



ECONOMÍA MUNDIAL

1. Actividad económica mundial
2. Inflación internacional
3. Precios de los productos básicos
4. Mercados financieros y movimiento de capitales
5. Perspectivas de la economía mundial en 2010

Banco Central de Bolivia

PARTE

I

En 2009 la economía mundial comenzó a salir parcialmente de la recesión sincronizada a la que se dirigió desde la profundización de la crisis financiera en 2008. Este mejor desempeño fue el resultado de los estímulos fiscales y monetarios de amplio alcance aplicados en gran parte del mundo. No obstante, la recuperación fue diferenciada, pues mientras que las economías avanzadas se recuperaron lentamente, las economías emergentes y en desarrollo lo hicieron con mayor celeridad, tanto porque se encontraban menos expuestas a las turbulencias financieras, como por el dinamismo de su demanda interna que reflejó el repunte de los precios de los productos básicos.

Por su parte, los mercados financieros se estabilizaron gradualmente a medida que la aversión al riesgo disminuyó. El mercado bursátil se recuperó más rápidamente, mientras que la contracción del crédito fue parcialmente compensada con los mayores flujos de capital hacia las economías emergentes y en desarrollo.

1

ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

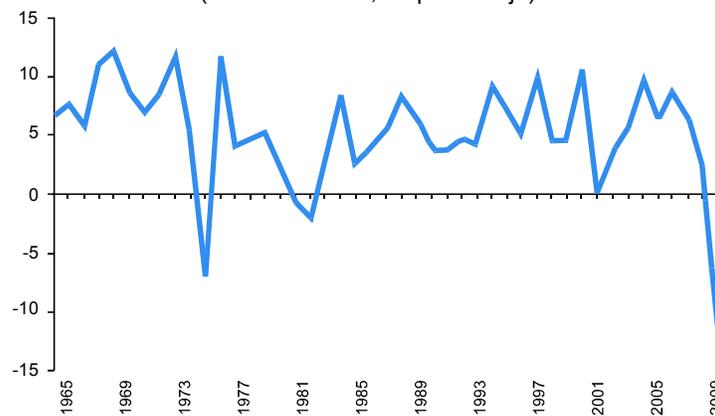
A comienzos de 2009 la actividad económica mundial continuó en una fase recesiva sin precedentes en las últimas décadas, como resultado de la agudización de las turbulencias financieras y la crisis de confianza que impactaron fuertemente las decisiones de gasto de las empresas y las familias, particularmente en las economías avanzadas. La tasa de desempleo aumentó significativamente. Los efectos fueron adversos sobre el comercio mundial, que cayó en volumen 12% y en valor 23% durante 2009, la peor caída en 70 años (Gráfico 1.1), afectando seriamente el desempeño de las economías emergentes y en desarrollo, generalizando la contracción del sector real a lo largo del mundo.

Una vez incorporados los impactos del sustancial estímulo otorgado por las medidas fiscales, monetarias y de

fortalecimiento del sector financiero desde fines de 2008, la actividad económica mostró señales de una recuperación diferenciada a partir del segundo trimestre de 2009. En efecto, las economías avanzadas se recuperaron lentamente aunque sin poder revertir completamente su caída, principalmente debido a la debilidad de su demanda interna, la cual fue consistente con elevados índices de subutilización de capacidad productiva y, por consiguiente, con una escasa capacidad de absorción de empleo.¹ En cambio, las economías emergentes y en desarrollo se recuperaron mucho más rápidamente gracias a sus buenas condiciones macroeconómicas iniciales y dinamismo de su demanda interna (Gráfico 1.2 y Cuadro 1.1).

GRÁFICO 1.1
VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES MUNDIALES

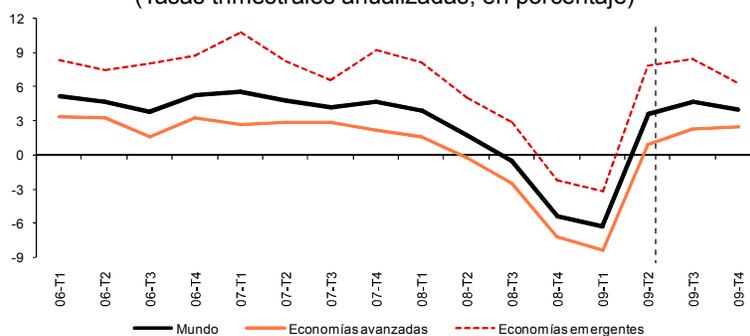
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Secretaría de la OMC
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

¹ El problema se tornó estructural, pues la producción potencial de estas economías fue afectada por la caída en la acumulación del capital y la menor productividad laboral, además de la productividad total de los factores.

GRÁFICO 1.2
CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL POR REGIONES
(Tasas trimestrales anualizadas, en porcentaje)



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

CUADRO 1.1
CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL
(Tasas de variación anualizadas, en porcentaje)

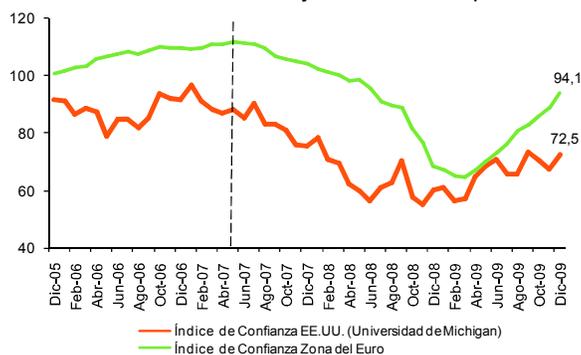
	2007	2008	2009 ^p	2009 ^{p,1/}			
				T1	T2	T3	T4
Producto Mundial	5,2	3,0	-0,6	-6,3	3,6	4,7	4,0
Economías Avanzadas	2,7	0,5	-3,2	-8,3	1,0	2,4	2,6
Estados Unidos	2,1	0,4	-2,4	-6,4	-0,7	2,2	5,6
Zona del Euro	2,8	0,6	-4,1	-9,6	-0,4	1,6	0,0
Japón	2,4	-1,2	-5,2	-13,6	6,1	-0,4	3,6
Economías en Desarrollo 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	5,7	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* (abril de 2010), bancos centrales, Instituto Nacional de Estadística (INE) y *Bloomberg*
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
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

Los flujos comerciales internacionales también comenzaron a recuperarse y los mercados financieros a estabilizarse. Como resultado de todas estas señales, los índices de confianza mejoraron paulatinamente, aunque todavía sin llegar a alcanzar los niveles previos a la crisis (Gráfico 1.3).

GRÁFICO 1.3
ÍNDICES DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES EN EE.UU. Y LA ZONA DEL EURO
(Índices mensuales, 1966=100 y 2000=100, respectivamente)

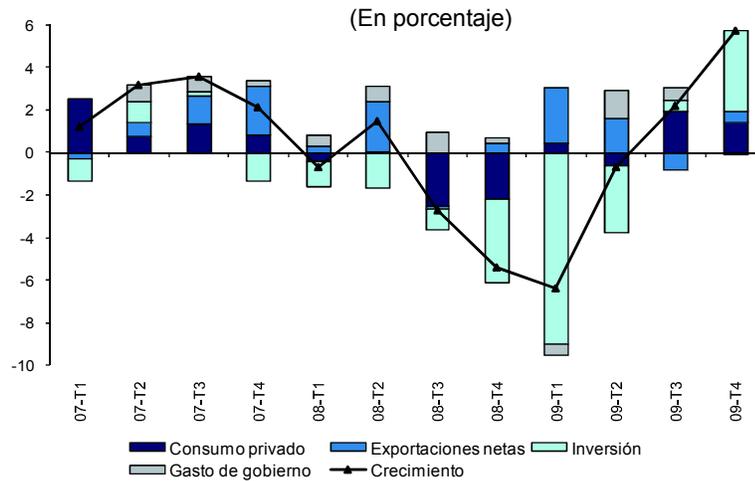


FUENTE: *Bloomberg*
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Desde una perspectiva específica y más desagregada, Estados Unidos registró en el tercer y cuarto trimestre de 2009 un crecimiento positivo de 2,2% y 5,6%, respectivamente, después de presentar un prolongado período de recesión iniciado en 2008 explicado por la fuerte contracción de la demanda interna (Gráfico 1.4). En todo el año el PIB cayó en 2,4%. La reversión de esta fuerte contracción tuvo dos características: por una parte, la decidida

acción tomada por las autoridades para enfrentar la crisis de su sistema financiero y la magnitud de las medidas fiscales y monetarias, a pesar de que tras suyo se comprometió el estado de las finanzas públicas; y, por otra parte, una recuperación moderada del consumo y de la inversión privada residencial y no residencial, los cuales, no obstante, aún soportan la presencia de un mercado laboral débil y restricciones al crédito.

GRÁFICO 1.4
CRECIMIENTO DEL PIB DE EE.UU.

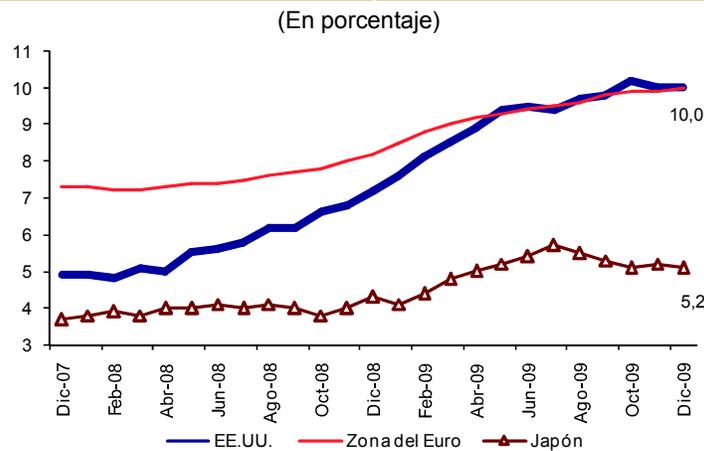


FUENTE: Bureau of Economic Analysis
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

La tasa de desempleo en este país se duplicó en apenas dos años alcanzando un nivel de 10% en diciembre de 2009, a pesar de los esfuerzos fiscales por sostener la actividad económica. Este problema es considerado como uno de los mayores retos para el gobierno estadounidense en el corto

y mediano plazo por sus efectos adversos sobre las expectativas de los inversionistas y porque afecta la sostenibilidad del crecimiento económico. En similar situación se encontraban el resto de las economías avanzadas (Gráfico 1.5).

GRÁFICO 1.5
TASA DE DESEMPLEO EN EE.UU., LA ZONA DEL EURO Y JAPÓN

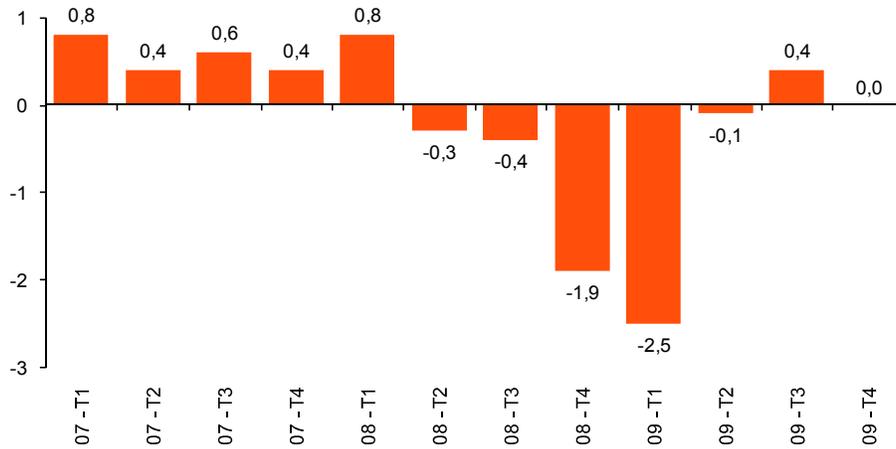


FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Mucho más delicada fue la situación de la Zona del Euro que sólo logró moderar la caída de su actividad económica (Gráfico 1.6). En esta región los programas de estímulo monetario y fiscal fueron lentos y heterogéneos a nivel de países, y no lograron impactar sustantivamente el gasto privado. A ello se sumó una reacción menos decisiva sobre la resolución de la crisis financiera que derivó en la mantención de condiciones restrictivas del crédito, afectando las

decisiones de inversión y consumo. La mayor rigidez de su mercado laboral coadyuvó a que la tasa de desempleo se ubicase alrededor del 10% y mantenga presiones de un mayor deterioro hacia adelante.² Los países que tuvieron mejor desempeño fueron Alemania, por la recuperación en el segundo semestre de las exportaciones, y Francia por la mayor participación relativa de su sector público y las medidas tomadas en este ámbito.

GRÁFICO 1.6
CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ZONA DEL EURO
(En porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

De igual forma, Japón fue una de las economías avanzadas más afectadas por la crisis, aunque registró una importante recuperación en la segunda mitad de año impulsada por las exportaciones, asociadas en gran parte al dinamismo de sus vecinos del Asia y por el estímulo fiscal implementado. En el cuarto trimestre creció en 3,6% en tasa trimestral anualizada.

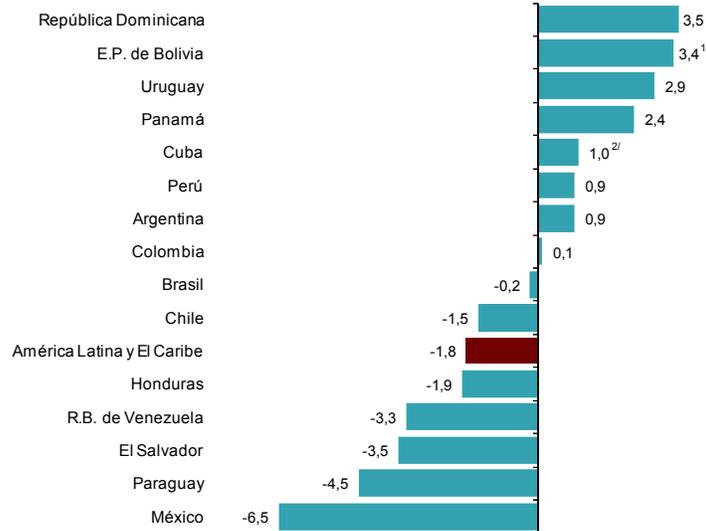
Por su parte, las economías emergentes y en desarrollo revirtieron gradualmente la caída del producto experimentada entre el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, ocasionada por el desplome de la demanda externa. Los programas de estímulo monetario y fiscal implementados para fortalecer la demanda interna, conjuntamente con el repunte de los precios internacionales de los productos básicos lograron contener la caída de las tasas de crecimiento. De igual forma, la solidez de sus sistemas financieros poco expuestos a los activos "tóxicos" limitó los efectos de la crisis financiera, la cual sumada al mejor desempeño macroeconómico previo, alentó nuevamente la entrada de capitales. Destacó el dinamismo de las economías asiáticas, en particular de China (8,7%) e India (5,7%).

Respecto a América Latina y El Caribe, en la segunda mitad de 2009 se logró revertir parcialmente los efectos adversos de la crisis gracias a las políticas contracíclicas adoptadas y al repunte de los precios internacionales de los productos básicos. No obstante, el comportamiento por países fue diferenciado. Brasil respaldó su recuperación a través del consumo privado y público, que afianzó la recuperación de la producción industrial y de sus índices de confianza; mientras que en Chile los choques externos adversos de demanda y precios afectaron sus cuentas externas y fiscales, a lo cual se respondió con una política fiscal contracíclica buscando compensar la contracción del gasto privado y con una política monetaria claramente expansiva. Por otra parte, Perú enfrentó una fuerte desaceleración de su producción, que también fue parcialmente compensada por un programa de estímulo fiscal y monetario; en tanto que en Argentina el gasto de inversión se contrajo fuertemente por la alta percepción de riesgo. Finalmente, México resultó seriamente afectado por sus estrechas relaciones comerciales con Estados Unidos. En este contexto, Bolivia fue menos afectada por la crisis y en 2009 tuvo el crecimiento más alto de América del Sur (Recuadro 1A y Gráfico 1.7).

² El caso más preocupante es el de España en el que la tasa de desempleo llegó a alrededor del 20%, cifra no observada desde la década de los ochenta.

GRÁFICO 1.7

CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2009 EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
(En porcentaje)



FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (abril de 2010)
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Cifra correspondiente a estimaciones oficiales
^{2/} CEPAL

2

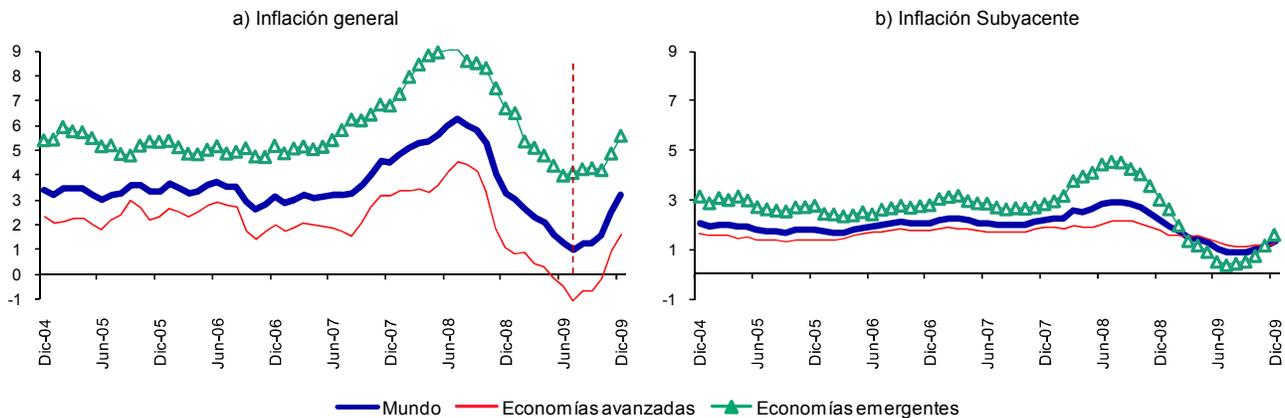
INFLACIÓN INTERNACIONAL

El año 2009 se caracterizó por una disminución sostenida de las presiones inflacionarias a nivel global, como resultado de la debilidad de la demanda mundial y de la caída de los precios internacionales de los productos básicos, especialmente de alimentos y combustibles. Esta caída se observó en los primeros meses del año y posteriormente fue seguida por una recuperación parcial.

Debido a que en las economías avanzadas la caída de la inflación fue mucho más pronunciada, llegando incluso a tasas negativas en algunos trimestres, surgió una preocupación transitoria sobre si se estaría en el comienzo de un proceso deflacionario. La evidencia de una moderada disminución de la inflación subyacente, que además se mantuvo con tasas positivas, descartó aquella hipótesis (Gráfico 1.8).

GRÁFICO 1.8
INFLACIÓN MUNDIAL

(Variación interanual del índice de precios al consumidor)



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

La disminución de la inflación total en las economías avanzadas, la relativa estabilidad de la inflación subyacente, el control de las expectativas inflacionarias y la existencia de una capacidad instalada subutilizada permitieron mantener invariable la orientación expansiva de las políticas monetarias y los incentivos fiscales de los gobiernos para estabilizar el sistema financiero y coadyuvar a la recuperación económica.

En un contexto de parcial recuperación de los precios de los *commodities* y con un efecto hacia el alza de una base estadística baja en 2008, la inflación en Estados Unidos alcanzó 2,7% en diciembre de 2009. En cambio, en la Zona del Euro se reportó una inflación anual de sólo 0,9% para 2009, reflejando una mayor debilidad de su actividad

económica (Cuadro 1.2). Similar situación a la de Europa se observó en otras economías, donde la inflación fue menor a la observada en 2008 por la debilidad de las demandas interna y externa. Destaca el caso de Japón, donde el índice de precios registró una caída del 1,7%.

Paulatinamente y a lo largo del año surgió la preocupación de los inversionistas y analistas por los efectos sobre la inflación de las sustanciales inyecciones de liquidez llevadas adelante desde fines de 2008. Este riesgo es considerado por las autoridades monetarias en función a la consolidación de la recuperación de la economía y cobrará mayor atención posiblemente en los primeros trimestres de 2010.

CUADRO 1.2
INFLACIÓN A 12 MESES EN PAÍSES Y REGIONES SELECCIONADAS
(En porcentaje)

	2007	2008	2009
Mundo	5,0	4,5	2,9
Estados Unidos	4,1	0,1	2,7
Zona del Euro	3,1	1,6	0,9
Japón	0,7	0,4	-1,7
Reino Unido	2,0	3,9	2,1
China	6,5	1,2	1,9
India	5,5	9,7	15,0
América Latina y El Caribe	6,2	8,1	4,8
Argentina	8,5	7,2	7,7
E.P. de Bolivia	11,7	11,8	0,3
Brasil	4,5	5,9	4,3
Chile	7,8	7,1	-1,4
Colombia	5,7	7,7	2,0
México	3,8	6,5	3,6
Perú	3,9	6,7	0,2
R.B. Venezuela	22,4	30,9	25,1

FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (abril de 2010), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (diciembre de 2009), *Latin American Consensus Forecast* (diciembre de 2009) y bancos centrales
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

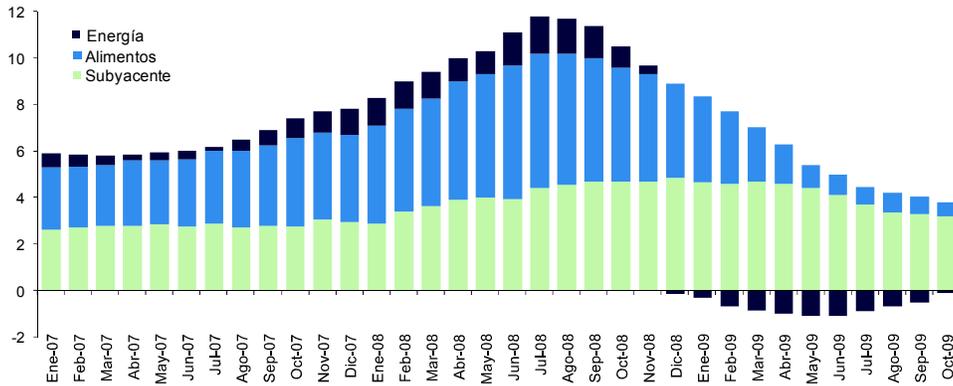
En las economías emergentes y en desarrollo se observó también una importante disminución de la inflación como resultado inicial de una caída de los precios internacionales de los productos básicos (principalmente alimentos y combustibles). Sin embargo, los resultados por países fueron heterogéneos en función a su sensibilidad a la recuperación de estos precios y al margen existente en su capacidad instalada para soportar la presión de la recuperación de la actividad económica.

América Latina registró en 2009 una disminución casi generalizada de la tasa de inflación respecto a 2008 como

resultado en gran parte de la caída de los precios de los alimentos y productos energéticos y la moderada actividad económica interna. La excepción fue Argentina por el dinamismo del gasto público y el crecimiento de los agregados monetarios. La economía boliviana registró una de las tasas más bajas de inflación en la región, y a la vez, pudo evitar el fenómeno de deflación.

En términos agregados, la inflación subyacente de la región se mantuvo en torno al 4% y ayudó a orientar una política monetaria expansiva basada en fuertes recortes de las tasas de interés de política (Gráfico 1.9).

GRÁFICO 1.9
CONTRIBUCIONES A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA
(Tasas de variación en 12 meses, en porcentajes)



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

3

PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

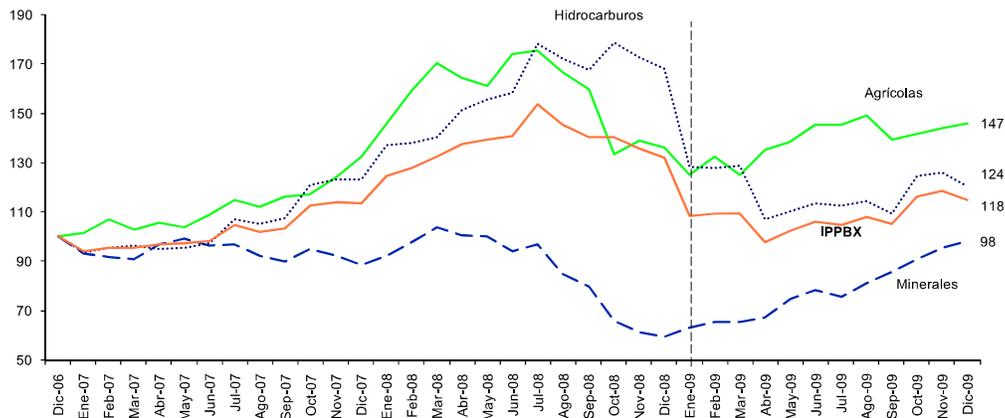
A partir del segundo trimestre de 2009 los precios de los productos básicos revirtieron su tendencia decreciente, iniciada en el segundo semestre de 2008, debido tanto a la expectativa de que la crisis estaba siendo superada como a la rápida recuperación de las economías emergentes y en desarrollo, particularmente asiáticas. Asimismo, las iniciales reducciones de oferta de algunos productos básicos (entre ellos petróleo, aluminio, estaño y zinc) conjuntamente con la creciente inversión financiera en el mercado de *commodities* incidieron también en el alza de precios.³

Debido a la fuerte caída del índice de precios del grupo de hidrocarburos, explicada con más detalle posteriormente,

entre diciembre de 2008 y 2009 el Índice de Precios de los Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPPBX) registró una disminución de 11,2%. Sin embargo el IPPBX sin hidrocarburos registró un crecimiento de 36% (Gráfico 1.10 y Cuadro 1.3).

En este período, los precios del grupo de minerales aumentaron en 65,6% debido en gran parte a la recuperación moderada de la economía mundial, a la creciente demanda de China (por reposición de existencias efectuada por la Oficina de Reserva Estratégica y por las necesidades de la expansión de su industria) y al recorte de la producción acacido desde finales de 2008.⁴

GRÁFICO 1.10
PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS EXPORTADOS POR BOLIVIA^{1/}
(Índices, diciembre 2006 = 100)



FUENTE: Bloomberg y YPFB
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Considera precios promedio mensual

³ FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial* (octubre de 2009), Apéndice 1.1.

⁴ Este recorte se dio en respuesta a los bajos niveles de precios observados en ese período.

CUADRO 1.3

RESUMEN DE COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN^{1/}

(En dólares estadounidenses e índices)

	dic-08	dic-09	Variación % acumulada en el año
Zinc (\$us/LF)	0,5	1,1	123,5
Oro (\$us/OTF)	826,0	1.126,7	36,4
Plata (\$us/OTF)	10,4	17,6	69,2
Estaño (\$us/LF)	4,8	7,1	47,9
Plomo (\$us/LF)	0,4	1,1	142,9
Soya (\$us/TM)	320,4	384,7	20,1
Harina de Soya (\$us/TM)	291,8	333,0	14,1
Aceite de Soya (\$us/TM)	656,4	882,0	34,4
Azúcar (\$us/TM)	307,7	632,0	105,4
Algodón (\$us/TM)	1.147,5	1.814,8	58,2
Café (\$us/LB)	1,0	1,6	49,9
Petróleo (Brent) (\$us/Barril)	41,6	74,7	79,6
Gas (\$us/MPC)	8,6	5,7	-34,0
Ítem de memorandum (Base Dic. 2006 = 100)			
Índice de Precios Minería	59,3	98,2	65,6
Índice de Precios Agricultura	138,1	146,8	6,2
Índice de Precios Complejo Soya	155,2	158,8	2,3
IPPBX	132,4	117,5	-11,2
IPPBX s/Hidrocarburos	78,8	107,2	36,0

FUENTE: Bloomberg y YPFB
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Considera precios promedios

En el caso del oro y la plata, además repercutió el "efecto refugio" ante la tendencia depreciatoria del dólar estadounidense. De igual manera, destacaron los incrementos registrados en los precios del zinc y plomo (más del 100%) y los de la plata y estaño (alrededor del 50%) (Cuadro 1.3).

Por su parte, los productos agrícolas también registraron incrementos en sus precios, en gran parte debido a un ajustado equilibrio entre la demanda y oferta mundiales.⁵ La producción de biocombustibles, los riesgos sobre fenómenos climáticos adversos y el repunte de precios de los energéticos también fueron determinantes importantes para la recuperación de los precios.

En esa línea, el índice del grupo agrícola registró un aumento del 6,2% para el período de referencia. Los precios del complejo soya fluctuaron, aunque con una leve tendencia ascendente como resultado de las fuertes compras de China en el primer semestre de 2009, los efectos adversos de las condiciones climáticas y el ajustado *stock* mundial de este producto. En el caso del azúcar, la disminución de la oferta por problemas climáticos en India (segundo mayor productor del mundo) y un mayor destino de la caña a la producción

de etanol en Brasil (principal productor) presionaron los precios al alza en un contexto en el que la demanda se mantuvo invariable.

Con relación a los hidrocarburos, cabe señalar que este grupo está compuesto por el gas natural (50,9% de ponderación para toda la canasta de bienes que componen el IPPBX) y el petróleo (6,8% de ponderación). Los precios de exportación del gas natural están contractualmente indexados, con un rezago entre uno y dos trimestres, a los precios de una canasta de energéticos relacionados con el petróleo.⁶

La disminución del precio de exportación del gas natural de 34,0%, registrada en 2009, reflejó en gran parte la fuerte caída de precios del petróleo ocurrida entre el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009. La posterior recuperación gradual del precio de este energético sólo compensó parcialmente esta caída. Debido al mecanismo de ajuste con rezago, es previsible una mayor recuperación de los precios del gas natural en 2010.

⁵ El equilibrio ajustado entre la oferta y demanda hace referencia al ritmo relativamente estrecho con que la acumulación de existencias acompaña al mercado. Ver FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (octubre de 2009), Apéndice 1.1.

⁶ Los precios del gas natural incluidos en el índice corresponden a los precios que se derivan del contrato de venta de gas a Brasil (GSA). Este acuerdo contribuye con la mayor proporción del total exportado.

4

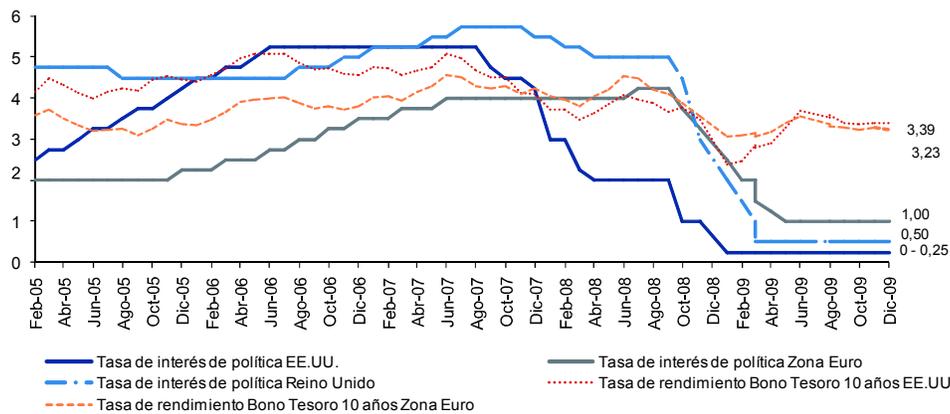
MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTO DE CAPITALES

Después de tocar fondo en los primeros meses de 2009, los mercados financieros tendieron a estabilizarse gradualmente a lo largo del año, alentados por el sustancial apoyo público al sector financiero y por los signos de recuperación de la economía mundial. La reactivación de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes y en desarrollo compensó la persistencia observada en las restricciones crediticias en estos países.

A la par de las medidas de apoyo fiscal, las medidas de estímulo monetario adoptadas por la mayoría de los bancos

centrales fueron decisivas.⁷ Desde fines de 2008, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, los bancos centrales disminuyeron sustancialmente las tasas de interés de política y se comprometieron a seguir una política de expansión cuantitativa orientada a proporcionar la liquidez necesaria a los mercados monetarios así como dar soporte a los mercados de crédito, particularmente en las economías avanzadas, lo cual a su vez les otorgó cierta capacidad para afectar directamente las tasas de interés de largo plazo (Gráfico 1.11).⁸

GRÁFICO 1.11
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA Y TASAS DE RENDIMIENTO DE LARGO PLAZO
EN ECONOMÍAS AVANZADAS SELECCIONADAS
(En porcentajes)



FUENTE: Bancos Centrales, JPMorgan
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La tensión en los mercados monetarios disminuyó considerablemente desde los niveles alcanzados en los períodos más críticos, debido a la caída de grandes bancos de inversión a fines del tercer trimestre de 2008. De igual forma, los mercados de valores en las principales plazas experimentaron un repunte ligado a un mayor apetito por riesgo de los inversionistas y a una mejora gradual del desempeño de las empresas y de las economías (Gráfico

1.12). La volatilidad de estos mercados también disminuyó, aunque se mantuvieron por encima de los niveles pre-crisis reflejando que la percepción de riesgo todavía está presente (Gráfico 1.13). A fines de año los mercados fueron afectados por turbulencias relacionadas con dificultades de pago acaecidas en Dubai y con los reportes sobre las dificultades fiscales expresadas por el gobierno de Grecia.⁹

⁷ La actuación proactiva de los organismos financieros internacionales fue también relevante por las señales dadas a los mercados y a los inversionistas en general.

⁸ En Estados Unidos, la política monetaria expansiva conocida como *quantitative easing* o *credit easing* estuvo conformada por un programa de facilidades de préstamos a las entidades financieras; un programa de compras de papeles comerciales; y un programa de compras de títulos de largo plazo como los bonos hipotecarios emitidos por *Fannie Mae* y *Freddie Mac* (dos entidades pertenecientes al grupo de Empresas Patrocinadas por el Gobierno cuyo objetivo básico es el de financiar el sector de la vivienda) y los títulos del Tesoro. Las medidas no convencionales del Banco de Inglaterra y del Banco Central Europeo estuvieron relacionadas también con la compra directa de activos.

⁹ A fines de noviembre, el Fondo Estatal Soberano *Dubai World* y su subsidiaria *Nakheel* anunciaron aplazar el pago de sus obligaciones por seis meses (hasta mayo de 2010). Por su parte, el gobierno griego reconoció un déficit público mayor al previsto dando lugar a un aumento de las primas por riesgo soberano de sus bonos de largo plazo.

GRÁFICO 1.12

ÍNDICES ACCIONARIOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES

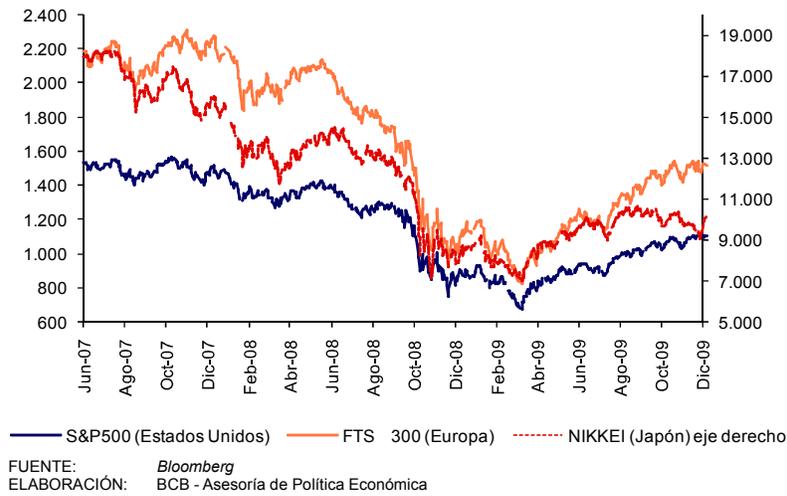
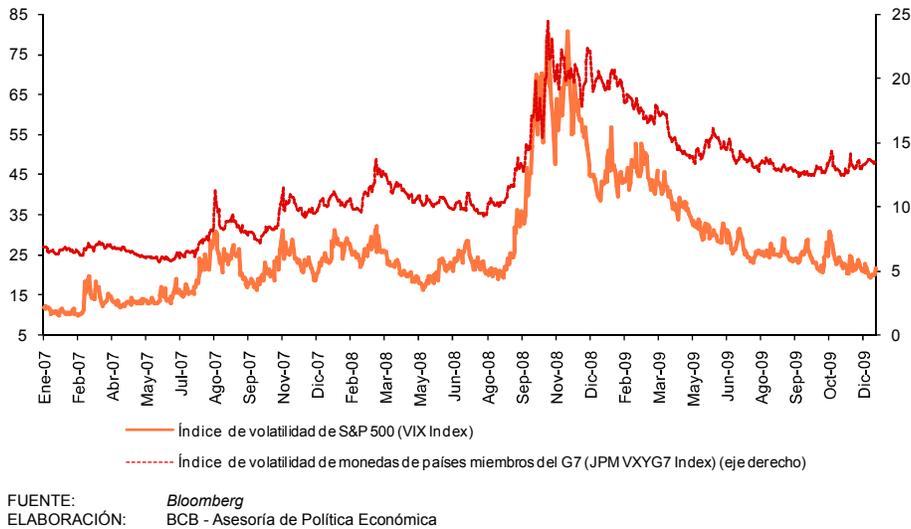


GRÁFICO 1.13

ÍNDICES DE VOLATILIDAD DE S&P Y DE DIVISAS DEL G-7
(En puntos porcentuales)

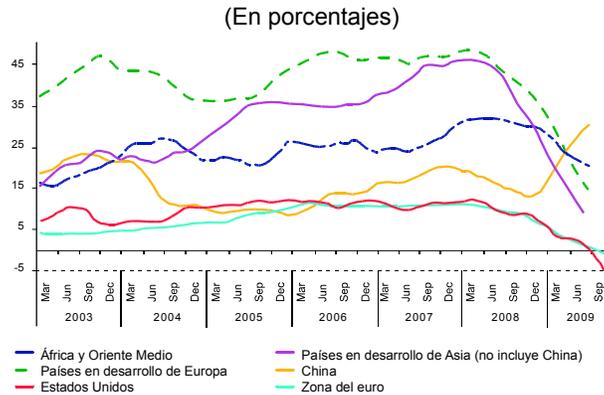


Sin embargo, a pesar de que las condiciones financieras y no financieras en los mercados crediticios se relajaron durante gran parte de 2009,¹⁰ la desaceleración del crédito al sector privado no pudo ser detenida, excepto en China. La gradual reconstrucción de los balances de los bancos de las

economías avanzadas, afectados por el deterioro de la calidad de los "activos tóxicos" a los que estuvieron expuestos, los llevó a ser cautos con las colocaciones de créditos. La disminución del ritmo de la demanda fue también determinante para este comportamiento (Gráfico 1.14).¹¹

¹⁰ Las condiciones no financieras hacen referencia a la definición de colaterales (garantías y otros), definición de criterios de elegibilidad de clientes, etc.
¹¹ En algunos países de América Latina, como Brasil, Chile, Colombia, Perú y Costa Rica, el mayor dinamismo de los créditos de la banca pública logró compensar parcialmente la contracción del crédito de la banca privada. Ver CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe* (dic. 2009), páginas 20 y 31.

GRÁFICO 1.14
CRECIMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO



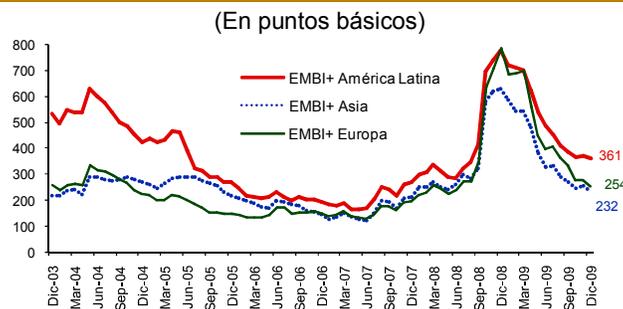
FUENTE: Adaptado de la CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe* (dic. 2009)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Con relación al sustancial apoyo fiscal otorgado por los gobiernos de las economías avanzadas a los bancos en problemas durante el período de crisis, en el último trimestre de 2009 se inició el proceso gradual de devolución de los recursos recibidos por los bancos norteamericanos y también europeos.¹² De igual manera, las autoridades realizaron pruebas de tensión (*stress test*) a los principales bancos de Estados Unidos y Europa, concluyendo que estas entidades eran capaces de soportar situaciones peores a las previstas.¹³ Por otra parte, en el mes de octubre, Estados Unidos lanzó finalmente su programa de compra de activos tóxicos (PPIP, *Public-Private Investment Program*) destinado a sanear la banca y movilizar créditos al sector privado. Sin embargo, dada la recuperación del valor de estos activos, de la propia banca y de los mercados financieros, el alcance del programa

se redujo.¹⁴ No obstante, el saneamiento y la reforma del sector financiero en las economías avanzadas es un tema pendiente en la agenda económica de mediano plazo.

En las economías emergentes y en desarrollo, la percepción de riesgo en los mercados de bonos soberanos disminuyó notoriamente, alentada por el repunte de los precios de los productos básicos y el mejor desempeño macroeconómico observado (Gráfico 1.15). Los flujos de capitales a estas economías, que inicialmente se preveía que disminuirían notablemente, mostraron un fuerte repunte, particularmente en activos de renta variable, asociados a las expectativas de apreciación de sus monedas y al mayor dinamismo de su crecimiento (Gráfico 1.16).

GRÁFICO 1.15
SPREAD DE LOS BONOS SOBERANOS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES



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

¹² Los buenos resultados alcanzados y la estabilidad de los mercados financieros permitieron que el *Bank of América*, *Citibank* y *Wells Fargo* sean capaces de emitir acciones ordinarias para captar fondos destinados a devolver los recursos prestados por el gobierno a través del programa TARP (*Troubled Asset Relief Program*). De igual modo procedieron grandes bancos europeos como *BNP Paribas*, *Société Générale* y *Lloyds*.

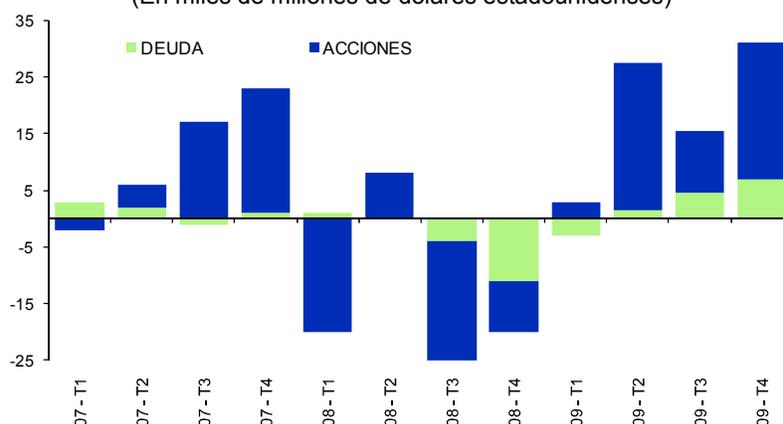
¹³ En Estados Unidos, las pruebas de tensión se realizaron entre fines de febrero y abril de 2009 en el marco del Programa de Evaluación del Capital Supervisor (SCAP, por sus siglas en inglés) conducido por la Reserva Federal. Se encontró que la mayoría de los 19 grandes bancos evaluados contaba con el suficiente capital básico para absorber eventuales mayores pérdidas. Asimismo, se señaló que al menos 10 bancos necesitaban aumentar su capital (principalmente a través de la emisión de acciones ordinarias) para estar protegidos adecuadamente contra los peores escenarios adversos. En Europa, por su parte, las pruebas de tensión fueron coordinadas por el Comité Europeo de Bancos Centrales, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea. De las pruebas realizadas en la segunda mitad de año se encontró que los 22 principales bancos evaluados estaban "suficientemente capitalizados" y podían soportar situaciones adversas mayores a las previstas.

¹⁴ La meta se redujo alrededor de sólo \$us 40 mil millones. En octubre de 2009 seis fondos de inversión se sumaron al Programa con un poder de compra total de \$us12,3 mil millones, de los cuales un cuarto provenían de inversionistas privados.

GRÁFICO 1.16

FLUJOS DE CAPITAL PRIVADOS NETOS HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

(En miles de millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: FMI, Actualización Informe sobre Estabilidad Financiera Mundial (enero de 2010)
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En América Latina y El Caribe se registró un fuerte repunte de las emisiones de bonos soberanos y corporativos en los mercados internacionales, alcanzando a noviembre de 2009 alrededor de \$us61 mil millones, más de tres veces el nivel de 2008.¹⁵

Por su parte, los flujos de Inversión Extranjera Directa neta (IED) recibidos por la región disminuyeron respecto a 2008, aunque se mantuvieron por encima del promedio de gran parte de la década. Resaltan el crecimiento registrado en Brasil y la fuerte contracción experimentada por México (Cuadro 1.4).

CUADRO 1.4

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA NETA EN PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE^{1/}

(En millones de dólares estadounidenses)

	Promedio 2000-2007	2008	2009
América Latina y el Caribe	56.620	93.524	65.269
Brasil	14.780	24.601	28.587
Argentina	3.831	7.502	3.408
México	18.234	21.795	9.180
Chile	4.113	9.896	5.689
Perú	2.298	4.079	4.430
Colombia	3.607	8.346	3.413

FUENTE: CEPAL, Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (dic. 2009)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} La IED neta considera la inversión directa en la economía declarante, deducida la inversión directa de residentes de esa economía en el exterior

Como resultado de la estabilización y gradual recuperación de los mercados financieros y el mayor apetito por riesgo, el dólar estadounidense cedió su papel de "moneda de refugio" y nuevamente tendió a depreciarse durante gran parte de 2009 (Gráfico 1.17). Los diferenciales de tasas de interés en favor de otras economías avanzadas y emergentes

y las menores entradas de capital a la economía estadounidense aportaron al debilitamiento del dólar (Cuadro 1.5). A fines de año se observó un leve repunte que se relacionó con datos positivos sobre la recuperación de Estados Unidos y los efectos de la crisis en Grecia.

¹⁵ CEPAL, op. cit., página 76.

GRÁFICO 1.17

TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR FRENTE A UNA CANASTA DE PRINCIPALES MONEDAS^{1/}

(Índice, 1973 Marzo =100)



FUENTE: *Federal Reserve*
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ^{1/} Conformada por las siguientes monedas: Euro, yen japonés, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca, franco suizo y dólar australiano. Cada moneda está ponderada y expresada por unidad de dólar estadounidense

CUADRO 1.5

FLUJO DE FONDOS DE ESTADOS UNIDOS CON EL RESTO DEL MUNDO

(En miles de millones de dólares estadounidenses)

	2005	2006	2007	2008	2009 ^{4/}			
					T1	T2	T3	T4
Titulos del Tesoro de EE.UU.								
Compras netas por no residentes	245,1	150,3	165,2	674,3	688,1	403,8	458,4	460,0
Titulos garantizados de Agencias y Empresas Patrocinadas por el Gobierno (GSE) ^{1/}								
Compras netas por no residentes	134,3	222,7	250,3	-218,1	-236,4	-25,2	-194,7	-64,1
Bonos Corporativos								
Compras netas de emisiones externas por residentes estadounidenses	64,5	227,8	218,7	-62,1	137,5	219,4	84,1	173,0
Compras netas de emisiones estadounidenses por no residentes	328,5	541,0	424,6	40,0	-46,7	-109,9	-158,9	-84,0
Acciones (excluye participaciones en Fondos Mutuos)								
Compras netas de emisiones externas por residentes estadounidenses (incluye ADRs ^{2/})	186,7	137,3	147,8	1,3	7,3	150,9	107,3	14,0
Compras netas de emisiones estadounidenses por no residentes	56,9	96,2	218,5	91,2	31,7	118,8	184,8	156,0
Participaciones en Fondos Mutuos ^{3/}								
Participaciones de no residentes	32,2	45,2	38,2	5,3	0,7	36,3	30,3	28,1

FUENTE: *Federal Reserve*
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ^{1/} Incluye emisiones de agencias federales, de empresas patrocinadas por el Gobierno como *Fannie Mae* y Bancos Federales de Préstamos Hipotecarios, así como títulos garantizados por hipotecas emitidos por *Fannie Mae*, *Freddie Mac* y otras
^{2/} ADR = *American Depositary Receipt* (Certificado de Depósito Americano representativo de acciones de corporaciones extranjeras que pueden negociarse en el mercado de valores de Estados Unidos)
^{3/} Participaciones en compañías de inversión. Excluye participaciones en fondos mutuos del mercado monetario, fondos de transacción de divisas y otros fondos
^{4/} Los datos trimestrales están anualizados y ajustados estacionalmente

En una perspectiva de largo plazo, la debilidad del mercado financiero de Estados Unidos y la persistencia del déficit en cuenta corriente de esta economía, manifestado en elevados niveles de su deuda externa, no ofrecerían la suficiente garantía para sustentar el valor del dólar. En los últimos diez

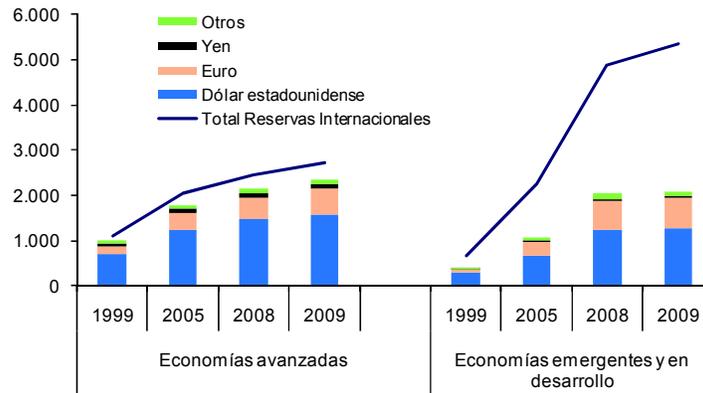
años la participación del dólar en las reservas internacionales pasó de 70% a 65% en las economías avanzadas y de 73% a sólo 57% en las economías emergentes y en desarrollo, mientras que la del euro aumentó a un cuarto y casi un tercio, respectivamente (Gráfico 1.18).¹⁶

¹⁶ Esta composición por monedas considera sólo las reservas que el FMI logró clasificarlas por monedas.

GRÁFICO 1.18

**COMPOSICIÓN POR MONEDAS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
EN REGIONES SELECCIONADAS^{1/}**

(En miles de millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: FMI, Base de datos COFER (*Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*)
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} La diferencia entre el total de reservas internacionales y la suma de la composición por monedas, representa a aquellas reservas que no tienen identificadas su asignación por monedas

Sin embargo, no se avizora una moneda capaz de reemplazar al dólar estadounidense, no sólo por consideraciones económicas, sino también por cuestiones políticas relacionadas con el liderazgo mundial del país que respalde la moneda internacional.¹⁷ Se señala que el euro presenta serias falencias vinculadas al sesgo de la política monetaria y fiscal del área en contra del crecimiento, al lento dinamismo de la economía europea y a "las ambigüedades de la estructura de gobierno de la zona del euro." De igual forma, el yen ya habría sido descartado por el estancamiento secular experimentado por la economía japonesa, mientras que el renminbi (o yuan chino) aún estaría muy lejos de constituirse en una moneda que reemplace al dólar debido a que la economía China mantiene un "abanico de controles de capital" y tiene un "sistema financiero extremadamente

subdesarrollado". Inclusive los DEG¹⁸ o una nueva unidad monetaria basada en ésta adolecería de limitaciones, relacionadas principalmente con la ausencia de una autoridad que la administre.¹⁹

América Latina, que es una zona monetaria vinculada al dólar, observó en gran parte de 2009 una fuerte apreciación de sus monedas, como resultado de las mejores perspectivas de las economías locales y la importante entrada de capitales. Este comportamiento de los mercados de divisas puede constituirse en una fuente de inestabilidad de los flujos comerciales y financieros para un determinado país por los costos o ganancias cambiarias involucradas, entre otros (Gráfico 1.19).²⁰

¹⁷ Benjamín Cohen, "El futuro de las monedas de reserva", publicado en *Finanzas & Desarrollo*, FMI (septiembre 2009).

¹⁸ Derechos Especiales de Giro, unidad de cuenta del FMI basada en una canasta de divisas.

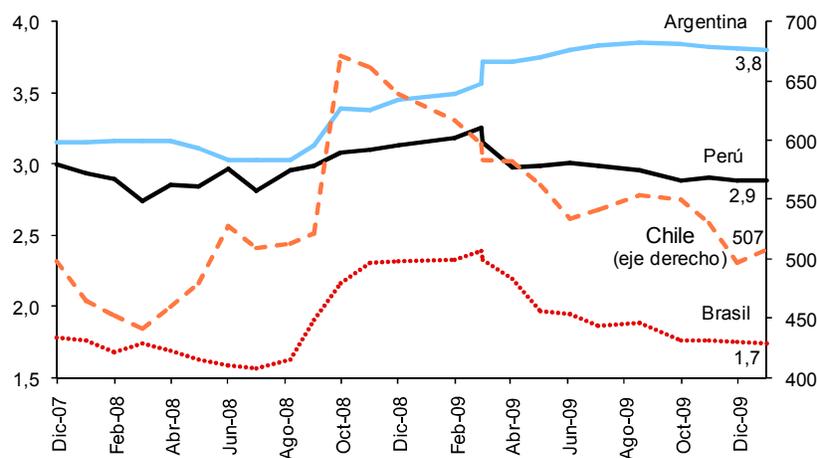
¹⁹ A mediados de año, las cuatro principales economías emergentes Brasil, Rusia, India y China (BRIC por sus iniciales), que junto a otras se encuentran entre las mayores tenedoras de las reservas internacionales del mundo y, por tanto, se constituyen entre las mayores acreedoras, plantearon reemplazar el dólar en el corto plazo por una unidad monetaria representativa de una canasta de divisas. Posterior a esta declaración, China y Brasil acordaron utilizar sus propias monedas en su intercambio comercial bilateral.

²⁰ Por ejemplo, la salida y entrada de capitales a una economía puede exacerbarse si se toma en cuenta que la rentabilidad en moneda local de invertir en el exterior depende no solamente de la rentabilidad existente en la moneda del país receptor, sino además de las variaciones esperadas en los tipos de cambio.

GRÁFICO 1.19

TIPOS DE CAMBIO NOMINALES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS DE AMÉRICA LATINA

(En unidades monetarias por dólar estadounidense)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En suma, tomando en cuenta la emergencia de nuevos actores con creciente peso relativo en la economía y política

mundiales, podría preverse que el debate sobre el futuro del dólar irá ganando cada vez más fuerza.

5

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2010

Las perspectivas de recuperación se fueron afirmando, aunque todavía no están consolidadas. Para 2010, organismos internacionales oficiales y privados de previsiones macroeconómicas²¹ señalan que la economía mundial crecerá en un rango de 3,5% y 4,5%, pero a ritmos distintos, impulsada principalmente por el dinamismo de las economías emergentes y en desarrollo. Estos países encontrarían respaldo en la fortaleza de su demanda interna y en la recuperación de los precios internacionales de productos básicos. La OMC estima que el comercio mundial se recuperará en 2010 y crecerá en volumen un 9,5%, las economías desarrolladas aumentarían sus exportaciones aproximadamente en 7,5% y el resto del mundo en torno al 11%.

En cambio, las economías avanzadas crecerían modestamente (alrededor del 2%), aunque de forma más

rápida de la inicialmente prevista. Dados los altos índices de desempleo y una recuperación todavía frágil de sus sistemas financieros, este desempeño aún dependería de los incentivos fiscales y monetarios que se espera sean retirados gradualmente. Ello debería considerar también la presión que ejerzan en el corto plazo los elevados niveles de déficit fiscal y de endeudamiento público previstos para 2010.

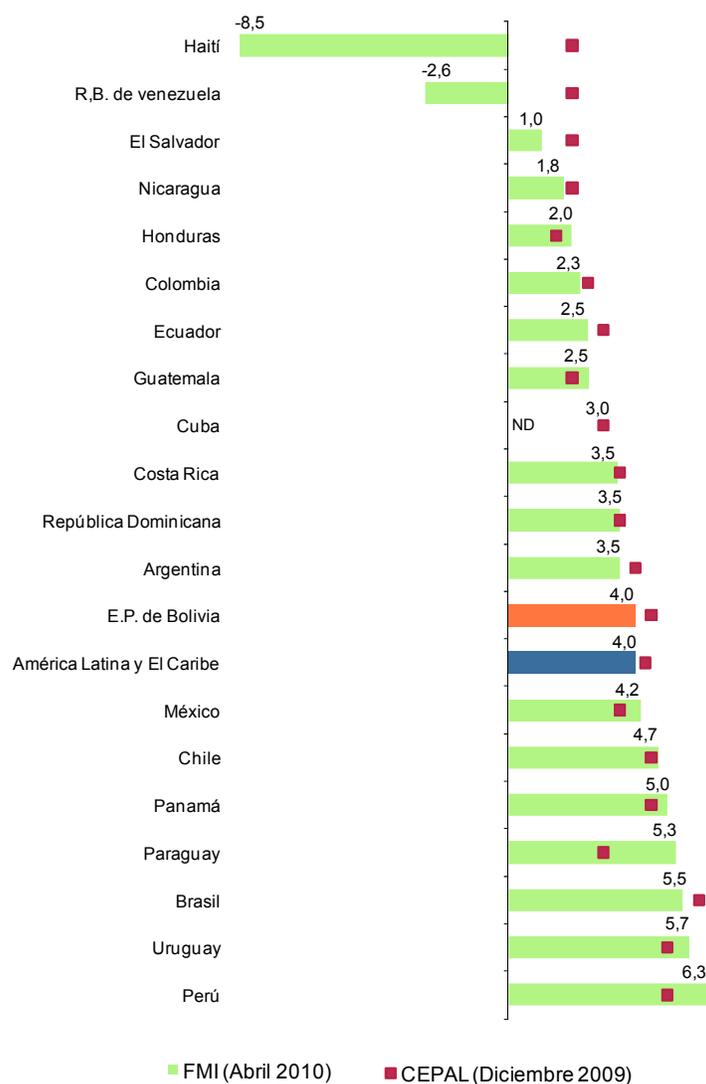
En cuanto a América Latina y El Caribe, en 2010 se prevé una recuperación de la actividad económica alrededor del 3,1% según el Banco Mundial, 4,0% según el FMI y 4,3% según la CEPAL (Gráfico 1.20). El crecimiento regional se fundamentaría principalmente en el dinamismo de la demanda interna de los países más grandes de la región y en el impulso de la demanda externa, en especial en aquellos que tienen mayor comercio con China.

²¹ FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (abril de 2010) y *Latin Focus Consensus Forecast* (marzo de 2010).

GRÁFICO 1.20

CRECIMIENTO PROYECTADO DEL PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2010

(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (abril de 2010); CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe* (diciembre de 2009). En el caso del Estado Plurinacional de Bolivia se consideran las proyecciones del PIB realizadas por el BCB
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ND No hay dato

Respecto a la inflación internacional en 2010, ésta sería más alta en virtud a la recuperación económica mundial y al aumento esperado, pero moderado, en los precios internacionales de los productos básicos, luego de un período de variaciones negativas e inflaciones cercanas a cero registradas en algunos países. Cabe también señalar que el importante impulso monetario y fiscal podría implicar mayores presiones inflacionarias, las cuales deberán ser controladas con la normalización de la política económica.

Para la economía nacional, se estima que la inflación internacional relevante -medida como la variación porcentual del índice de precios externos- continuaría en niveles

razonables del 1% en 2010.

Se espera que la relativa estabilidad de los mercados financieros se consolide gradualmente a la par que se plasmen las reformas de los sistemas financieros en las economías avanzadas. Ello involucra también a los mercados de divisas, cuya volatilidad permanecería alta. Asimismo, los precios de los productos básicos crecerían levemente. Todo ello dependerá de la sostenibilidad de la recuperación de la economía mundial.

Los flujos de remesas se espera que mejoren en 2010 y 2011, pero no recuperarían los niveles alcanzados en 2008.

RECUADRO 1A
**REPERCUSIONES DE LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA
 MUNDIAL EN EL E.P. DE BOLIVIA**

La economía global experimentó entre 2008 y 2009 una de las crisis económicas más profundas desde la Segunda Guerra Mundial. Comparada con crisis anteriores, la reciente tuvo un alcance amplificado, dada la mayor interconexión global de las entidades financieras que contribuyó a la propagación de los desequilibrios financieros y afectó la actividad económica mundial.

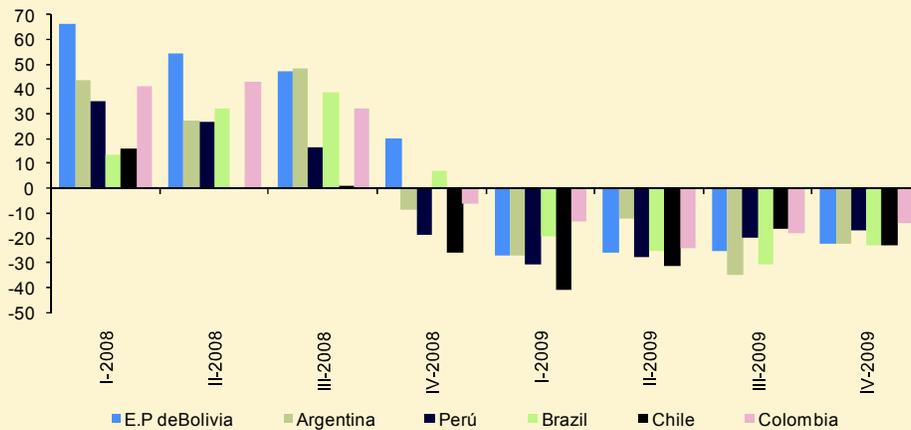
Al inicio de la crisis, las repercusiones en las economías latinoamericanas no se manifestaron a través del sistema financiero debido a su menor dependencia de fondos extranjeros. El impacto fue principalmente por el canal real de la economía. En efecto, el menor nivel de actividad económica global y la disminución del comercio internacional tuvieron impactos negativos sobre los precios de los productos básicos y, junto al empeoramiento de los términos de intercambio, se redujo el volumen de la

demanda de estos productos, afectando a los países que mantenían fuertes lazos comerciales con las economías avanzadas y a los exportadores de *commodities*.

Dadas las favorables condiciones iniciales, los buenos fundamentos macroeconómicos y las políticas implementadas, los impactos en el E.P. de Bolivia resultaron limitados en relación con otras economías de la región.²² Por ejemplo, el saldo comercial del país fue positivo.

Como el 2008 fue un buen año para las exportaciones con crecimiento por encima de los alcanzados en varias economías de la región (Gráfico 1.21), implicó una base estadística más alta para la comparación del desempeño de 2009. No obstante, la caída registrada en 2009 fue menos pronunciada que en otras economías.

GRÁFICO 1.21
EXPORTACIONES DE PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA
 (Variación a 12 meses, en porcentajes)



FUENTE: *Latin Focus Consensus Forecast* y Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

De igual manera, las transferencias unilaterales corrientes recibidas por concepto de remesas de trabajadores en el exterior disminuyeron durante el primer semestre de 2009, concordante con la actividad económica en los países avanzados. Sin embargo, a partir del segundo semestre de 2009 se observó una leve recuperación y

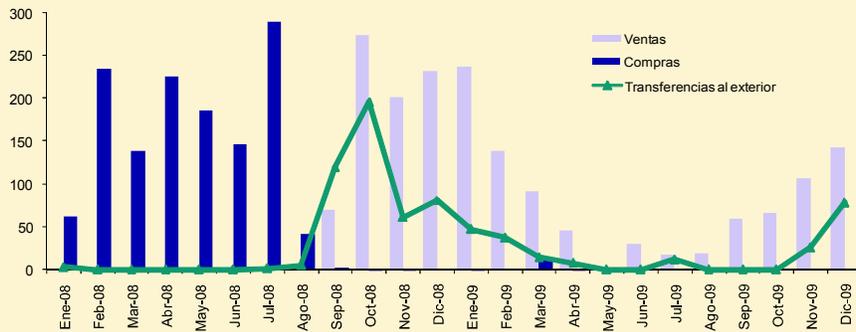
estabilización de las mismas. Es importante destacar que parte importante de las remesas tienen origen en países de la región, economías que no fueron afectadas tan fuertemente por la crisis como Estados Unidos o España.²³ Por ello, el descenso de las remesas recibidas por Bolivia (6,8%) fue menor al de otras economías.

²² Ver el Recuadro 3A.
²³ Ver el Recuadro 3A.

Respecto al mercado de divisas, al inicio de la crisis con la quiebra de *Lehman Brothers*, se incrementaron los volúmenes de ventas y disminuyeron significativamente las compras de dólares que realiza el BCB a las entidades financieras, a la par que hubo un aumento de las transferencias que éstas realizan al exterior por intermedio del BCB. Este comportamiento se debió principalmente a la incertidumbre infundada, en un contexto en que las economías vecinas estaban depreciando sus monedas y analistas internos se encargaban de amplificar el fenómeno y predecir igual comportamiento en el país.

Frente a esto, el Órgano Ejecutivo y el BCB reaccionaron con medidas que tranquilizaron a la población: el incremento sustancial de la oferta de dólares en el Bolsín (de 15 a 50 millones de dólares diarios) y la estabilización del tipo de cambio en un entorno de solidez de la economía boliviana.²⁴ Fueron señales contundentes y en los siguientes meses las ventas de dólares y las transferencias al exterior descendieron significativamente. A fines de 2009 se observó un leve repunte de las mismas que estaría asociado a un comportamiento estacional de fin de año (Gráfico 1.22).

GRÁFICO 1.22
VENTA Y COMPRA DE DIVISAS Y TRANSFERENCIAS
AL EXTERIOR DEL SECTOR FINANCIERO
(En millones de dólares estadounidenses)

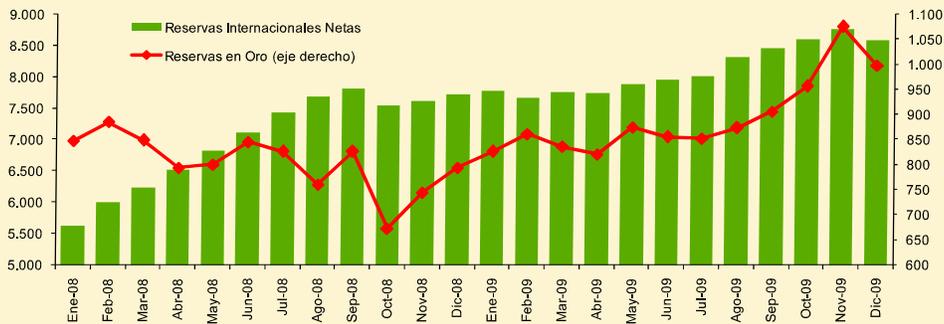


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

A pesar del entorno externo adverso, las Reservas Internacionales Netas (RIN) que reflejan el resultado del conjunto de las operaciones reales y financieras con el exterior continuaron creciendo (Gráfico 1.23). Con ese resultado, la Posición de Inversión Internacional del E.P.

de Bolivia registró una tenencia neta de activos financieros de la economía boliviana frente al resto del mundo por segundo año consecutivo, cerrando la gestión 2009 con un saldo acreedor de \$us3.415 millones (19,6% del PIB).

GRÁFICO 1.23
RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCB
(En millones de dólares estadounidenses)



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

²⁴ Ver el Recuadro 3A.

En resumen, el principal mecanismo de transmisión de la crisis en el caso de la economía boliviana fue a través del sector real, el cual se reflejó en un menor superávit de la balanza comercial, explicado por la disminución de la actividad económica global y su consiguiente efecto negativo en el comercio internacional y en el comportamiento los precios de los productos de exportación. Los buenos fundamentos macroeconómicos y las adecuadas y oportunas respuestas de política

determinaron que, a diferencia de varios países de Sudamérica que experimentaron recesión, el E.P. de Bolivia haya sido la economía con el crecimiento más alto de la región en 2009 (ver sección de Actividad Económica Mundial), se preservó la remonetización (ver sección Operaciones del Sector Financiero) y, como se analiza en esta sección, el sector externo registró un desempeño positivo a pesar de los impactos de la crisis económica mundial.

