta la crisis internacional en la economía de un país.

Las condiciones iniciales económicas de Bolivia se caracterizan por una sólida posición externa y fiscal. Los superávits fiscales y de cuenta corriente de la balanza de pagos configuran los denominados superávits gemelos que muy pocos países de la región alcanzaron en 2008. En efecto, son tres años consecutivos de superávit fiscal que permitieron acumular recursos en el Banco Central de Bolivia (BCB) -equivalentes a 18% del PIB-, que las entidades públicas podrán disponer para dinamizar la actividad económica en 2009. Asimismo, fueron seis años consecutivos de superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos que permitieron acumular RIN cuyo saldo, en porcentaje del PIB (equivalente a más del 40%), es el más alto de América Latina y el Caribe y permitirá al país enfrentar en mejores condiciones los efectos de la crisis internacional. Por su parte, la trayectoria descendente de la inflación por la profundización de la crisis, da un mayor margen para que la política monetaria contribuya a aliviar su efecto en la actividad económica.

Con relación al impacto, las primeras manifestaciones se dieron en las expectativas sobre el comportamiento del tipo de cambio. Las depreciaciones de las monedas de países vecinos y el énfasis que analistas y medios de comunicación pusieron en ellas, amplificaron las

expectativas de depreciación de la moneda nacional lo que se tradujo en compras de dólares en el Bolsín luego de cuatro años de nula actividad. En este contexto y manteniendo el régimen deslizando o *crawling peg*, la política cambiaria, que ya había reducido el ritmo de apreciación en meses previos, mantuvo invariable el tipo de cambio a partir de octubre y, como señal de la fortaleza de las reservas internacionales, se decidió ampliar la oferta diaria de divisas de \$us15 a \$us50 millones frente a una demanda diaria promedio en octubre de \$us12 millones que disminuyó a \$us10,9 millones en diciembre. Estas medidas contribuyeron a atenuar las expectativas, a contener la dolarización financiera que amenazaba el proceso de remonetización y a consolidar el descenso de la inflación.

Es así que el tipo de cambio de Bolivia no hizo virajes bruscos a la apreciación ni a la depreciación, evitando un rodeo innecesario como en otras economías. Las monedas de los países vecinos se apreciaron fuertemente en la fase del *boom* a partir de 2003 y se depreciaron significativamente en la etapa de crisis, para posteriormente registrar nuevamente apreciaciones tanto por correcciones a la sobreacción como por intervenciones de los propios bancos centrales. Por tanto, en virtud a los fundamentos macroeconómicos distintos, a una baja sensibilidad de las exportaciones frente al tipo de cambio por la preponderancia (cerca al 95%) de las materias primas y a la mayor apreciación acumulada de las monedas de los socios comerciales desde inicios de 2003, la orientación cambiaria en Bolivia fue adecuada.

Junto al incremento de las expectativas de depreciación y de forma contra-intuitiva, la banca elevó las tasas de interés para depósitos en moneda extranjera. El BCB subió la tasa de encaje sobre el incremento de los depósitos en moneda extranjera a partir de septiembre de 2008. La medida se orientó a internalizar el costo de la dolarización. Con el mismo objetivo, en el ámbito de la coordinación de políticas con otras entidades, se realizaron gestiones ante la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras para que se apliquen previsiones más altas a la cartera en moneda extranjera.

Ante el cambio en la dirección de los flujos externos con transferencias al exterior, que en octubre alcanzaron a \$us195,3 millones pero disminuyeron a \$us81 millones en diciembre, se aumentó la comisión por las transferencias al exterior que las entidades realizan a través del BCB y se redujo la comisión a las transferencias provenientes del exterior. La medida contribuye a desalentar movimientos de carácter especulativo. Asimismo, a principios de 2009, se disminuyeron los límites para inversiones en el exterior

con recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de las Compañías de Seguro.

Debido a la alta incertidumbre en los mercados financieros, el BCB adoptó una política aún más conservadora en la gestión de sus reservas internacionales, privilegiando la seguridad, la preservación de capital y la liquidez antes que el rendimiento. A partir de septiembre se dejaron de efectuar inversiones en el portafolio de depósitos y se realizaron redenciones anticipadas con algunos bancos. Se resalta que el BCB, y por ende el país, no perdió por la inversión de las reservas internacionales, porque todas las entidades financieras internacionales en las que se colocaron las reservas cumplieron en forma oportuna y completa sus obligaciones con el BCB.

Para moderar el impacto en el sector real, en un entorno de caída de la inflación, el BCB cambió la orientación de la política monetaria con menores colocaciones netas de títulos en el tercer trimestre y en el cuarto trimestre, el Directorio aprobó lineamientos de redención neta de títulos. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto disminuyó la oferta de estos instrumentos y las tasas del mercado monetario disminuyeron. De esta forma, se inyectó liquidez a la economía.

Por tanto, las respuestas de las políticas monetaria y cambiaria del BCB fueron oportunas y adecuadas, tomando en cuenta las condiciones iniciales de la economía y las particularidades del impacto de la crisis global. Durante el primer semestre, el incremento de la inflación por factores ajenos a las políticas del BCB, impuso el reto a la Institución de enfrentarla haciendo uso de los instrumentos que dispone. En el segundo semestre, el cambio en el contexto internacional y el descenso gradual de la inflación, comprometió al BCB en el desafío de coadyuvar al objetivo del Gobierno de limitar los efectos adversos de la crisis financiera internacional en la actividad económica y en el empleo.

Las perspectivas para 2009 señalan una desaceleración de la actividad económica, pasando del 6,15% de crecimiento alcanzado en 2008 -la tasa más alta desde 1975 - a una tasa menor en torno al 5%. Los superávits mellizos en las cuentas externas y fiscales pasarán a bajos déficit mellizos, alrededor del 3% del PIB. Estos

resultados son consistentes con el entorno externo adverso de menores precios para los productos de exportación, disminución de las remesas familiares e ingresos más bajos para el sector público. También son resultados coherentes en un contexto de políticas monetarias y fiscales expansivas que se traducirán en una expansión del crédito interno del BCB principalmente por la vía de la redención de OMA y en un incremento del gasto fiscal en inversión pública. La inflación a fines de 2009 se encontraría en torno al 8% (en un rango entre 6% a 9%) y tenderá a converger a niveles más bajos en 2010.

El sistema financiero, como vínculo institucional que transforma el ahorro en crédito e inversión, jugará un rol importante en esta coyuntura, complementado por políticas públicas orientadas a preservar el crecimiento de la actividad económica.

Por mandato de la Ley 1670 de octubre de 1995 el objetivo del BCB es procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional. Asimismo, la Constitución Política del Estado (CPE), reconoce como función de la Institución el mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda para contribuir al desarrollo económico y social del país. El BCB actuará en consecuencia con este objetivo y, en el escenario descrito, contribuirá a aliviar los efectos que la crisis global pueda tener en la actividad económica del país. La coordinación con la política económica del Gobierno, como manda también la CPE, se plasmará en un acuerdo formal que será suscrito próximamente con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Por tanto, la población debe confiar en que el BCB ha tomado y tomará las medidas necesarias de políticas monetaria y cambiaria para enfrentar y atenuar los efectos de la crisis internacional en la economía boliviana, preservando la estabilidad de precios en el marco del desarrollo económico y social.

En cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 329 de la CPE y en el artículo 42 de la Ley 1670, tengo a bien presentar la Memoria de la Institución correspondiente a la gestión 2008 en representación del Directorio del BCB.

Abril de 2009

Lic. Gabriel Loza Tellería
Presidente a.i.
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

RESUMEN EJECUTIVO

En cumplimiento con lo dispuesto por la segunda parte el parágrafo III del Artículo 329 de la Constitución Política del Estado, que señala “El Banco Central de Bolivia 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 1670, que determina que “Dentro de los primeros ciento veinte días de cada año, el Banco Central de Bolivia (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 presenta la Memoria Institucional 2008 que se resume a continuación.

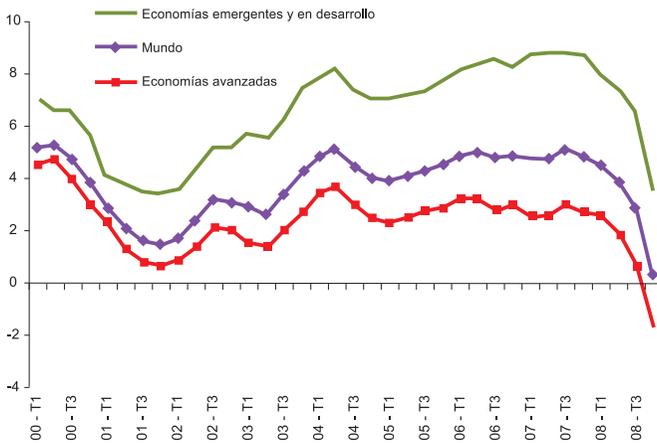
El mundo en 2008: De la expansión a la crisis económica global

La elevada exposición al riesgo de las entidades financieras de los países desarrollados, por inversiones en activos de baja calidad profundizó la crisis financiera internacional y dio inicio a un período de recesión económica mundial (Gráfico R.1), que persistiría en 2009. En efecto, el desarrollo de la crisis financiera internacional modificó el escenario externo que se había observado desde 2004 hasta la primera parte de 2008. Las economías industrializadas se

desaceleraron y luego entraron en recesión. En las economías emergentes la desaceleración fue más moderada. La contracción en la demanda mundial se reflejó en un descenso pronunciado de los precios internacionales de los productos básicos que, junto a la apreciación de la moneda estadounidense a nivel mundial, reforzaron la tendencia descendente de la inflación externa relevante para Bolivia, observada en el segundo semestre de 2008. De acuerdo con pronósticos de organismos internacionales, la recuperación de la actividad mundial podría ocurrir a partir de 2010.

GRÁFICO R.1

CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL POR REGIONES (Variación porcentual en cuatro trimestres)



FUENTE: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2009
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

El crecimiento económico esperado para 2009 fue revisado continuamente hacia la baja, tanto por organismos internacionales oficiales como por entidades no oficiales, como resultado de la evolución adversa del gasto de los consumidores, la creciente percepción de riesgo de los inversionistas, el endurecimiento de las condiciones crediticias y las mayores tasas de desempleo, observadas en la mayoría de los países del mundo. Al cierre de la presente publicación, proyecciones de organismos internacionales como el

el Fondo Monetario Internacional (FMI), proyectaban una caída del producto mundial en 2009 de 1,3%; mientras que para 2010 se preveía que la actividad económica mundial se recuperaría en 1,9%, en función al éxito relativo de los programas de estímulo a la economía encarados en muchos países del mundo. También se reconocía que la crisis afectaría con mayor fuerza a los países más avanzados, con una caída en torno a 3,8% en 2009 y una nula recuperación en 2010 (Cuadro R.1).

CUADRO R.1
CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL, 2006 - 2010p
(Variación porcentual anual)

	2006	2007	2008	2009p	2010p
Producto Mundial	5,1	5,2	3,2	-1,3	1,9
Economías Avanzadas	3,0	2,7	0,9	-3,8	0,0
Estados Unidos	2,8	2,0	1,1	-2,8	0,0
Zonas del Euro	2,8	2,7	0,9	-4,2	-0,4
Japón	2,4	2,4	-0,6	-6,2	0,5
Economías emergentes y en desarrollo	7,9	8,3	6,1	1,6	4,0
Asia (economías en desarrollo)	9,8	10,6	7,7	4,8	6,1
China	11,6	13,0	9,0	6,5	7,5
India	9,8	9,3	7,3	4,5	5,6
América Latina	5,5	5,7	4,2	-1,5	1,6
Argentina	8,5	8,7	7,0	-1,5	0,7
Bolivia	4,8	4,6	6,2	5,0	5,0
Brasil	3,8	5,7	5,1	-1,3	2,2
Chile	4,3	4,7	3,2	0,1	3,0
Colombia	6,8	7,5	2,5	0,0	1,3
México	4,9	3,3	1,3	-3,7	1,0
Perú	7,7	8,9	9,8	3,5	4,5
República Bolivariana de Venezuela	10,3	8,4	4,8	-2,2	-0,5

FUENTE: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2009
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: p Proyectado

Debido a la caída en el crecimiento económico mundial, el FMI proyectó que en 2009 el comercio mundial a nivel global disminuirá 11% en volumen, lo que supone la mayor contracción desde la Segunda Guerra Mundial. Esta disminución no será uniforme entre las regiones, pues en los países desarrollados la contracción sería más acentuada, con una reducción en el volumen de las exportaciones en torno a 13,5%; mientras que en los países en desarrollo se prevé un descenso en un rango de 6,4%.

Siguiendo las acciones de los países desarrollados, que tuvieron una orientación expansiva de sus políticas monetaria y fiscal incluyendo importantes inyecciones de liquidez, algunos países de América Latina como Chile, Perú, México y Argentina, empezaron a generar

iniciativas de incentivos tributarios, impulso a la inversión pública y subsidios a los sectores más pobres de la economía, entre otros, con el objeto de estimular la economía y mitigar el impacto de la crisis.

El PIB externo relevante para Bolivia¹ en 2009 disminuiría 1,3%, frente a la expansión de hasta 3,3% prevista a mediados de 2008. Los probables efectos en la economía boliviana se manifestarían a través de los siguientes canales: i) la contracción de la demanda externa y el ajuste a la baja de los precios de los productos básicos, que incidirán directamente sobre el valor y volumen de las exportaciones bolivianas, y por su intermedio, sobre la recaudación fiscal; y, ii) la disminución del flujo de remesas provenientes del exterior.

¹ Es decir, el PIB de los principales socios comerciales ponderados por su participación en el intercambio comercial boliviano.

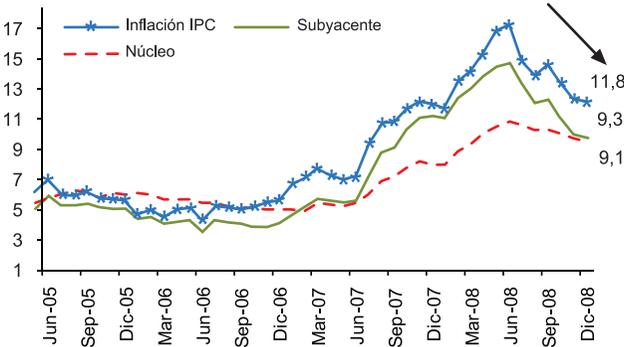
Respecto a la inflación internacional, se prevé que continuará su desaceleración en 2009 como resultado de la recesión de la economía mundial y el bajo nivel previsto para los precios de los productos básicos. En este último caso, la presencia de restricciones de oferta podría representar algunos riesgos al alza por problemas climatológicos, entre otros. En este sentido, el indicador de inflación externa relevante para Bolivia² seguiría disminuyendo y, por tanto, favoreciendo al descenso de la inflación interna. De igual forma, se espera que luego de la depreciación de las monedas de la región, observada a partir del segundo semestre de 2008, los tipos de cambio se mantengan estables y coadyuven a no generar presiones inflacionarias externas adicionales.

En síntesis, el 2009 será un año difícil para la actividad y el comercio mundial; y pese a la recuperación prevista en 2010, la reactivación de la actividad real de las economías avanzadas y de los países de América Latina podría ser más lenta que las previsiones iniciales.

La tendencia declinante de la inflación nacional

Cabe destacar que la inflación al cierre de 2008 (11,8%) fue levemente inferior al nivel proyectado en el *Informe de Política Monetaria (IPM)* de julio de 2008 (12%) y que los indicadores de inflación relevante para la política monetaria (núcleo e inflación subyacente), fue de un solo dígito, en torno a 9% (Gráfico R.2).

GRÁFICO R.2
INFLACIÓN, INFLACIÓN SUBYACENTE Y NÚCLEO INFLACIONARIO
(Variaciones anuales en porcentajes)



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

En efecto, luego de haber alcanzado una tasa anual de 17,3% en junio, la inflación descendió gradualmente para finalizar en un registro parecido al de 2007 (11,7%). Este descenso fue determinado por: la disminución de la inflación importada (descrita en la anterior sección), la recuperación de la oferta de alimentos luego de su reducción por factores climatológicos, el efecto de las políticas aplicadas por el BCB y el Gobierno, y las menores expectativas de inflación.

Desde la perspectiva interna, la oferta de alimentos se recuperó luego de las adversidades que enfrentó por fenómenos climatológicos registrados en 2007 y en los primeros meses de 2008, las que presionaron al alza temporal de los precios de los alimentos de origen agrícola.

El BCB orientó sus políticas al objetivo de mantener una inflación baja y estable. Hasta el segundo trimestre

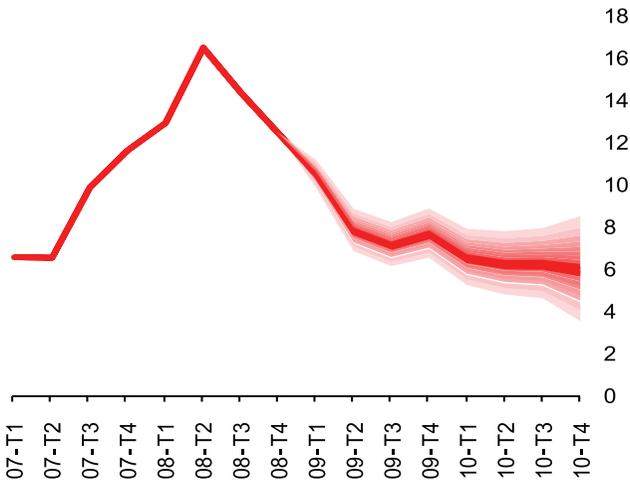
² Este indicador considera la inflación de los principales socios comerciales expresada en dólares estadounidenses.

de 2008 su esfuerzo se centró al control de los excedentes de liquidez en la economía mediante Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y la apreciación de la moneda nacional. En el tercer trimestre disminuyeron las colocaciones y en el cuarto trimestre, el BCB realizó redenciones netas de títulos revirtiendo la dirección de sus medidas, reduciendo la oferta de títulos e inyectando a la economía parte de la liquidez recogida en años previos con el fin de expandir gradualmente el crédito para incentivar la actividad económica. De igual forma, luego de desacelerar la apreciación del boliviano en el tercer trimestre, mantuvo invariable la paridad hasta el cierre de 2008. Asimismo, el gobierno implementó medidas destinadas al abastecimiento de productos alimenticios, como la vigencia en el año de un arancel de 0% para las importaciones de productos alimenticios básicos y las medidas de apoyo a la producción de alimentos.

Las expectativas sobre la inflación futura, que habían crecido sostenidamente hasta junio de 2008, disminuyeron significativamente en el segundo semestre junto con el descenso de la inflación observada. Esto además influyó en la disminución de la especulación, en especial de alimentos.

En el IPM de enero de 2009 se proyectó que la inflación disminuirá gradualmente. La rápida caída de la inflación internacional, los efectos de las políticas monetaria y cambiaria aplicadas (que se están manifestando de manera plena), y la desaceleración del gasto, impulsarán la paulatina reducción de la inflación relevante para fines de política monetaria. De esta forma, se espera que en 2009, la inflación total termine en torno a 8%, dentro de un rango entre 6% y 9%, mientras que en 2010 en un nivel cercano a 6% (Gráfico R.3).

GRÁFICO R.3
INFLACIÓN TRIMESTRAL OBSERVADA Y PROYECTADA
(En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: La proyección incluye la distribución de probabilidades hasta 95% en torno al escenario central

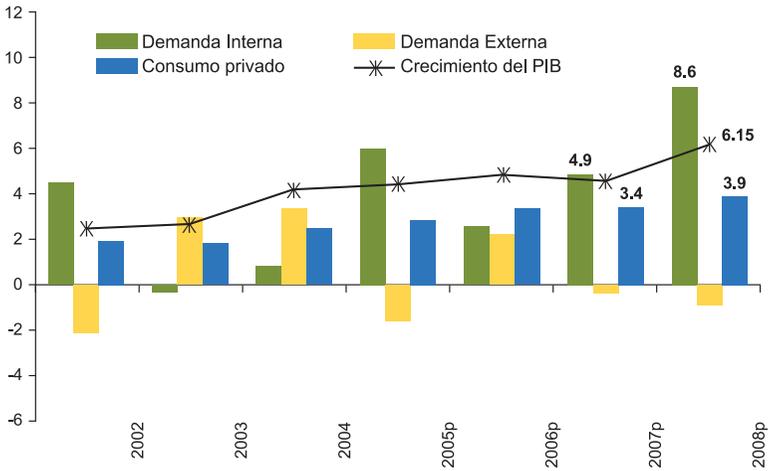
El positivo desempeño de la economía boliviana en 2008

La gestión 2008 se caracterizó por un elevado crecimiento del PIB (6,15%) que alcanzó la mayor tasa

desde 1975, impulsado por la demanda interna y la dinámica del sector extractivo, particularmente minerales (Gráfico R.4). Cabe destacar el impulso a la inversión pública, la cual se concentró en infraestructura.

GRÁFICO R.4

INCIDENCIA DE LA DEMANDA INTERNA Y EXTERNA SOBRE EL CRECIMIENTO (En porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 p Cifras preliminares
 NOTA: Las barras indican las incidencias de los componentes del PIB

El Sector Público No Financiero (SPNF) obtuvo un superávit fiscal equivalente al 3,2% del PIB como resultado de mayores ingresos por ventas de hidrocarburos, mejores recaudaciones de renta interna y gasto corriente moderado, contribuyendo a reducir las presiones inflacionarias mediante la acumulación de depósitos en el BCB.

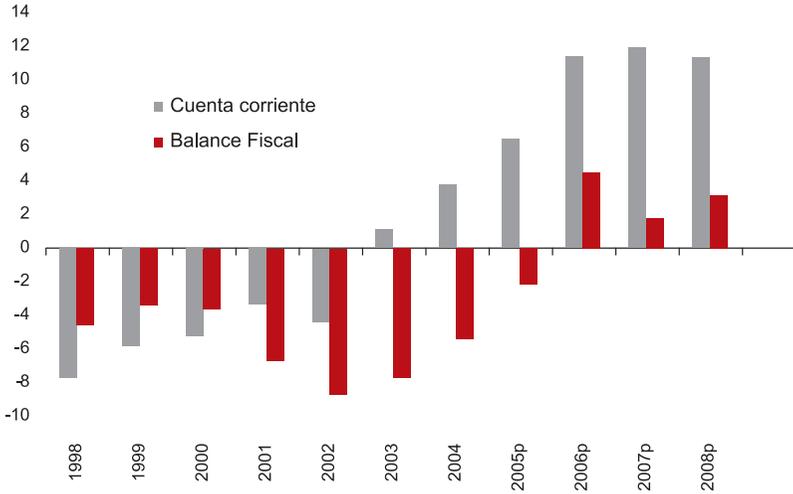
equivalente a 16 meses de importaciones de bienes y servicios del período. Por su parte, la Posición de Inversión Internacional alcanzó, por primera vez, una tenencia neta de activos financieros de la economía boliviana frente al resto del mundo, revirtiendo el saldo deudor registrado hasta 2007. En síntesis, el sector externo presentó un muy buen desempeño en 2008.

Por su parte, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit equivalente al 12% del PIB, uno de los más altos de la región y del mundo. Este resultado se debió tanto al superávit comercial, por elevados precios y mayores volúmenes exportados, como a las remesas familiares recibidas del exterior. Cabe destacar también que el flujo anual de Inversión Extranjera Directa Bruta fue el más alto recibido por el país en la presente década. Estos resultados permitieron el incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) del BCB, cuyo saldo fue

Los superávit gemelos configuraron una situación más fortalecida de la economía nacional (Gráfico R.5). Tres años consecutivos de superávit fiscal permitieron acumular recursos que las entidades públicas podrán disponer para dinamizar la actividad económica en 2009. Asimismo, seis años consecutivos de superávit en cuenta corriente permitieron alcanzar un nivel de RIN que, en porcentaje del PIB, es el más alto de América Latina y el Caribe, por lo que el país puede enfrentar en mejores condiciones los efectos de la crisis internacional.

GRÁFICO R.5

BALANCE FISCAL Y DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS (En porcentajes del PIB)



FUENTE: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: p Cifras preliminares

Los indicadores de solvencia y liquidez de la deuda pública (interna y externa) indican que ésta es sostenible, utilizando parámetros internacionales. En 2008, la deuda pública externa y la deuda interna del gobierno con el sector privado en porcentajes del PIB disminuyeron en 2,1 puntos porcentuales (pp) y 2,6pp, respectivamente. Por su parte, la deuda interna del BCB se incrementó en 6,1pp debido a la colocación de títulos de regulación monetaria con el fin de controlar la inflación, captando recursos que son depositados en el instituto emisor y que serán liberados gradualmente para dinamizar la actividad económica, en la medida que continúe el descenso de la inflación.

manteniendo altos niveles de liquidez. El índice de morosidad disminuyó en parte por la apreciación del tipo de cambio que mejoró la capacidad de pago de empresas e individuos cuyos ingresos generalmente están denominados en bolivianos y tienen deudas en dólares. Se debe destacar el aumento del micro-crédito y la expansión de las operaciones en moneda nacional, aunque a fines de la gestión se revirtió levemente el proceso de bolivianización de los depósitos como resultado principalmente de las depreciaciones de las monedas de nuestros principales socios comerciales y su efecto en las expectativas de depreciación del boliviano.

El sistema financiero tuvo un desempeño positivo durante 2008 y debido a su limitado vínculo con los mercados internacionales, la crisis financiera global no le afectó. De hecho, la actividad de intermediación financiera se incrementó y los depósitos del público y la cartera crecieron a tasas importantes. Las entidades financieras se fortalecieron, mejorando sus niveles de capital con relación a sus activos, incrementando su solvencia así como los niveles de rentabilidad y

La orientación contracíclica de las políticas del Banco Central de Bolivia

Como principal autoridad monetaria, el BCB orienta sus políticas a preservar el poder adquisitivo interno de la moneda nacional con el fin de contribuir al desarrollo económico y social del país. En este marco, ha establecido su objetivo en términos de mantener una inflación baja y estable.

El Ente Emisor instrumentó sus políticas en el marco de un Programa Financiero que fue incorporado en un Memorándum de Entendimiento suscrito entre el BCB y el Ministerio de Hacienda. Las metas de este programa fueron cumplidas con amplios márgenes registrándose una elevada contracción del Crédito Interno Neto (CIN) total y del CIN al SPNF. La línea de crédito de emergencia por \$us600 millones solicitada por el Tesoro General de la Nación al BCB no afectó el cumplimiento de las metas del Programa Monetario.

Para moderar el impacto del significativo incremento de las RIN sobre los medios de pago y evitar mayores presiones sobre los precios domésticos, el BCB colocó títulos mediante OMA hasta el tercer trimestre. Las tasas de títulos públicos se incrementaron ante la mayor oferta en volumen y en tipo de títulos, transmitiendo a los mercados las señales de la política monetaria

contractiva. Asimismo, se ampliaron los requerimientos de encaje legal, principalmente para depósitos en moneda extranjera, con el fin de coadyuvar al control de la liquidez, además de generar incentivos para alcanzar una mayor participación de los depósitos en moneda nacional.

Algunos indicadores permiten cuantificar el esfuerzo monetario (Cuadro R.2). A pesar del acelerado crecimiento de las RIN en la gestión, la relación de OMA respecto a RIN aumentó sostenidamente de 7,7% a fines de 2006 a 27,0% en septiembre de 2008. Las OMA alcanzaron un nivel equivalente superior a 90% de la emisión monetaria en el segundo y tercer trimestre de 2008, y descendió hasta 83% en diciembre. De no haberse realizado estas operaciones de esterilización, la importante ganancia de RIN se habría traducido en un incremento significativo de la liquidez y de la inflación.

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

Indicadores	2006	2007	2008			
			Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV
OMA/RIN	7,7	17,9	25,9	27,7	27,0	25,2
CIN/RIN	-63,9	-65,4	-69,7	-69,9	-70,6	-69,7
OMA (OMA + Excedentes de encaje legal)	63,3	84,1	96,0	96,0	94,9	86,4
OMA/EMISIÓN	21,3	51,7	85,3	91,9	91,6	83,1
OMA/M3	4,6	13,6	21,4	24,4	24,9	22,3
Tasas de interés LT MN a 13 semanas (%)	4,8	7,3	7,3	8,0	8,6	8,7

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

Conforme cambió el contexto económico internacional y disminuyó la inflación, el BCB revirtió la dirección de sus medidas con el fin de inyectar a la economía la liquidez recogida en años previos y expandir gradualmente el crédito para incentivar la actividad económica. En el cuarto trimestre del año se disminuyó la oferta de títulos en OMA y las tasas del mercado monetario cesaron su incremento y, para algunos instrumentos de corto plazo, presentaron disminuciones.

Las tasas de crecimiento anual de los agregados monetarios en diciembre de 2008 fueron más bajas

que en los años anteriores. Los agregados monetarios más amplios, que incluyen depósitos en moneda extranjera crecieron a un menor ritmo que los denominados en moneda nacional, pero acorde con el incremento de la actividad económica y los mayores niveles del ingreso disponible. Los agregados monetarios en moneda nacional registraron altas tasas de crecimiento al finalizar el primer semestre, asociadas al comportamiento de la demanda de circulante y depósitos en bolivianos. En el segundo semestre, por menores flujos de recursos del extranjero y, posteriormente, por la disminución en la preferencia del boliviano, todos los agregados monetarios

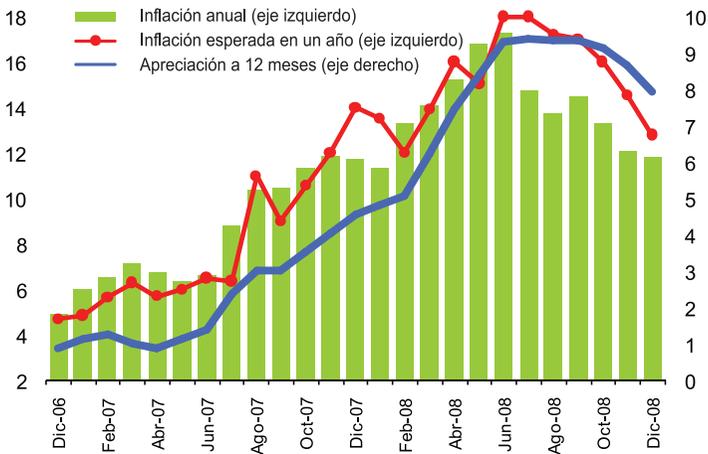
exhibieron menor crecimiento anual, y principalmente aquellos en moneda nacional.

La política cambiaria de apreciación del boliviano en 2008 se orientó a moderar las presiones inflacionarias importadas, y coadyuvó a la política monetaria, evitando que un ajuste excesivo en las tasas de interés afecten a la actividad económica. Por las características del régimen cambiario y la todavía alta dolarización de la economía, se evitaron movimientos bruscos del tipo de cambio que hubieran tenido efectos negativos sobre la actividad económica y el sistema financiero.

Consistente con la elevada afluencia de dólares debido al favorable contexto externo y la preferencia por el boliviano, la moneda nacional se apreció hasta inicios de octubre de 2008. Si el BCB no hubiera comprado moneda extranjera, la apreciación en el mercado hubiera sido mucho más elevada y las RIN no se habrían incrementado en la magnitud observada. En la medida que se redujeron las presiones inflacionarias, se desaceleró la apreciación del boliviano; y desde el último bimestre de 2008, la paridad se mantuvo invariable, en un contexto de alta incertidumbre externa y elevada volatilidad de las monedas en gran parte de las economías de la región y del mundo (Gráfico R.6).

GRÁFICO R.6

APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA (Variación en 12 meses, en porcentaje)

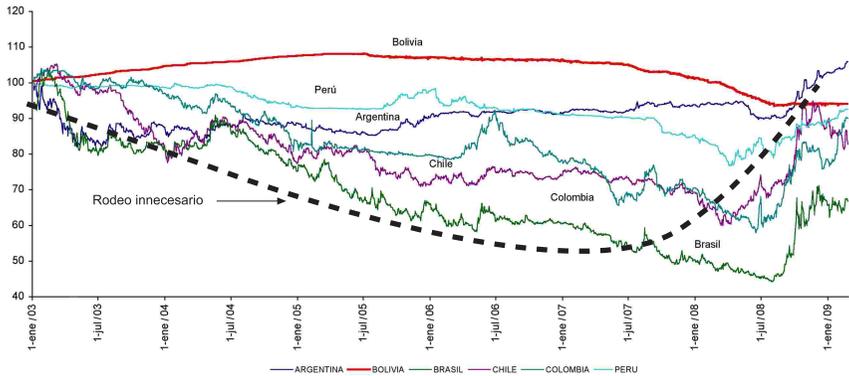


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La contribución del tipo de cambio a la estabilidad macroeconómica y financiera es clara, puesto que la inflación anual habría sido significativamente mayor si no se hubiese apreciado el boliviano. De manera similar, la menor variabilidad relativa del tipo de cambio frente a la observada en otros países, contuvo los efectos negativos de la crisis financiera internacional sobre el sector real y financiero nacional (Gráfico R.7). Para evitar sobrerreacciones en las expectativas respecto a la evolución del tipo de cambio y sus efectos, se

adoptaron medidas complementarias. A partir de octubre se incrementó la oferta diaria de dólares en del bolsín, para generar mayor confiabilidad en los agentes económicos respecto a la administración cambiaria. También contribuyeron el alto nivel de RIN, que permitió conservar la credibilidad de la política cambiaria, y los incentivos para limitar el ingreso de capitales especulativos mediante el cobro de una comisión por transferencias de recursos al y del exterior a través del BCB.

**GRÁFICO R.7
TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS
SELECCIONADAS
(Índice, enero 2003 = 100)**



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

El BCB también veló por el adecuado y normal funcionamiento del sistema de pagos. Asimismo, para mejorar la eficiencia de las operaciones entre las entidades financieras, se continuó el proceso de incorporación de entidades no bancarias supervisadas por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras a constituirse como participantes del Sistema de Pagos de Alto Valor.

En síntesis, el BCB utilizó sus políticas de manera contracíclica previendo los cambios en la coyuntura y propendiendo al logro de una tasa de inflación baja y estable. Frente a los desafíos que impusieron las presiones inflacionarias, hasta fines del primer semestre, y los efectos de la crisis financiera internacional, desde el tercer trimestre, los resultados macroeconómicos en 2008 fueron destacables, tal como se describió en la anterior sección.

Los resultados sobresalientes de la economía boliviana alcanzados en 2008, se reflejan en el cuadro de cifras récord que se presenta al final de este resumen.

Perspectiva de la economía boliviana en 2009 en un contexto turbulento

Los principales desafíos para 2009 están relacionados con los efectos de la crisis financiera internacional, previéndose un significativo descenso en el crecimiento

económico mundial, en especial en las economías industrializadas y, en menor medida, en las emergentes y en desarrollo. Sin embargo, por los fundamentos macroeconómicos, el menor vínculo de la economía boliviana con el extranjero y la solidez de su sistema financiero, los efectos serán menos severos que en otros países.

Para 2009 se proyecta que las cuentas externas y el crecimiento económico mostrarán resultados menos favorables. En efecto, por los menores precios internacionales para nuestros productos de exportación y la desaceleración en el crecimiento económico de los países socios comerciales, se proyecta un bajo déficit en la balanza comercial, cuenta corriente, y de balanza de pagos y, consecuentemente, un uso de reservas internacionales. El descenso en el valor de las exportaciones, el incremento de las importaciones de bienes capital principalmente, y la disminución en el envío de las remesas de trabajadores serán los factores que inducirán este resultado.

La actividad económica crecería en torno al 5%, por la desaceleración de los sectores transables no extractivos y de la minería. El comportamiento de la producción del sector de hidrocarburos está condicionado a los niveles de inversión y del volumen exportado a Brasil y Argentina. En cambio, el crecimiento de la producción de los sectores de bienes

y servicios destinados al mercado interno estará en función al estímulo de la demanda interna.

Se estima que el SPNF consolidado mantenga la disciplina fiscal observada en los años anteriores. No obstante, por el dinamismo de la inversión pública y la reducción de los ingresos corrientes, cerraría la gestión 2009 con un saldo deficitario. En el caso del sistema financiero boliviano, su menor vínculo con el sistema financiero internacional y su solidez, permitirán que en el 2009 la actividad de intermediación se incremente, se desarrolle con normalidad y no comprometa la estabilidad financiera.

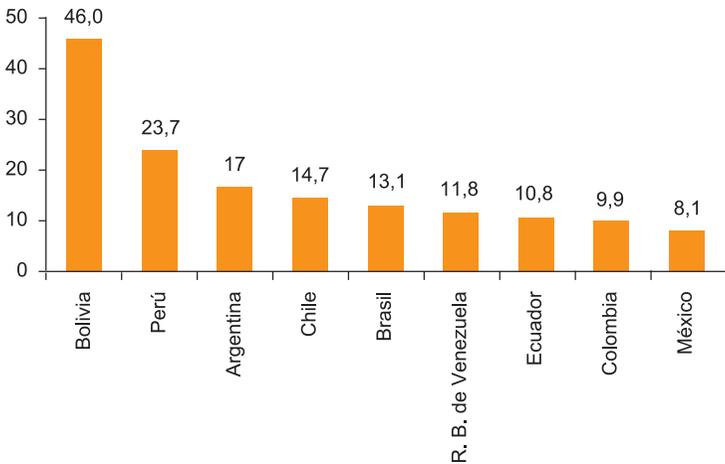
En la medida que la inflación continúe convergiendo hacia niveles normales, el BCB continuará inyectando liquidez a la economía con el fin de estimular la demanda agregada y moderar los efectos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica y el empleo. Con relación a la política cambiaria se mantendrá el régimen cambiario vigente, es decir un esquema de movimientos graduales, puesto que los movimientos bruscos de la divisa tendrían repercusiones en las personas y empresas endeudadas en moneda extranjera, así como en las propias instituciones financieras. Aunque el sistema genera estabilidad en

la determinación de la paridad, no significa que ésta se mantendrá fija: podría moverse en cualquier dirección (apreciación o depreciación), según evolucione la inflación nacional e internacional, los movimientos cambiarios externos, la dolarización en la economía y los efectos de los shocks externos.

La adecuada gestión institucional del BCB en 2008

El favorable desempeño del sector externo descrito previamente, la remonetización de la economía nacional, la adecuada política macroeconómica y el alto precio del oro en los mercados internacionales determinaron que las RIN del BCB alcancen a \$us7.722 millones al 31 de diciembre de 2008. De esta forma, Bolivia presenta el nivel más alto de reservas internacionales en porcentaje del PIB en América Latina y por tanto una sólida posición externa (Gráfico R.8). De este total, el portafolio de inversiones del BCB alcanzó a \$us7.709 millones, lo que implicó un incremento de \$us2.404 millones frente al saldo de fines de 2007. Cabe destacar que en la gestión 2008 el BCB obtuvo el mayor ingreso histórico por la inversión de las reservas internacionales en los mercados financieros internacionales con un monto de \$us217 millones.

GRÁFICO R.8
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DE PAÍSES SELECCIONADOS (En porcentaje del PIB)



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

En un contexto de alta incertidumbre en los mercados financieros en 2008, el BCB adoptó una política de administración de RIN aún más conservadora, enfatizando la seguridad, la preservación de capital y la liquidez, antes que el rendimiento. Por ejemplo, a partir de septiembre de 2008 ya no se efectuaron inversiones en el portafolio de depósitos, como medida precautoria ante la crisis financiera internacional. Adicionalmente, se realizaron redenciones anticipadas con algunos bancos. Es destacable que el BCB, y por ende el país, no tuvo pérdidas por operaciones de inversión de RIN, pues todas las entidades financieras en las que se colocaron las reservas cumplieron en forma oportuna y completa sus obligaciones con el BCB.

Debido al entorno todavía desfavorable que se observará en 2009 e inclusive en 2010, las tasas de interés internacionales permanecerán en niveles bajos. Por esta razón, el BCB estima que el rendimiento de las reservas no será mayor al 1%. Además, se seguirá una política de diversificación de riesgos, con una inversión en Euros de hasta \$us660 millones (8% del total), límite que será evaluado permanentemente. También se seguirá con esta orientación conservadora, pues se realizarán inversiones en títulos gubernamentales y agencias de gobierno de países con la más alta calificación (AAA) y en organismos internacionales; y en forma reducida en entidades bancarias internacionales también de la más alta calificación.

En el plano administrativo, la confiabilidad de los Estados Financieros del BCB fue corroborada por la Gerencia de Auditoría Interna. Asimismo, la evaluación de los Estados por parte de los auditores, Ruizmier, Rivera, Peláez, Auza S.R.L. señala que éstos presentan razonablemente la situación financiera del BCB al 31 de diciembre de 2008. Estos informes fueron elaborados bajo las normas generalmente aceptadas en Bolivia y las normas de auditoría gubernamental financiera. El resultado de las operaciones del Banco Central de Bolivia en 2008 fue positivo en Bs51.695.375.

Aparte de llevar a cabo esfuerzos en el cumplimiento de sus objetivos, el BCB se ha caracterizado por desarrollar una amplia gama de actividades complementarias. Entre ellas resaltaron las que promueven la investigación y el conocimiento como la Jornada Monetaria, el Premio Nacional de Investigación Económica, la Feria del Ahorro, el Encuentro de Economistas de Bolivia, el Concurso Nacional de Ensayo Escolar, estos dos últimos realizados por primera vez en el país, en ocasión del Octogésimo aniversario del Ente Emisor. Complementariamente, el BCB ha efectuado actividades de difusión de sus políticas, para incrementar el conocimiento de las mismas en la población en general (informes, presentaciones, etc). Finalmente, el Ente Emisor también estuvo comprometido con acciones de relacionamiento con la sociedad civil y sus necesidades económicas y culturales (donaciones con recursos del personal, ciclos de cine y otras actividades culturales).

CUADRO R3:
CIFRAS RÉCORD DE LA ECONOMÍA BOLIVIANA EN 2008

Concepto	Comentario
Actividad Económica	<p>La tasa de crecimiento anual del PIB registrada en 2008 (6,15%) fue la más alta desde 1975 (7,31%).</p> <p>Fue uno de las más altas de la región, por encima de países como México (1,3%), Chile (3,2%) y Brasil (5,1%). Además y con excepción de Perú, fue la tasa que más aumentó con relación al promedio observado entre 2004-2007 del resto de países latinoamericanos.</p>
Inflación	<p>La caída en la tasa de inflación desde junio a diciembre de 2008 (5,47%) es sólo comparable con la experimentada en el periodo octubre 2000 - abril 2001 (5,55%). Cabe resaltar que esta caída ocurrió en un contexto de alta expansión económica, distinta al periodo mencionado, caracterizado por un bajo dinamismo económico.</p> <p>La reducción de la tasa de inflación en Bolivia en 2008 fue la más alta de la región, tanto en términos absolutos (5,47%) como en términos relativos (38,2%).</p>
Cuenta Corriente	<p>En 2007 y 2008 la cuenta corriente alcanzó superávit históricos de 12% del PIB. Estos fueron producto principalmente del aumento de las exportaciones y de la recepción de mayores remesas de trabajadores.</p> <p>Estos niveles se encuentran por encima de los registrados por otros países: mayor a los promedios de América Latina, la Comunidad Andina y el MERCOSUR y en un nivel comparable al alcanzado por Venezuela (12,3%).</p>
Resultado Fiscal	<p>Como nunca en la historia económica del país, se registraron superávits fiscales en tres gestiones consecutivas. Los superávits entre 2006 y 2008 alcanzan a un total de 9,4% del PIB. En 2008 fue de 3,2% del PIB, el segundo superávit más alto en el MERCOSUR después de Chile y el único con superávit fiscal en la Comunidad Andina.</p>
Posición de Inversión Internacional	<p>En 2008, por primera vez en la historia de Bolivia, la Posición de Inversión Internacional registró un saldo acreedor que representó 8,5% del PIB, debido al importante aumento de las RIN del BCB.</p>
Reservas Internacionales Netas	<p>A fines del 2008, las RIN del BCB alcanzaron a \$us7.722 millones uno de los niveles más altos de la historia de Bolivia. Este monto representa el 46% del PIB y se constituye en el porcentaje más alto entre los países de América Latina y el Caribe.</p>

Concepto	Comentario
Deuda Pública Externa	El saldo de la deuda externa pública de mediano y largo plazo alcanzó \$us2.444 millones, nivel que representa 14% del PIB, cifra muy inferior al máximo alcanzado en 2003 de 63%.
Inversión Extranjera Bruta	Los flujos de Inversión Extranjera Directa Bruta recibidos en 2008 por el país fueron de \$us1.302 millones, el mayor nivel nominal en la historia del país. Alcanzó a 7,8% del PIB.
Tipo de Cambio	Los coeficientes de variación de los tipos de cambio de los países de la región en 2008, muestran que la paridad cambiaria boliviana registró la menor volatilidad.
Depósitos del Sistema Financiero	Las tasas de crecimiento interanuales de los depósitos de las dos últimas gestiones (19,7% en 2008 y 20,4% en 2007) fueron las más altas de la última década, reflejando un elevado grado de confianza del público en el sistema financiero.
Créditos del Sistema Financiero	Las tasas de crecimiento interanuales de los créditos en 2007 (9,4%) y en 2008 (7,3%) son las más altas de los últimos 10 años. El crecimiento de los créditos concedidos al sector privado en los dos últimos años, refleja el buen desempeño de la economía al permitir la creación y consolidación de emprendimientos productivos.
Bolivianización del Sistema Financiero	Las políticas monetaria y cambiaria contribuyeron a generar mayores niveles de bolivianización en el sistema financiero. A fines de 2008 alcanzó a 46,9% en los depósitos y a 31,6% en los créditos. Estos porcentajes son los más altos alcanzados a fines de gestión en más de dos décadas.
Actividades del BCB	Las actividades del BCB durante 2008 llegaron a totalizar 24, entre publicaciones, seminarios, concursos de investigación, ferias y otras actividades diversas. Este número supera de sobremañera las 14 actividades realizadas en la gestión 2007, o las 9 de 2006, dando una clara señal del compromiso asumido por el BCB con la sociedad.