

**INDICADORES ECONOMICOS
AGOSTO DE 2008.**

Contenido:

1. Contexto Internacional
2. Precios Internos
3. Sector Real
4. Sector Externo
5. Sector Monetario y Financiero
6. Sector Fiscal
7. Conclusiones

1. Contexto Internacional.**1.1. Caracterización del Contexto Mundial**

Existe un conjunto de indicadores que reflejan el estado de la economía mundial. Durante el primer semestre y una parte de los meses siguientes, un primer elemento tiene que ver con la subida del precio del petróleo y sus consecuencias inflacionarias en una gran mayoría de países, particularmente los importadores del hidrocarburo. En las últimas semanas hubo un retroceso en el precio del petróleo que bajó desde cerca de US\$ 140 el barril a un valor fluctuante alrededor de US\$ 80, estos niveles todavía son altos y en el corto plazo, algunos analistas esperan todavía una bajada a cerca de US\$ 50, aunque no existen muchos elementos de fundamento muy claros para sostener esa posición. A lo anterior, corresponde sumar una subida en el precio de varios productos básicos alimenticios. El Trigo, el Maíz y otros cereales han experimentado un incremento de precios por dos factores. El primero tiene que ver con el hecho que se convirtieron en un activo para inversiones. El segundo tiene relación con el avance de políticas para el desarrollo de biocombustibles. Sucede que ante la caída del dólar y el deterioro de las condiciones de inversión en valores financieros denominados en esta moneda, los inversionistas acudieron a títulos representativos de estos commodities. Demandaron valores futuros de cosechas de cereales en mercados especializados, haciendo subir los precios. En el caso del desarrollo de biocombustibles, esta nueva demanda



fue un factor adicional de presión sobre precios. Un segundo elemento central es la crisis financiera que nació el mercado de Estados Unidos con los préstamos hipotecarios “sub prime”. En términos simples, estos préstamos son un conjunto amplio de operaciones crediticias con alto riesgo original, dirigido a deudores sin probado flujo de repago, llamados *Ninjas* (Non income, no job, no assets). Es decir clientes sin flujo de ingresos ciertos, sin trabajo estable y sin activos para comprometerlos como garantía. El esquema especializado en el financiamiento de la vivienda se sostenía en una tendencia de alza en el precio de los bienes raíces, de modo que ante el no pago del préstamo, el acreedor podía adjudicarse el bien dado en garantía. Entonces, el valor de reventa del inmueble era superior y compensaba las posibles pérdidas crediticias para las entidades acreedoras. La mala noticia fue que el valor de los activos comenzó a caer en vez de subir. Creció la oferta de inmuebles y se contrajo la demanda y el consumo. Con créditos impagos por detrás, el resultado fue que estas y otras entidades financieras entraron en serios problemas.

Esta crisis financiera es relevante para la economía mundial, puesto que los valores representativos de estos negocios se han transado con entidades financieras fuera de Estados Unidos, las que ahora tienen estos valores infectados de baja probabilidad de pago y por lo tanto alto riesgo y baja liquidez (activos tóxicos). Al momento de la preparación de este reporte, no solamente las autoridades de EEUU sino los principales ejecutivos de banca central y hacienda del grupo G7 de países desarrollados, habían aprobado un programa de contingencia y los mercados de valores habían comenzando a mostrar algunas señales de recuperación de confianza.

Mientras tanto, el impacto de la crisis se ha extendido a muchos países incluyendo algunos de la región. El efecto inicial llegó a través de las bolsas, las que cayeron en Brasil, Chile, Argentina y México. En el caso de Bolivia, la crisis no llegará por el sistema financiero debido a la baja interrelación del sistema financiero local con el resto del mundo. Sin embargo, son previsible efectos por otros canales como el comercio y una menor demanda para productos exportados por Bolivia. Menores precios para materias primas por un crecimiento mundial más lento vinculado a la contracción del crédito, menores remesas por desempleo en países donde se profundice la crisis, y mayor desempleo local asociado al regreso de inmigrantes cesantes. Algunos de los efectos citados ya se perciben en sectores como la minería, donde el desplome de precios está impulsando el recorte de operaciones. Finalmente, con un precio menor del petróleo, lo más probable será una caída en la renta del gas natural exportado. Esto afectará a las finanzas públicas, los ingresos de las regiones y los municipios.

El tercer elemento que contextualiza la economía mundial es el enfriamiento del crecimiento de varias zonas del mundo. Norte América y principalmente la economía estadounidense ha ingresado



en un periodo de crecimiento muy bajo. Algunos economistas hacen una lectura de un proceso recesivo en curso. En la zona del Euro se advierte igualmente una ralentización del crecimiento. La desaceleración se hizo notar cuando se registró una caída del crecimiento mundial, que comenzó a bajar desde el 4.5 por ciento del primer trimestre de 2008 respecto a similar periodo del año anterior. En varios países desarrollados la confianza del consumidor se viene deteriorando y ello influye en la demanda, misma que es un factor de jalon del crecimiento. El periodo electoral en EEUU se traduce como en cualquier otra economía, en un periodo de espera para realizar inversiones y expandir oferta. La tendencia que publicó el Fondo Monetario Internacional es una disminución desde 5.1 por ciento en el 2007, hacia 3.9 por ciento en 2008 y una tendencia hacia 3 por ciento en el 2009 (ver Cuadro 1.1).

Cuadro 1.1

CONTEXTO INTERNACIONAL	2006	2007	Proyecciones	
			2008	2009
PRODUCTO MUNDIAL	5,1	5,0	3,9	3,0
Economías Desarrolladas	3,0	2,6	1,5	0,5
Economías del Asia (NICs)	5,6	5,6	4,0	3,2
China	11,6	11,9	9,7	9,3
India	9,8	9,3	7,9	6,9
Economías en Desarrollo	7,9	8,0	6,9	6,1
Hemisferio Oeste	5,5	5,6	4,6	3,2

Fuente: World Economic Outlook (Oct. 08 Update)

La proyección del Fondo Monetario Internacional refleja un cambio importante en la tendencia del crecimiento en todas las regiones del mundo y en todos los casos es un enfriamiento hacia el año 2009. En el caso de las economías Latinoamericanas que son parte del Hemisferio Oeste, se tiene una bajada de dinamismo importante en el pronóstico.

Estados Unidos

La economía de ese país representa más de una cuarta parte de la economía mundial y de ello deriva su importancia en el contexto global. Las interrelaciones de esta economía no son solamente con las economías desarrolladas sino inclusive con economías emergentes como México, Brasil, Chile y la Argentina en el Latinoamérica. Las condiciones de crisis y restricción al crédito, una posible desaceleración en las importaciones del resto del mundo, la subida de los precios de los alimentos y la inflación interna serán factores decisivos en el impacto interno y externo. Estados Unidos ha estado en el centro de la crisis mundial y ha sido la primera economía en ser impactada por este fenómeno y aún luego de la implementación del programa de rescate, la confianza para recuperar los créditos interbancarios y la confianza del consumidor tardaran en regresar.



El resultado del déficit gemelo de este país (comercial y fiscal) ha contribuido a una caída del valor del dólar respecto a la mayoría de las monedas del resto del mundo. Sin embargo, esta tendencia ha cambiado recientemente y el dólar viene fortaleciéndose, principalmente por el impulso a las exportaciones que generó la depreciación inicial. En tendencia, no se debería esperar un gran fortalecimiento del dólar puesto que el enfriamiento mundial podría poner límites a la expansión de las exportaciones norteamericanas.

La crisis financiera ha significado la quiebra de bancos de inversión, el rescate de las dos principales entidades estatales de financiamiento de la vivienda (Freddie Mac y Fannie Mae) y la propuesta de un plan de rescate de US\$ 700 mil millones, mismo que inicialmente no tuvo aprobación congresal y condujo a un desplome histórico en las Bolsas de Valores de EEUU y otras economías incluida la de Argentina, Brasil y Chile. Por otro lado, los costos de producción se mantienen altos influidos por el alto nivel de materias primas, entre ellas la principal que es el petróleo, que a pesar de haber bajado de valor recientemente, sigue siendo alto en relación al promedio histórico de años pasados. Adicionalmente, no es razonable esperar una caída en libre de este precio, lo que significa que habrá reacciones que intentarán que se recupere los altos niveles del reciente pasado. Habrán correcciones de mercado, como también es posible esperar acciones de cortes acordados al interior de los carteles de los productores. Internamente, la combinación de acciones de política monetaria contractiva para evitar presiones de inflación, junto a mayor control del riesgo crediticio, harán menos accesible el financiamiento para el consumo, pero también para la inversión. Ciertamente, la crisis financiera dejará traumas para los acreedores (bancos) como para los deudores.

Zona del Euro

La previsiones del Fondo Monetario apuntan a que el crecimiento de esta zona pasaría de una expansión de 2.6 por ciento en 2007 a 1.3 por ciento y 0.2 por ciento en 2008 y 2009 respectivamente. Los factores responsables pasan por una menor demanda mundial, la apreciación del Euro que encarece las exportaciones de la Zona y el encarecimiento de algunos insumos también derivados del petróleo. Recientemente, el Banco Central Europeo ha bajado su expectativa de crecimiento de la Unión Europea a 1% para el año 2008. Se anticipa una contracción del crédito en el marco de una política anti-inflación y ello repercutirá en la expansión de la actividad económica y ciertamente en la capacidad de generar empleo adicional. En los mercados laborales, la inmigración ha comenzado a ser un problema fuera de control, por lo que se vienen implementando iniciativas no solo para detener la migración particularmente ilegal, sino para incentivar que los migrantes regresen a sus países de origen. En general, el entorno que vive la Unión y la Zona del Euro no son favorables; se ha visto una contaminación de la crisis financiera



de los EEUU y ello implicará un deterioro en la calidad de los activos de las entidades financieras y más restricción en nuevos créditos. Todo esto se traduce en menores índices de confianza, tanto para productores como para consumidores. Entre tanto, los precios de los alimentos siguen impulsando los precios y la inflación, situación que recorta los saldos reales, los salarios y la capacidad de gasto y estímulo de demanda.

La previsión en el comercio mundial y la menor demanda de importaciones en el resto del mundo, particularmente Estados Unidos y el Asia, hacen prever que el saldo de cuenta corriente de la Zona podría pasar de 0.2 por ciento del PIB en 2007 a -0.5 por ciento en 2008 y -0.4 por ciento en 2009. En casos como el de Francia ya se viene confirmando una recesión y en Alemania se teme igual resultado en breve.

Economías Emergentes

En el caso de las economías emergentes se espera también una ralentización. El crecimiento promedio que incluye África, Europa del Este, Asia y Latinoamérica se situó en 8 por ciento en 2007 y para finales de 2009 la expectativa es de 6.1 por ciento. Esta tendencia refleja la realidad en cuanto a la dependencia de mercados en economías desarrolladas y la potencial caída de ventas y producción para estos mercados globales. Los cambios climáticos recurrentes permiten anticipar como en gestiones pasadas, efectos adversos como inundaciones, sequías y otros desordenes que también afectan a este tipo de economías. En el caso de la Región Sudamericana, se tiene un pronóstico de desaceleración para Brasil, pasando de un 5.4 por ciento en 2007 para alcanzar 5.2 por ciento en 2008 y cerrar el 2009 con 3.5 por ciento. Al igual que en las economías desarrolladas, en varios países se ha venido produciendo un brote inflacionario, mismo que será enfrentado con políticas contractivas en materia monetaria y fiscal, dos aspectos que son ingredientes de desaceleración en el crecimiento.

Más adelante se verificara un cambio de tendencia importante en el precio de varias materias primas como ser minerales, cereales y otros. Siendo muchos de los países en desarrollo todavía productores y exportadores de este tipo de productos, el cambio de tendencia de precios contribuirá también a un menor crecimiento.

En el caso de **China y gran parte de Asia** estas economías dependen de las exportaciones a Estados Unidos y Europa y su crecimiento se sustenta en excedentes de cuenta corriente. Lo previsible es que, con el nuevo escenario sufrirán como consecuencia del menor dinamismo de los países del G-7.



En el caso de la Región se puede esperar todavía un fuerte impulso de crecimiento en **Perú**, debido a las masivas inversiones y los avances de esa economía en cuanto a su integración con mercados ampliados. La consolidación de acuerdos comerciales con Estados Unidos y Europa permitirá a Perú mantener un dinamismo importante pero no exento del enfriamiento global. Las medidas de anticipación ya están en curso tanto en Perú como en **Chile** y se iniciaron con una depreciación de sus monedas para lograr mayor competitividad, estimular los sectores transables y tratar de encarecer las importaciones particularmente de bienes finales, con el objetivo de impulsar la demanda de producción local. Cabe remarcar los importantes avances realizados por **Brasil**, Chile y otras economías como **Ecuador** en el sector energético. En unos casos se vienen realizando inversiones para poder acceder a carburantes mediante plantas de regasificación y en otros casos, los trabajos de exploración han dado lugar a descubrimientos definitivamente importantes de yacimientos de gas y líquidos. En el caso particular de Ecuador, el domingo 28 de septiembre se votó por la nueva constitución y los datos preliminares reflejan una amplia aprobación del texto propuesto por el gobierno. Las implicaciones en el sector productivo de ese país y el efecto demostración para países como Bolivia están aún por verse.

En el caso de la **Argentina**, el problema de la Inflación sigue siendo un aspecto preocupante y las políticas que dan lugar a lo que se denomina inflación reprimida parecen haber quedado debilitadas, luego de que el Gobierno enfrentara una dura batalla con el sector agroindustrial, buscando que éste asumiera impuestos adicionales. Si bien las cifras oficiales de inflación no reflejan una gran preocupación, se ha hecho amplia la denuncia de manipulación de datos de modo que se estaría sub declarando el tamaño real del problema. Por otra parte, el voto del Vicepresidente Cobo fue una señal muy fuerte que reconoce el poder de sector agroindustrial. Con ese voto, el gobierno tuvo que retroceder en sus intenciones de aplicar mayores impuestos al sector. Frente a la crisis financiera que parece contaminar otras economías, la Presidenta de Argentina anunció un programa de rescate "holdouts" luego de reunirse con representantes de tres bancos de inversión a finales de septiembre. El siguiente paso, luego de afinar los alcances del programa, será enviar el paquete al Congreso de modo que el programa podría entrar en funcionamiento en noviembre. En otro frente, para los siguientes meses se puede esperar que el gobierno impulse el intercambio de deuda gubernamental debidamente garantizada, con vencimiento en noviembre de 2009, en un monto de US\$ 3.8 mil millones, por bonos con mayor vencimiento. Esto apuntaría a aliviar las presiones de iliquidez del gobierno para el próximo año y con ello se intentaría mitigar algunas preocupaciones del mercado.

El pronóstico para **Brasil** refleja un cambio en el sendero de crecimiento. En 2007 se cerró con 5.4 por ciento, mismo que podría tener una bajada a 5.2 por ciento para este año y cerrar el 2009 con

3.5 ciento. Este patrón acompaña el contexto de países desarrollados y la desaceleración de EEUU en particular.

El problema de inflación también esta presente en Brasil, reflejada en una demanda interna robusta y por la subida del precio de los alimentos. En Junio 2008 la inflación medida durante los últimos 12 meses fue 6.1 por ciento y el pronóstico para todo el año 2008 podría ser de 5 por ciento. Estos datos están empujando a políticas restrictivas; lo que implicó ya una subida en las tasas de interés. La cuenta corriente de la Balanza de Pagos se ha debilitado recientemente y podría empujar a un escenario de déficit que no se veía desde 2002. El crecimiento de las importaciones ha sido de dos dígitos mientras que el crecimiento de las exportaciones ha sido más lento. Se impulsa una reversión en estas tendencias, lo que llevó a una depreciación del Real para generar un impulso exportador. En otro frente, se está revisando la legislación en materia de hidrocarburos en respuesta a impresionantes nuevos descubrimientos en las profundidades marítimas. Existe un comité específico que debería presentar una propuesta que incluya el tratamiento impositivo que permita la participación de empresas privadas en el desarrollo de estos recursos. Los inversionistas han visto con preocupación una posible subida en impuestos a concesiones existentes y han reflejado escepticismo respecto a los planes de capitalizar Petrobras con una parte de las reservas mantenidas por el gobierno.

1.2. El Precio de las Materias Primas

A partir de la gestión 2005 muchos países productores de materias primas se han beneficiado de una fuerte subida de precios y mejores términos de intercambio. El caso de Bolivia no ha sido la excepción, particularmente en relación al precio del gas natural. El Cuadro 1.2.1 presenta la evolución de índices de precios de materias primas no energéticas hasta el mes de agosto de 2008.

Cuadro 1.2.1 Índice de precios de las materias primas no energéticas, enero 2007 – julio 2008

INDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGETICAS					
BASE 2000 = 100					
PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO					
INDICE A PARTIR DE MEDICIONES DE PRECIOS EN DOLARES					
	Ago-07	Dic-07	Ago-08	Var % dic07/ago07	Var % ago08/ago07
INDICE					
General	200,6	215,7	241,3	7,5%	20,3%
Alimentos	175,4	212,8	243,8	21,3%	39,0%
PRODUCTOS INDUSTRIALES					
Total	233,2	219,5	238,1	-5,9%	2,1%
Agrícolas no Alimenticios	160,4	176,1	190,6	9,8%	18,8%
Metales	273	243,2	264,1	-10,9%	-3,3%
PETROLEO					
Índice	248,4	316,7	565,8	27,5%	127,8%
Dólares por Barril	71,6	91,5	114,2	27,8%	59,5%
ORO					
Índice	238,5	287,9	300,8	20,7%	26,1%
Dólares por Onza Troy	665,4	803,2	839	20,7%	26,1%

Fuente: Banco de España (www.db.e.es)



El precio de las materias primas no energéticas subió en 20.3 por ciento en general y en el caso de alimentos, la subida de precios estuvo cercana al 39 por ciento entre agosto de 2008 y similar periodo de 2007. Cuando se trata de productos industriales, se tiene una leve subida de 2 por ciento y los productos agrícolas no alimenticios han subido en 18.8 por ciento. Entre estos productos están aquellos que se usan para la elaboración de combustibles, abonos y otros. En el caso de los metales es importante comentar que la tendencia última es hacia la caída de precios tal como refleja la variación entre diciembre 2007 y agosto de ese año (-10.9%).

En suma, lo que se puede concluir, a partir de estas cifras que reflejan principalmente mercados europeos, es que la subida de los productos de la materias primas no energéticas se mantiene pero con un ritmo mucho más lento. En el caso del petróleo la información a agosto pasado muestra todavía un dinamismo importante, pero en los últimos meses se han registrado retrocesos que ubican al barril por debajo de los US\$ 90.

En relación a la evolución de los precios en valor absoluto y en un ámbito más amplio que Europa, se tienen resultados que muestran una subida hasta el mes de junio de 2008 y después una tendencia a la bajada en varios productos. El Cuadro 1.2.2 a continuación refleja el comportamiento de los principales productos primarios para los cierres a diciembre de 2007, junio y agosto de 2008.

Cuadro 1.2.2

COTIZACIÓN DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS DIC 2007 - AGO 2008							
Producto	Unidades	Dic-07	Jun-08	Ago-08	VAR % Jun 08/ dic 07	VAR % Ago 08/dic 07	VAR % Ago 08/jun 08
DIVERSOS PRODUCTOS							
Trigo	US\$/TM	255	347	329	36,1%	29%	-5,2%
Maiz	US\$/TM	163	259	235	58,9%	44%	-9,3%
Arroz	US\$/TM	332	953	737	187,0%	122%	-22,7%
Soya	US\$/TM	317	508	471	60,3%	49%	-7,3%
Aceite de Soya	US\$/TM	800	1346	1164	68,3%	46%	-13,5%
Aceite de Palma	US\$/TM	719	1089	792	51,5%	10%	-27,3%
Aceite Girasol	US\$/TM	673	2231	2060	231,5%	206%	-7,7%
Aceite de Oliva	US\$/TM	4561	4476	4095	-1,9%	-10%	-8,5%
Azucar EEUU	Ctvs/libra	21	21	23	0,0%	10%	9,5%
Café	Ctvs/libra	123	141	146	14,6%	19%	3,5%
Platanos	US\$/TM	677	913	801	34,9%	18%	-12,3%
Madera Aserrada	US/m3	797	942	879	18,2%	10%	-6,7%
Algodón	Ctvs/libra	63	76	78	20,6%	24%	2,6%
MINERALES							
Cobre	US\$/TM	7132	8454	7634	18,5%	7%	-9,7%
Nickel	US\$/TM	37136	25665	19112	-30,9%	-49%	-25,5%
Estaño	US\$/TM	14495	22544	19935	55,5%	38%	-11,6%
Plomo	US\$/TM	2579	2304	1903	-10,7%	-26%	-17,4%
ENERGIA							
Petroleo Crudo/1	US\$/Barril	71,1	121,1	114,6	70,3%	61%	-5,4%
Gas Natural EEUU Merc. Int.	US\$/ miles M3	251,1	409,6	297,1	63,1%	18%	-27,5%

1/Promedio precios spot: UK Brent, Dubai, West Texas Intermedio
Fuente: IMF <http://www.imf.org/external/np/res/commmod/table3.pdf>

La subida se puede verificar tanto en la tasa de crecimiento de los precios entre junio de 2008 y diciembre de 2007 así como comparando el crecimiento entre agosto pasado contra diciembre 2007. En ambos casos se tienen tasas positivas y de dos dígitos, excepto en el caso de algunos minerales. Sin embargo, cuando se comparan los precios entre junio y agosto 2008, es decir la



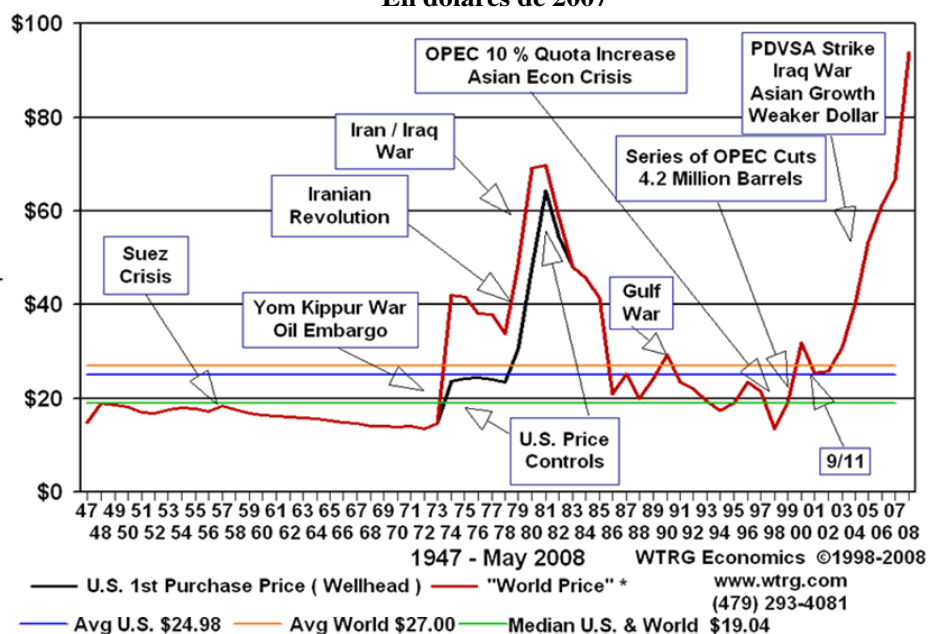
tendencia mas reciente, los resultados son negativos en la mayoría de los casos. Tal como se puede apreciar en la última columna del Cuadro 1.3, en casi todos los productos se tienen valores negativos que reflejan una caída de precios.

Esta ultima corriente, de acuerdo a precios futuros, se consolidaría como el punto de inflexión de precios de materias primas y, por lo tanto, el factor de desaceleración del crecimiento de las economías en desarrollo. Por su parte, la bajada en el precio de la Soya, Aceite de Soya, Aceite de Girasol, Bananos, Madera Aserrada, Minerales como el Estaño y Energéticos como el gas natural podría impactar a la economía boliviana en los siguientes meses. En la lectura de varios analistas locales e internacionales, muchos de estos indicadores parecen ser el anuncio de la finalización de la ola de precios altos y una degradación del formidable contexto internacional que han vivido las economías en desarrollo, entre ellas la boliviana.

Entre lo más representativo, por su efecto en el resto de los sectores de las economías del mundo, está la evolución del precio del petróleo. Este precio afecta casi todos los otros ámbitos de las economías y por lo tanto merece algo de espacio específico y análisis exclusivo.

Grafico 1.2.1

EVOLUCION HISTORICA DEL CRUDO. 1947 – Mayo de 2008
En dólares de 2007



Fuente: <http://www.wtrg.com/prices.htm>



El gráfico 1.2.1 a continuación refleja el comportamiento histórico desde 1947 hasta mayo de 2008. Esta información resulta muy útil para entender los factores de largo plazo, que han influido en el precio del crudo. En un gráfico posterior se reflejará la evolución más reciente, que muestra un posible cambio de tendencia, que pasaría del escenario del impulso a la subida, hacia una bajada a un precio todavía alto, pero no en los niveles registrados hace unos meses.

Entre 1947 - poco después de la segunda guerra mundial - y el presente, por segunda vez se enfrenta una escalada de precios del petróleo. Los factores de cambio de largo plazo siempre fueron la oferta, los recortes en la producción tanto acordados como no planificados y los cambios de la demanda asociados al crecimiento mundial (estos menos importantes en la fijación de precios). Con todo, en promedio, solo en la mitad del tiempo considerado, el precio del barril superó los 19 dólares expresados en moneda constante de 2006.

La primera mitad de los 70 marca el inicio del primer ascenso en el precio del petróleo a partir de una confrontación bélica denominada Yom Kipur que se inicia con el ataque a Israel por parte de Siria y Egipto. Los países del Hemisferio Oeste y EEUU comprometieron su apoyo a Israel y producto de ello otros países exportadores de petróleo impusieron un embargo que significó un recorte de producción de 5 millones de barriles diarios. Los subsecuentes impulsos igualmente se relacionaron a confrontaciones en la región más productiva del carburante. La guerra entre Irán e Irak entre 1979 y 1980 nuevamente impulsó los precios. La revuelta iraní significó un recorte de 2.5 millones de barriles diarios. Entonces, la combinación de la revolución de Irán con la guerra posterior entre Irak e Irán hizo que el precio del petróleo salte hasta US\$ 35 dólares el barril en 1981. El impacto fue tan fuerte que la demanda comenzó a contraerse de modo que los precios nuevamente comenzaron a bajar. Progresos tecnológicos en energías alternativas, incluyendo la atómica, empujaron a que cada vez sea más grande la capacidad instalada sin uso en los países productores de petróleo. En ese ambiente, Saudi Arabia comenzó a expandir oferta y rompió toda posible efectividad del Cartel de la OPEP. Pero los precios altos también impulsaron mayores inversiones para exploración y desarrollo en otras regiones del mundo y en particular EEUU, lo que impulsó la oferta de otras fuentes. En paralelo, la primera mitad de los 80 marcó periodos de desaceleración económica en varias regiones. Como se puede apreciar en los gráficos, el ciclo completo de subida y retorno a precios bajos duró 12 a 13 años en este primer remesón.

El segundo impulso de subida de precios es el que hemos estado viendo durante los últimos años. La escalada de precios se inició en 1998 con un escenario de menor producción e incertidumbre asociada a la invasión que realizó Irak sobre Kuwait y el desemboque en la guerra del Golfo Pérsico. Luego de la liberación de Kuwait, el precio del crudo comenzó a descender hasta



1994 cuando los precios llegaron a un nivel (ajustado por inflación) comparable con las bajas cotizaciones en 1973.

Posteriormente se produjo una subida acompañada de una expansión de la economía americana y un fuerte aceleramiento en la expansión en los países de región del Pacífico Asiático. Tan fuerte fue el crecimiento asiático que el consumo subió a más de 300.000 barriles por día. Concurrentemente, se produjo una declinación en la producción Rusa de modo que todo esto influyó en la presión al alza.

Los resultados de la OPEC en cuanto a controlar precios fueron parciales. Los problemas del cartel fueron la coordinación de tiempos y la capacidad de aguantar recortes en producción. Los años 1997 y 1998 marcan un hito importante asociado a la crisis en Asia. En Diciembre de 1997 la OPEC incremento su producción en más o menos 10 por ciento. Entre tanto, el rápido crecimiento de Asia se congeló y su consumo de petróleo cayó por primera vez desde 1982. Esta combinación de menor consumo y mayor producción hizo caer los precios hasta diciembre de 1998.

Los precios se recuperaron en 1999 y la OPEC contrajo su producción hasta el punto que el mercado reaccionó hasta llegar a US\$ 25 por barril a mediados de 1999. A inicios de 1999 la OPEC redujo nuevamente su producción en 1.719 millones de barriles impulsando precios nuevamente. En el año 2001, la economía de EEUU venía debilitándose y la OPEP nuevamente ejerció recortes para subir precios; a ello se suman los eventos terroristas del 11 de septiembre que fueron respondidos con acciones militares que llevaron, en enero de 2002, a otro recorte planificado por la OPEP junto a adhesiones de otros productores que rechazaron la intervención militar. Los problemas políticos en Venezuela y el paro de la empresa estatal PDVSA fueron el complemento para un desplome en la producción. En marzo de 2003 la acción militar en Irak marco otra dificultad que se combinó con un periodo de expansión en EEUU y Asia (China y la India). La demanda crecía mientras la contracción de la producción en la OPEP y en Venezuela configuraron una brecha de exceso de demanda, lo que desembocó en presiones sobre los precios haciéndolos superar la barrera de los US\$ 50 por barril.

Hasta este punto, los factores de contracción de oferta y crecimiento del mundo habían dominado las fuerzas de empuje del precio del petróleo. Sin embargo, a partir de 2005 se agregó un nuevo factor relacionado a la economía de EEUU y a la depreciación del dólar (vinculada a los déficits fiscal y en cuenta corriente de balanza de pagos). Se produjo una salida de las inversiones financieras hacia inversiones en commodities, como mecanismo para compensar las perdidas por la caída cambiaria. Cada vez con más intensidad, los agentes inversionistas percibieron la necesidad de demanda títulos valores representativos de commodities en sustitución de valores



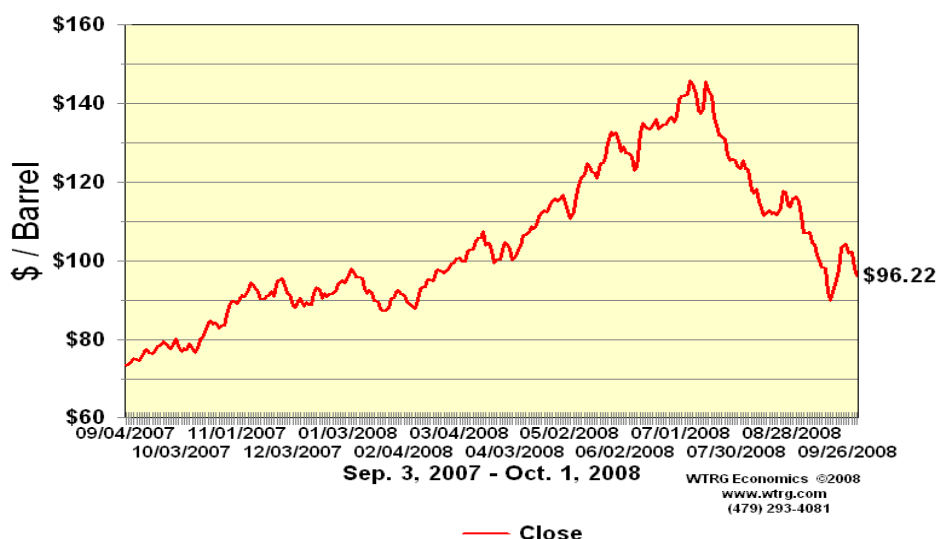
financieros como bonos, acciones y otros. Del espectro de commodities cuyos precios estaban en ascenso, el petróleo fue uno de los más atractivos y mucho flujo fue a demandar este tipo de activos. Así, la demanda de estos valores y entre ellos los precios para entregas futuras (futures) hicieron trepar el precio del barril hasta llegar a superar los US\$ 140 dólares.

El gráfico 1.2.2 muestra la evolución de precio del crudo Brent del Mar del Norte entre septiembre de 2007 y el 1 de octubre de 2008. La tendencia reciente hacia la bajada parece reflejar que el impulso desmedido a la subida podría haber concluido y a ello contribuye el nuevo escenario de enfriamiento en el crecimiento mundial. En resumen, queda claro que i) el precio de largo plazo del petróleo no es el que percibimos en los últimos dos a tres años y ii) que son aspectos puntuales los que impulsan a subidas, muchas veces como respuesta a eventos políticos y conflictos bélicos.

En una perspectiva de más largo plazo, desde 1869, los precios ajustados por inflación, se situaron en un promedio de US\$ 21 dólares por barril. En el 50 por ciento del tiempo los precios estuvieron debajo de una mediana de US\$ 16.71 por barril. Con todo esto se confirma que el precio actual del petróleo es atípicamente alto y lo que se debe esperar en el mediano plazo es solamente una baja. Sobre lo que es muy difícil opinar es sobre los tiempos y ritmos de bajada (ver Gráfico 1.2.3).

Gráfico 1.2.2

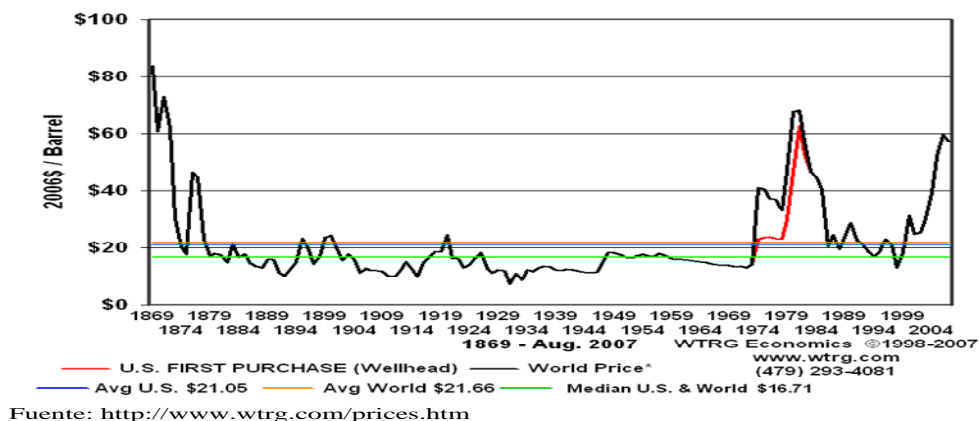
Precio Spot del Crudo Brent del Mar del Norte Sept. 2007 – Sept. 2008



Fuente: <http://www.wtrg.com/daily/cbspot.gif>

Grafico 1.2.3.

PRECIO DEL BARRIL DE CRUDO EN DOLARES DE 2006
PARA EL PERIODO 1869 - 2007



En el gráfico se puede apreciar lo sucedido con el precio del petróleo desde 1.869 hasta finales del año pasado. Tal como es evidente de este diagrama, el precio de este energético históricamente se ha ubicado en niveles que son indiscutiblemente menores a los que hoy rigen en el globo. En el gráfico se puede apreciar la crisis de los años 70 y la segunda crisis que aún esta en proceso.

El ritmo de ajuste o caída del precio

Durante la semana del 6 al 10 de octubre de 2008, la caída del precio del barril fue casi estrepitosa. Se llegó rápidamente a los rangos de precios en los US\$ 70 el barril y esto generó mucha expectativa respecto lo que pueda suceder hasta el cierre de este año. Al respecto, es importante recordar el nexos entre la crisis financiera y el precio de este producto. Ante la ausencia de alternativas de inversión financieras, durante los últimos meses se observó una migración masiva de inversiones desde valores financieros hacia títulos representativos de este commodity. Ello generó inicialmente una fuerte demanda de estos valores y con ello una presión sobre precios, que funcionó como una burbuja. Con la profundización de la crisis (la necesidad de liquidez de los operadores financieros y los retiros de depósitos) varios agentes como fondos de pensiones, fondos mutuos, bancos de inversión y otros, comenzaron a vender esos títulos representativos de petróleo. ¿El propósito? tomar ganancias lo más pronto posible para compensar las pérdidas en otras inversiones. La tendencia generalizada a liquidar posiciones de petróleo y realizar ganancias hizo que la oferta suba tanto que los precios bajaron presionados por esta ola financiera; prácticamente se está presenciando una carrera por salir de valores representativos de petróleo, liquidar posiciones y realizar ganancias antes que baje mas el precio.



Lo comentado tiene relevancia en cuanto a una prospectiva del precio a futuro. Los antecedentes son que los precios están históricamente altos, pero la coyuntura y la explicación de la caída no hace referencia a cambios sustanciales en los fundamentos del mercado. Es decir, cambios abruptos en demanda u oferta (si bien es cierto que el efecto más temprano será la contracción en el consumo, pensamos que este es un proceso mas lento y no explicaría la volatilidad que hoy se observa). Por consiguiente, si bien es posible adscribirse a la tendencia de bajada, no sería correcto pensar que ésta se produzca libre de correcciones temporales hacia el alza por el ruido que introducen los eventos en el ámbito financiero. De hecho, cifras mas cercanas al 14 de octubre muestran una recuperación del precio alrededor de US\$ 80 el barril.

En resumen, una tendencia de lento crecimiento mundial con indicios a ser negativo en algunos casos, así como la desaceleración esperada en la región y el Hemisferio Oeste, son signos que se suman a una potencial reversión de precios, conformando un contexto internacional totalmente diferente a lo que se vino registrando en los últimos dos a tres años. Tal como se podía esperar, los ciclos de boom tienen un inicio y un final. Aunque todavía se debe esperar algo para confirmar este giro, lo analizado sin duda es una mala noticia que cambia el escenario para muchos países de la región, entre ellos Bolivia. A ello cabe sumar como ingrediente aún no cuantificado en su total impacto, la crisis financiera que deja de ser estadounidense para convertirse en mundial. Esta por cuantificarse la caída en el envío de remesas hacia países donde este componente ha alcanzado valores tan importantes que superan la inversión privada y la inversión extranjera directa, como es el caso de Bolivia. Finalmente, solo es posible esperar una bajada en el precio del petróleo, que es tan relevante para la economía en su relación con la fijación del precio del gas que se exporta a Brasil y Argentina. Esta bajada no tiene porque estar libre de correcciones y fluctuaciones de corto plazo. Es decir, bajadas y eventuales rebotes. Sin embargo, en una perspectiva de más largo horizonte, lo razonable es esperar que este precio baje y podríamos estar frente al inicio de este descenso gradual.

2. Precios Internos.

Sin duda, el indicador más visible y problemático para Bolivia durante los últimos dos años ha sido la inflación. La subida de precios internos no solamente es un dato que reportan los órganos estatales encargados de la materia; esta tendencia ha sido absolutamente percibida por la población que acude a los centros de abasto. Pero la inflación no se ha producido solo en los productos de la canasta de consumo familiar. Este problema se ha extendido a productos importados que no son de consumo y productos relacionados a inversiones como sucedió en la construcción.

En el Cuadro 2.1 se reflejan varios indicadores relevantes sobre la evolución de precios en los últimos meses. La inflación acumulada a agosto de 2007 fue de 8.1 por ciento y en igual mes de 2008, se registró un valor acumulado mayor, equivalente a 10.1 por ciento. Si se analiza la inflación durante los últimos doce meses, al cierre de agosto de 2007 se tenía 10.36 por ciento, mientras que este año se alcanzó a 13.73 por ciento.

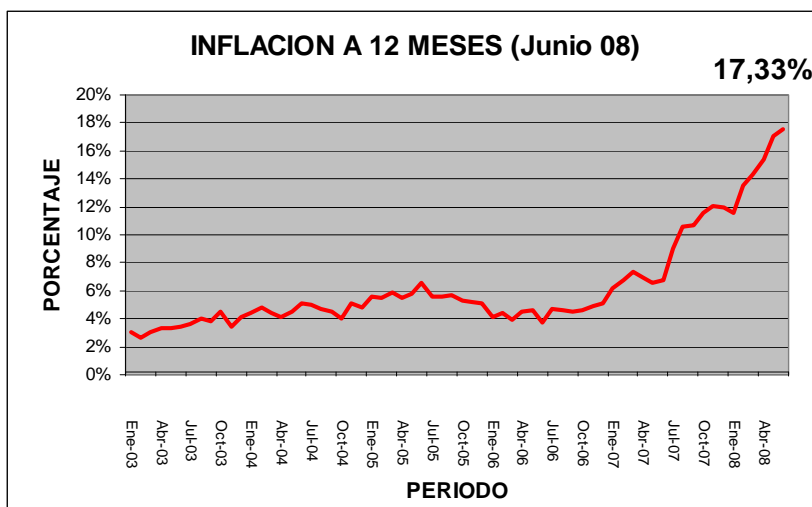
Cuadro 2.1

Bolivia: Inflación o variación del IPC		Var. % del IPC
En porcentaje		
1	Acumulada a Sept. 2007	8,33%
2	Acumulada a Sept. 2008	11,03%
3	12 meses Sept. 2007	10,48%
4	12 meses Sept 2008	14,51%
5	Ene-08	1,09%
6	Feb-08	2,62%
7	Mar-08	0,97%
8	Abr-08	0,74%
9	May-08	1,87%
10	Jun-08	1,26%
11	Jul-08	0,46%
12	Ago-08	0,65%
13	Sep-08	0,88%

Fuente: elaborado en base a información del INE

En la parte inferior del Cuadro se presenta la información mensual de la variación del IPC. La tendencia que se hacía pública hasta el mes de junio reflejaba una situación muy preocupante. Se reportaron inflaciones mensuales altas como la correspondiente a febrero de 2008 (2.62 por ciento). A junio, se tenía un escenario de inflación (a 12 meses) que superó el 17.3 por ciento anual tal como se muestra en el gráfico 2.1 a continuación.

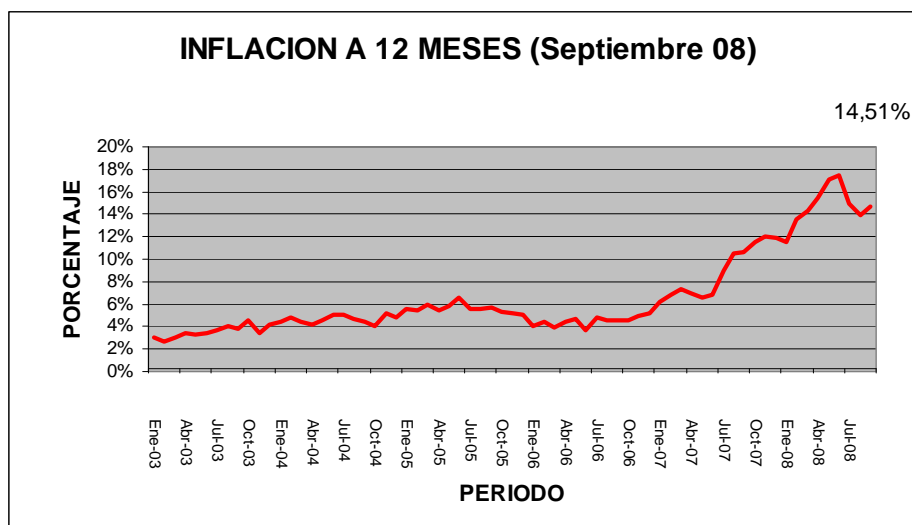
Grafico 2.1



Con esta tendencia, lo menos que se podía esperar era un año con dificultades serias en cuanto a inflación. Sin embargo, los datos de julio y agosto, en los que se reportó inflaciones mensuales muy bajas y deflación en el caso de los alimentos, podrían determinar que, en el papel, se tenga una inflación anual igual o menor a la del año pasado. Este curioso resultado sería contrario a lo que se percibe en los mercados y las calles. Tanto julio como agosto fueron meses con intensos conflictos sociales, bloqueos y problemas para la producción y el transporte de productos finales, entre ellos los combustibles. Adicionalmente, el mes de julio fue especialmente importante desde el punto de vista del gasto y el impulso en la demanda.

El 10 de agosto pasado se celebró el Referendum revocatorio de mandato para Presidente, Vicepresidente y Prefectos. En consecuencia, en el mes de julio se realizó una campaña política que se tradujo en el copiamiento de los espacios televisivos en los horarios mas costosos, la realización de eventos que implicaron la movilización de ciudadanos, el pago de viáticos, costos de transporte y muchas otras erogaciones que significaron una expansión del gasto público y la ejecución de recursos provistos por países simpatizantes de la actual administración gubernamental. En suma, se experimentó un escenario de campaña y gasto pre electoral de magnitudes posiblemente no vistas en el pasado político del país. En este mismo periodo se impulsó, desde las regiones, la aceleración de la inversión pública para que las prefecturas puedan mostrar resultados como parte de sus campañas para la ratificación. En suma, los meses de julio y agosto han sido meses de fuerte gasto pre y post electoral, situación que se ha reflejado en erogaciones, mayor liquidez, mayores precios e inflación. Sin embargo, las cifras reportadas por el organismo oficial mostraron tasas bajas cercanas a cero inflación mensual, lo que hizo que el índice a 12 meses cayera tal como se aprecia en el gráfico 2.2 siguiente.

Grafico 2.2.



El Banco Central de Bolivia en su Informe de Política Monetaria, con cifras al mes de junio de este año, reflejó una inflación a 12 meses, en alimentos y bebidas, equivalente a 31.6 por ciento. Con esto, el argumento era que el problema de subida de precios se concentraba en este capítulo y que éste era influenciado fuertemente por el contexto de mayor inflación internacional. Paradójicamente, para el mes de Julio (un mes después), el INE reportó una deflación (variación porcentual negativa) justamente en el capítulo de alimentos y bebidas (-0.04 por ciento). Es decir, el precio de los alimentos habría bajado y ello explicaría la baja inflación del mes. En simple, durante al menos los últimos doce meses el precio de los alimentos subió consistentemente y a un ritmo 6 veces mayor que el IPC sin alimentos. Sin embargo, de un mes al otro, esta tenencia - de la que se decía tenía componentes internacionales- simplemente desapareció. Se esfumó en 4 semanas. Durante el mes de Septiembre la característica central fue los bloqueos radicales que impidieron el normal funcionamiento de la economía y en ese escenario, se reportó una inflación de 0.88 por ciento. Ciertamente este tipo de contrastes generan cuestionamientos respecto a la coherencia de los datos y por ello es que se escucha con mayor frecuencia a analistas dudar de las cifras.

De lo analizado se puede verificar que las publicaciones del órgano de estadística apuntan a una caída en la inflación, situación que no parece tener correlato con los precios efectivos de productos en los mercados. Adicionalmente, corresponde señalar que el cambio de año base en la construcción del IPC, la caída en la ponderación de alimentos en la canasta desde 50 por ciento a 39 por ciento, junto a la inclusión de productos importados, que por la caída del dólar debían caer



en su precio medido en bolivianos, son todos factores que artificialmente deberían mostrar una variación menor del IPC.

Mientras todo esto sucede, los orígenes de la inflación asociados a desordenes fiscales y monetarios han permanecido. En las secciones correspondientes se podrá verificar la evolución de los agregados monetarios producto de los ingresos de capital asociados a la renta del gas, las remesas y otros factores menos transparentes relativos a actividades ilegales.

Cuadro 2.2

INFLACION EN BOLIVIA

	MES	ACUM.	12 MESES
Agosto	0,64%	10,1%	13,73%
Septiembre	0,88%	11,03%	14,51%

Fuente: en base a cifras del INE

Con esos antecedentes se llega al cierre del mes de septiembre de 2008. Este último mes se registró el bloqueo más intenso en lo que va de esta gestión. Durante más de 20 días se impidió el tránsito por las vías centrales del país, se llevó adelante lo que se denominó como "Cercos" a Santa Cruz que es una de las economías regionales más dinámicas. La confrontación política desembocó en la declaratoria de un Estado de Sitio en Pando, amenazas de confrontación armada en otras zonas del país y en definitiva, un contexto que requirió la participación internacional para evitar la expansión de la violencia. Ciertamente, durante este periodo se registraron problemas de abastecimiento de alimentos y combustibles que condujeron a que se racione energía eléctrica en ciudades capitales de departamento. Así, tanto la producción local como las importaciones han enfrentado problemas que conforman un escenario de problemas de oferta, disponibilidad de productos y subida de precios. Contrariamente a lo descrito, las cifras oficiales de inflación parecen no haber sido afectadas por el contexto que se ha descrito líneas arriba.

Para finalizar esta sección, cabe reflejar lo que viene sucediendo en el vecindario en materia de inflación. El Cuadro 2.3 presenta cifras de inflación al mes de julio pasado para Bolivia y los principales países de la región. Se reflejan las tres medidas más comunes que son la inflación del mes, la acumulada del año y la que corresponde a los últimos 12 meses. Venezuela es el país con la más alta inflación, misma que ha superado el 32 por ciento durante los últimos doce meses previos a julio de 2008. En segundo lugar se ubica Bolivia, aún después de que en Julio se reportó una inflación cercana a cero y una deflación en alimentos. Los contra ejemplos a lo señalado son

Brasil y Perú, donde se ha logrado mantener un crecimiento del producto con una inflación a 12 meses en un solo dígito.

Cuadro 2.3

INFLACION EN SUD AMERICA AL CIERRE DE JULIO DE 2008

PAIS	INFLACION DEL MES	INFLACION ACUMULADA 2008	INFLACION EN ULTIMOS 12 MESES
ARGENTINA	0,37%	5,03%	9,13%
BOLIVIA	0,46%	9,35%	14,79%
BRASIL	0,53%	4,19%	6,37%
CHILE	1,13%	5,47%	9,48%
COLOMBIA	0,48%	6,54%	7,52%
ECUADOR	0,59%	7,72%	9,87%
PERU	0,56%	4,08%	5,79%
PARAGUAY	0,47%	5,90%	13,50%
URUGUAY	0,45%	5,91%	8,02%
VENEZUELA	1,90%	17,24%	32,58%

Fuente: Bancos Centrales de cada País.

Esto último es importante en la medida que permite valorar el argumento de la inflación importada o efecto internacional generalizado en la región. Tal como se aprecia en el cuadro, existe una tendencia a la subida en la región, pero no se trata de un escenario de dos dígitos para todos. Si se calcula un promedio simple excluyendo a Bolivia y Venezuela que son los países con más alta inflación y se quita del cálculo a Argentina, donde se denuncia que la inflación reportada está subestimada, se tiene un resultado de 8.6 por ciento. Los casos de Brasil, Colombia, Perú y Chile muestran que la región no está frente a un fenómeno de inflación general y menos de las proporciones de la que se registra en Bolivia.

En resumen, la inflación en Bolivia es un problema no resuelto. Comparativamente, la subida de precios en el país es alta respecto a los países en la región y también respecto al desempeño propio en la gestión pasada, considerando los periodos de corte analizados. No obstante las acciones como el cambio de año base y las dudas respecto a la pertinencia de esta y otras medidas, la inflación es muy perceptible en el momento del gasto y la compra de alimentos. Pero también es perceptible en otros grupos de productos, como los relacionados a la industria de la construcción. Las cifras de cierre de mes son cada vez más difíciles de compatibilizar con la realidad y el contexto que vive el país. Baja inflación por un lado y alta demanda generada por flujos crecientes de ingresos por la renta del gas y muchos otros componentes, altísimos niveles de gastos característicos de procesos electorales, pero al mismo tiempo un entorno lleno de adversidades para la oferta y la producción. En suma, demanda creciente y oferta estancada o decreciente y paradójicamente precios en caída e inflación cercana a cero.

3. Sector Real.

Mientras se tiene un escenario internacional muy sombrío, la situación interna del país en cuanto a la expansión del producto parece estar a contra mano. El primer trimestre de este año el PIB habría crecido en 6.07 por ciento y la última cifra disponible muestra que el segundo trimestre del año se logró un crecimiento de 6.5 por ciento.

El Cuadro 3.1 muestra las cifras del PIB al cierre del segundo trimestre de 2007 y 2008 respectivamente. De acuerdo a estos datos del INE, el crecimiento del producto durante el segundo trimestre habría alcanzado el 6.5 por ciento, hecho que se explicaría en un inédito crecimiento de la minería, misma que habría superado el 63 por ciento respecto al primer trimestre de 2007. Los servicios financieros habrían crecido en 14 por ciento, la construcción en 9 por ciento, petróleo y gas natural en casi 7 por ciento. Los sectores menos dinámicos habrían sido la agricultura (2.35 por ciento) y propiedad de la vivienda (2.38%). De acuerdo al INE, todos los sectores se muestran con expansión superior al 2 por ciento, lo que configura un escenario de cifras que corresponderían a una economía próspera, pujante, con expansión en inversiones, mayor y mejor empleo.

Cuadro 3.1
**Producto Interno Bruto al segundo trimestre de los años indicados
(en miles de Bs. de 1990)**

ACTIVIDAD ECONOMICA	2007	2008	VARIACIÓN PORCENTUAL	INCIDENCIA PORCENTUAL
PRODUCTO INTERNO BRUTO (Precios de Mercado)	13.859.997	14.760.846	6,50	6,50
Derechos s/Importaciones, IVA no Deducible, IT y otros Impuestos Indirectos	1.347.647	1.426.552	5,85	0,57
Producto Interno Bruto (Precios Básicos)	12.512.349	13.334.294	6,57	5,93
Agricultura, Pecuaria, Silvicultura, Caza y Pesca	2.195.286	2.246.885	2,35	0,37
Petróleo Crudo y Gas Natural	894.258	954.825	6,77	0,44
Minerales Metálicos y No Metálicos	546.782	891.290	63,01	2,49
Industria Manufacturera	2.280.679	2.387.283	4,67	0,77
- Alimentos, Bebidas y Tabaco	1.246.634	1.286.442	3,19	0,29
- Otras Industrias Manufactureras	1.034.045	1.100.841	6,46	0,48
Electricidad, Gas y Agua	258.756	270.407	4,50	0,08
Construcción	295.581	322.200	9,01	0,19
Comercio	1.199.027	1.249.837	4,24	0,37
Transporte y Almacenamiento	1.111.170	1.146.489	3,18	0,25
Comunicaciones	332.507	343.949	3,44	0,08
Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios Prestados a las Empresas	1.677.407	1.781.752	6,22	0,75
- Servicios Financieros	491.266	560.824	14,16	0,50
- Servicios a las Empresas	550.852	570.492	3,57	0,14
- Propiedad de Vivienda	635.289	650.436	2,38	0,11
Servicios de la Administración Pública	1.191.546	1.239.032	3,99	0,34
Otros Servicios ⁽¹⁾	994.195	1.017.283	2,32	0,17
Servicios Bancarios Imputados	(464.845)	(516.938)	11,21	(0,38)

Fuente: INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA

(p): Preliminar

⁽¹⁾ Comprende las actividades de Restaurantes y Hoteles, así como Servicios Comunales, Sociales, Personales y Doméstico.



En el caso de la minería, se repite el importante efecto de una sola empresa que es San Cristobal, cuya producción, que esta muy cercana a la plena capacidad, refleja para cada trimestre una expansión respecto al año pasado, periodo en el que todavía la empresa no estaba en operación. El ultimo trimestre de 2007 la empresa comenzó a producir masivamente y en tal sentido, se debería esperar que este efecto de crecimiento se vaya diluyendo hacia finales de año.

Al momento de la elaboración de este trabajo el INE no había publicado los indicadores sectoriales relevantes para poder explorar los detalles de la expansión en cada sector. Sin embargo, se tienen datos preliminares en sectores importantes como el de hidrocarburos. Se han publicado reportes que señalan a mediados de octubre 2008, que la producción de gas está en su tope máximo al igual que los líquidos. Según esas cifras, la producción nacional de hidrocarburos estaría estancada en los 39.70 millones de metros cúbicos diarios de gas natural como consecuencia de la ausencia de inversiones. Algo similar sucedería con la producción de líquidos, situación que incluso llevó al país a importar gasolina desde Chile para la gestión 2009, hecho que resulta patético frente a la decisión política acuñada con la frase “ni una molécula de gas a Chile”

En efecto, el reporte diario de producción al 5 de octubre del presente año, generado por el Ministerio del ramo, dio cuenta que la producción total de gas natural llegó a los 41.90 millones de metros cúbicos diarios de gas natural y que la entrega efectiva, descontando quema, venteo y transporte, se situó en 39.70 MMmcd.

Viendo la dinámica del PIB desde otra óptica, en el Cuadro 3.2 se muestra el crecimiento por el lado del gasto.

Cuadro 3.2

Producto Interno Bruto por Tipo de Gasto a junio 2007 y 2008

TIPO DE GASTO	2007	2008	VARIACIÓN PORCENTUAL	INCIDENCIA PORCENTUAL
PRODUCTO INTERNO BRUTO (Precios de Mercado)	13.859.997	14.760.846	6,50	6,50
Gasto de Consumo Final de la Administración Pública	1.472.876	1.503.994	2,11	0,22
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH	9.709.204	10.242.308	5,49	3,85
Variación de Existencias	277.608	470.069	69,33	1,39
Formación Bruta de Capital Fijo	1.824.700	1.998.226	9,51	1,25
Exportaciones de Bienes y Servicios	4.943.539	5.150.679	4,19	1,49
Menos: Importaciones de Bienes y Servicios	4.367.931	4.604.430	5,41	1,71

Fuente: INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA

ISFLSH: Instituciones Sin Fines de Lucro que Sirven a los Hogares

(p): Preliminar

En el pasado, las exportaciones figuraron como el factor más dinámico de expansión, situación que no aparece como tal en este nuevo escenario. El componente de mayor crecimiento, de acuerdo a las cifras del INE, sería la Variación de Existencias, cuya definición es el valor que a nivel de



establecimiento y durante un período contable, tiene la variación física de las existencias de materias primas y otros materiales, suministros, trabajos en curso (excepto los relacionados con obras de construcción) y productos terminados en poder de las industrias residentes y administración pública. En simple, esto es el crecimiento de productos terminados en inventario de las empresas, el stock de materias primas en almacenes y trabajos en proceso que no sean de la construcción. Lo señalado habría subido a una tasa excepcional de 69 por ciento en este segundo trimestre. Las unidades productivas habrían acumulado todo este inventario y en el conjunto de la economía, este efecto significaría el 21 por ciento del total de la expansión de 6.5 por ciento del PIB.

Comparativamente, el crecimiento de este componente durante el primer trimestre de este año, respecto a similar periodo de 2007 habría alcanzado 8.94 por ciento. Esto implica que para el segundo trimestre esta partida contable habría subido en 676 por ciento. Lamentablemente no se cuenta con el detalle sectorial de esta información para conocer en que ámbito de la economía ha sucedido este fenómeno tan relevante.

En términos de incidencia, se tiene que el gasto de consumo final de los hogares habría sido el factor más importante de expansión. Es decir, el efecto demanda habría prevalecido y el consumo habría "jalado" el crecimiento de la economía. Sobre este mensaje, es posible considerar que el mismo resulta de la expansión de la liquidez, la mayor renta de la exportación de gas, las remesas del exterior, las transferencias desde el Estado (Bonos, Renta Dignidad y otros) y efectos menos cuantificables como el contrabando y el narcotráfico. Entonces, ciertamente el mensaje es mucho más verosímil aunque no necesariamente podamos hacer una valoración de la cifra, por que no hay mayor detalle de información. En contraste, llama la atención la poca incidencia de las exportaciones, que si bien se trata de gas en mucha parte y ello no implica valor agregado, en el pasado si ha aparecido como gravitante este componente.



4. Sector Externo.

4.1 Balanza de Pagos

El sector externo de la economía sigue siendo un de los más dinámicos al cierre de junio de 2008. Tanto en la cuenta corriente como en la de capital se tienen saldos favorables y superiores a los registrados a junio de 2007. Esto determinó que en el saldo de la Balanza sea positivo, lo que implicó una ganancia de reservas internacionales netas del BCB. El Cuadro 4.1 refleja el resumen correspondiente.

Cuadro 4.1.

Resumen de la Balanza de Pagos ^{(1) (2)}

A junio de 2007 y 2008 respectivamente

(En millones de \$us)

PARTIDAS	2007 (p)			2007(p)	2008 (p)		A Junio 2008	var % Junio
	I	II	A junio		I	II		
I. CUENTA CORRIENTE (A+B)	309,4	406,0	715,4	1.762,7	636,2	573,7	1.209,9	69%
A. Bienes, Servicios y Renta (1+2+3)	52,0	149,2	201,2	671,5	355,2	298,5	653,7	225%
B. Transferencias Unilaterales Corrientes	257,4	256,8	514,2	1.091,3	281,0	275,2	556,2	8%
			0,0					
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	-95,2	-16,2	-111,4	232,1	153,4	311,1	464,6	
			0,0					
A. Transferencias de capital ⁽⁴⁾	1.173,3	2,3	1.175,6	1.180,2	2,5	2,5	5,0	-99,6%
B. Inversión Directa	36,4	12,1	48,5	200,2	171,3	114,8	286,1	490%
C. Inversión de Cartera	14,2	-49,1	-34,9	-24,5	6,0	-25,7	-19,7	-43%
D. Otro Capital	-1.319,1	18,5	-1.300,6	-1.123,7	-26,4	219,6	193,2	-115%
			0,0					
III. ERRORES Y OMISIONES	114,5	-19,7	94,8	-42,5	36,1	8,1	44,1	-53%
			0,0					
IV. TOTAL BALANZA DE PAGOS (I+II+III)	328,7	370,1	698,8	1.952,3	825,7	892,9	1.718,6	146%
			0,0					
V. FINANCIAMIENTO	-328,7	-370,1	-698,8	-1.952,3	-825,7	-892,9	-1.718,6	146%
1. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES NETAS BCB ⁽⁷⁾	-328,7	-370,1	-698,8	-1.952,3	-825,7	-892,9	-1.718,6	146%
Alivio HIPC y MDRI en flujos ⁽⁸⁾	74,1	68,5	142,6	276,2	62,2	77,4	139,7	-2%

Fuente: Elaboración en base a datos del BCB

: BCB - ASESORÍA DE POLÍTICA ECONÓMICA - SECTOR EXTERNO

: (1) Compilada de acuerdo a las recomendaciones de la 5ta. Versión del Manual de Balanza de Pagos del FMI.

(2) Considera una nueva clasificación del alivio HIPC y MDRI (*Multilateral Debt Relief Initiative*); donaciones y reducción de stock por intereses en la Cuenta Corriente; reducción de stock por capital en la Cuenta Capital y Financiera

(3) A partir de 2005 corresponde a intereses efectivamente pagados.

(4) A partir de 2006 incluye la condonación de deuda realizada en el marco del MDRI (*Multilateral Debt Relief Initiative*), la cual se registra tanto en transferencias de capital (como ingreso) como en amortización de deuda (como egreso), por lo que su efecto es nulo, excepto la deuda condonada por el FMI cuya amortización se registra en obligaciones que forman parte de las Reservas Internacionales Netas del BCB.

(5) A partir de 2005 corresponde a amortización efectiva.

(6) A partir de 2005 corresponde a amortización condonada.

(7) Aumento de Reservas se registra con signo negativo, disminución con signo positivo. Considera el tipo de cambio fijo para el DEG y precio fijo para el oro. En aplicación de normas internacionales, a partir del 31/01/06,

los aportes al FLAR ya no forman parte de las RIN y se incorporan a Otros Activos Externos Internacionales del BCB.

(8) Alivio HIPC (*Highly Indebted Poor Countries*).

(9) Comprende HIPC I, HIPC II, "Más allá del HIPC" y MDRI (Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional y BID).

(p) Cifras preliminares.

En la Cuenta Corriente se tiene un saldo de US\$ 1.209 millones frente a US\$ 715.4 millones en junio de 2007, dato que representa un crecimiento de 69 por ciento. En el componente de Bienes, Servicios y Renta, destaca el comportamiento de las exportaciones de bienes que reflejan un crecimiento de 57 por ciento, superior al 46 por ciento de expansión en las importaciones de mercancías. Así, esta dinámica mayor en el valor de las exportaciones hizo que el saldo comercial en bienes se haya expandido y en casi US\$ 385 millones.



En el caso de las Transferencias Unilaterales Corrientes la expansión ha sido modesta (8 por ciento) y las transferencias privadas reflejaron un incremento de 6 por ciento. En valores nominales a junio de 2007 se tuvieron US\$ 423 millones de transferencias (entre ellas remesas) y para similar periodo de 2008 se tiene un valor acumulado a junio por US\$ 448 millones. Si bien la variación porcentual es pequeña, cabe remarcar que el valor absoluto de esta cuenta es radicalmente diferente a lo que fue en el pasado. Como referencia, se puede señalar que para toda la gestión 2003, el saldo de las transferencias privadas fue tan solo de US\$ 127.5 millones. En suma, el valor de estas transferencias ha crecido y se ha convertido en un componente muy importante del balance externo de la economía y de la acumulación de reservas.

En la cuenta capital de la Balanza se pueden observar cambios mas grandes que en el caso anterior. Esta cuenta refleja entre otras cosas, las transferencias de capital que se generan con la condonación de la deuda externa. Contablemente, aquellos pagos que se dejan de realizar por efecto de las condonaciones, se registran como ingreso en esta partida. Mientras que en el primer semestre de 2007 se registró un valor de US\$ 1.175 millones por este efecto, al cierre de junio de 2008 se tiene un valor sustancialmente menor (US\$ 5 Millones). Esto debido a que las condonaciones últimas se dieron durante el periodo 2007 y en lo que va del presente año ya no se produjeron otras, puesto que no están previstas.

La inversión extranjera directa habría pasado de un saldo acumulado de US\$ 48.5 millones a junio de 2007 a US\$ 286 millones al cierre de junio de 2008. Son más de US\$ 237 millones adicionales que representan un crecimiento de 490 por ciento. En la sección correspondiente se presentará un detalle mayor de la evolución de esta variable. Por lo pronto, es suficiente remarcar que este es otro factor que contribuyó a la mejora en la cuenta capital.

En suma, con resultados positivos tanto en la Cuenta Corriente como la de Capital, el saldo de Balanza de Pagos pasó de US\$ 698 millones en junio de 2007 a US\$ 1.718 millones; es decir, 1.020 millones adicionales que representan un cambio de 146 por ciento. Todo este desempeño implicó una ganancia de reservas internacionales netas por US\$ 1.718 millones. En orden de importancia, el saldo en mercancías (donde gravita el gas natural exportado), pesa casi 45 por ciento de la ganancia de reservas. Las transferencias pesan alrededor de 32 por ciento y las remesas privadas representan 26 por ciento. La inversión extranjera directa pesa cerca de 17 por ciento en el total. En simple, las exportaciones, las transferencias y la inversión extranjera son los factores centrales del resultado de balanza de pagos y la subida de reservas.



4.2 Cuenta Corriente

El saldo en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, que fue positivo y creció en 69 por ciento al mes de junio de este año respecto al año pasado, se explica en un 57 por ciento de expansión de las exportaciones frente a un crecimiento de 46 por ciento en las importaciones. Eso generó un saldo favorable en esta cuenta contribuyendo al resultado final de la balanza. Tanto en la cuenta de comercio de servicios como en renta neta, los impactos fueron totalmente marginales en comparación a lo que sucedió con el valor de la exportación de bienes. Las transferencias unilaterales se mantuvieron cerca de los US\$ 500 millones, situación que tampoco explica mucho del resultado alcanzado. En suma, se trata de un efecto concentrado en las exportaciones de gas natural tal como se verificará mas adelante.

4.3 Cuenta Capital

La cuenta capital paso de un saldo negativo de US\$ -111.4 millones acumulados a junio de 2007 a un valor positivo de US\$ 464 millones al cierre de junio de 2008. Este resultado estaría explicado en una expansión en la Inversión Extranjera que según los reportes de gobierno habrían pasado de US\$ 49 millones a junio de 2007 a US\$ 286 millones al cierre de junio de este año. Adicionalmente, se tiene una menor amortización de deuda externa, en la medida que ésta ha sido condonada, y por lo tanto, el Estado ya no tiene la obligación de pagar las cuotas correspondientes.

4.4 Exportaciones

El desempeño de las exportaciones ha sido muy positivo producto de una combinación de subida en el valor de las exportaciones de hidrocarburos y también las exportaciones mineras. En el Cuadro 4.4.1 se refleja los valores acumulados exportados al mes de junio de 2007 y 2008 respectivamente. El total del valor exportado se ha incrementado en 54 por ciento para los periodos de análisis y ello significó un valor de US\$ 3.206 millones exportados al cierre del primer semestre del año. Cuando se analiza por componentes, se tiene que en el caso de las exportaciones de hidrocarburos se generó un incremento de 54 por ciento, en el caso de los minerales el resultado fue de 70 por ciento, nuevamente asociado en gran parte al proyecto San Cristobal. En cuanto a las exportaciones no tradicionales, que son las más relevantes desde el punto de vista del empleo, se tiene que la expansión fue de 35 por ciento. Por otra parte, la participación o peso relativo del valor exportado de hidrocarburos se mantuvo en 49 por ciento para ambos periodos. Es decir, del total exportado, la mitad se debe a hidrocarburos y gas natural en particular. En el caso de las exportaciones de minerales hubo un incremento de participación, que pasó de 27.9 a 31 por ciento. En contraste, el peso de las exportaciones no tradicionales cayó de 23 a 20 por ciento.

Además del análisis realizado hasta este momento, mismo que explica los resultados en el gas y la minería (San Cristobal particularmente), se puede hacer en cada caso un esfuerzo para distinguir cuanto del valor incremental de cada rubro se debe a un efecto precio y cuanto sería un efecto volumen.

Cuadro 4.4.1

EXPORTACIONES A JUNIO DEL AÑO INDICADO					
EN us\$ MM					
	2007	2008			
	VALOR	VALOR	Var %	Est. % 07	Est. % 08
HIDROCARBUROS	1.018,8	1.573,1	54%	49,1%	49%
MINERALES	578,8	985,6	70%	27,9%	31%
NO TRADICIONALES	478,5	647,3	35%	23,0%	20%
TOTAL	2.076,1	3.206,0	54%	100,0%	100%

Fuente: http://www.ine.gov.bo:8082/comex/make_table.jsp

En el Cuadro 4.4.2 se presenta el detalle correspondiente a la segmentación de estos efectos. En el caso de los hidrocarburos, el valor incremental de US\$ 554 millones se compone de US\$ 455 millones como efecto precio y US\$ 98.9 millones como efecto volumen. Expresando esto en términos porcentuales, se tiene que el 82 por ciento del incremento del valor exportado es por una mejora de precio, particularmente en el gas exportado. El 18 por ciento restante sería un efecto de mayor volumen exportado (que puede estar incorporando otros carburantes como el petróleo reconstituido).

En el caso de los minerales el resultado es inverso; se tiene que las exportaciones de minerales subieron en US\$ 406 millones. De este total, el efecto precio son US\$ 45 millones, mientras que el efecto volumen fue US\$ 361 millones. Es decir, en el caso de la minería, predomina el efecto volumen que tiene en contra parte mayor producción. Porcentualmente, el efecto volumen explica el 89 por ciento del valor incremental, mientras que el efecto precio alcanzó solo a 11 por ciento.

Finalmente, el mismo tipo de análisis para el caso de las exportaciones no tradicionales permite concluir que en este caso, la expansión de valor se explica exclusivamente en un efecto precio. De hecho, el volumen de exportaciones no tradicionales se contrajo en 5 por ciento.



Cuadro 4.4.2.

Exportaciones a Junio de cada año indicado. En US\$ MM y Tn				
	2007	2008		
		Var %	V. Abs	% efecto
Hidrocarburos				
Valor US\$ M	1.018.843	1.573.091	54%	554.247
Volumen Ton	7.830.401	8.356.266	7%	525.865
Precio implícito	0,13	0,19	45%	0,06
Efecto Precio				455.252 82%
Efecto Volumen				98.996 18%
Valor incremental total				554.247 100%
Minerales				
Valor US\$ M	578.767	985.567	70%	406.800
Volumen Ton	319.094	504.159	58%	185.065
Precio implícito	1,81	1,95	8%	0,14
Efecto Precio				45.021 11%
Efecto Volumen				361.780 89%
Valor incremental total				406.800 100%
No Tradicionales				
Valor US\$ M	478.462	647.295	35%	168.833
Volumen Ton	1.055.892	1.001.510	-5%	-54.381
Precio implícito	0,45	0,65	43%	0,19
Efecto Precio				203.981 121%
Efecto Volumen				-35.148 -21%
Valor incremental total				168.833 100%
Total Valor	2.076.073	3.205.953		

Fuente: En base a datos del INE

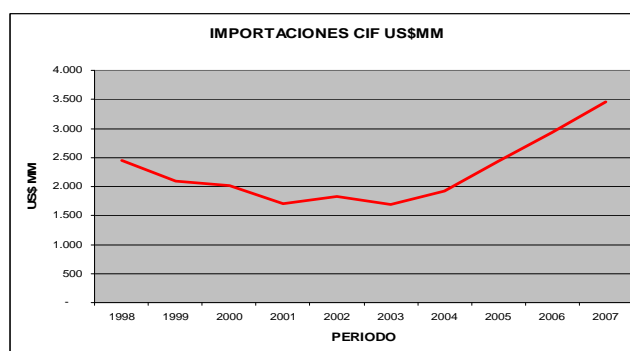
En resumen, se tiene un efecto positivo en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos explicada en un incremento fuerte del valor de las exportaciones. Comparando junio de 2007 y 2008 respectivamente, el resultado en exportaciones es una subida de US\$ 1.130 millones. De este total, lo central que es hidrocarburos (US\$ 554 millones adicionales) es un efecto precio que está capturando la subida del barril de petróleo en el primer semestre de este año. El segundo componente en importancia de incremento fue la minería, cuyo valor de exportaciones subió en US\$ 406.8 millones. En este caso es un efecto predominantemente volumen asociado particularmente al proyecto San Cristobal. Las exportaciones no tradicionales fueron las que menos crecieron en valor y al interior, se tiene un efecto exclusivamente precio, puesto que el volumen exportado ha caído respecto al primer semestre del año 2007.

Tal como se podía anticipar, las exportaciones no tradicionales son las más afectadas por factores como la no ampliación de mercados y la conclusión de concesiones unilaterales en materia arancelaria. Afecta mucho a este sector la apreciación del tipo de cambio y el rezago que se viene produciendo en el tipo de cambio real, mismo que será examinado más adelante. Puntualmente, en lo que viene, este segmento de las exportaciones podría ser el más afectado por la no ampliación de preferencias arancelarias con mercados como EEUU y Europa.

4.5. Importaciones

El valor de las importaciones a junio de 2008, comparadas con igual periodo del año pasado, subió en 46 por ciento. Este es un crecimiento definitivamente acelerado y se explica en una combinación de efectos como la mayor liquidez que se traduce en el crecimiento de los agregados monetarios, pero también en la caída del dólar que hizo que las importaciones se hagan más baratas, medidas en moneda nacional. Ciertamente, las importaciones vienen subiendo a una velocidad alta desde algunos años atrás tal como se aprecia en el gráfico 4.5.1 a continuación:

Gráfico 4.5.1



Fuente: En base a datos del INE

Luego del año 2004 y con mayor pronunciamiento a partir de 2005 se tiene una subida de las importaciones, medidas en valor CIF en dólares corrientes. Este tipo de tendencia puede llegar a generar preocupación puesto que refleja una creciente necesidad del país, respecto de bienes y servicios producidos en el exterior. Por ahora, las exportaciones impulsadas por el gas y su alto precio, han permitido contar con suficientes reservas para enfrentar este costo de importaciones. Sin embargo, una caída de esos ingresos podría conducir a un escenario donde estos niveles y tendencia de importaciones sean incompatibles con un equilibrio en la balanza cambiaria y de pagos.

El Cuadro 4.5.1 refleja el detalle de expansión para los componentes centrales de importación, donde se perciben tasas de expansión elevadas como en el caso de combustibles y lubricantes (124 por ciento).

Cuadro 4.5.1

Importaciones a Junio de los años indicados (2007 y 2008) (En US\$ miles)					
	2007	2008	Var %	Est % 07	Est % 08
Alimentos y Bebidas	165.447	197.288	19%	11%	9%
Suministros Industriales no especificados en otra partida	531.060	778.369	47%	34%	34%
Combustibles y Lubrificantes	101.582	227.107	124%	7%	10%
Bienes de Capital (excepto el equipo de transporte) y sus piezas y accesorios	319.134	460.782	44%	21%	20%
Equipo de Transporte, sus piezas y accesorios	252.840	362.813	43%	16%	16%
Artículos de consumo no especificados en otra partida	171.200	220.999	29%	11%	10%
Bienes no especificados en otra partida	1.606	7.064	340%	0%	0%
Efectos Personales	2.076	2.421	17%	0%	0%
TOTAL	1.544.946	2.256.843	46%	100%	100%

Fuente: http://www.ine.gov.bo:8082/comex/make_table.jsp

Si se suman los componentes de Alimentos y Bebidas más los Artículos de Consumo no especificados en otras partidas, se tiene entre ambos, un crecimiento de 24 por ciento, con un peso relativo de 19 por ciento. El componente correspondiente a suministros industriales no especificados en otras partidas ha crecido en 47 por ciento y los bienes de capital han crecido en 44 por ciento. En el caso de los suministros industriales, su participación en el total importado es de 34 por ciento, mientras que los bienes de capital representan el 20 por ciento. Existe una partida específica que refleja la importación de equipo de transporte, que básicamente se refiere al ingreso de automotores de diversas características. Este grupo de importaciones habría crecido en 43 por ciento en el periodo de análisis.

En cuanto a la participación porcentual de cada partida, se registró una subida en la participación de combustibles y lubricantes que pasó de 7 a 10 por ciento al cierre de junio de 2008, situación que refleja una mayor dependencia interna, en particular de diesel. El peso de la partida de bienes de capital, excepto equipo de transporte, habría pasado de 21 a 20 por ciento, no obstante su importante crecimiento.

Hasta este punto se tiene un panorama que refleja primero una fuerte subida en el valor total importado, una expansión en la importación de suministros industriales y bienes de capital. Un fuerte crecimiento en la importación de combustibles y gran dinamismo en lo que se refiere a la importación de bienes de consumo, alimentos y bebidas.

En el cuadro 4.5.2 se presenta el resumen del ejercicio de descomponer las importaciones en sus factores de precios y volumen. Para el total de las importaciones acumuladas a junio de 2008 se tiene que de los US\$ 711 millones adicionalmente importados, US\$ 563 millones se justifican en un mayor precio de importaciones y US\$ 148 millones son efecto volumen. En el caso de alimentos y bebidas, se tiene un efecto precio totalmente predominante que tiene sentido con el argumento respecto al impulso sobre precios de alimentos y su incidencia sobre la inflación. En lo referido a



suministros industriales no especificados en otras partidas se tiene también un efecto precio mayor. Estas importaciones se habrían encarecido a junio pasado, respecto al año pasado. En esta categoría están componentes importantes como el acero en sus diversas formas y derivados; pernos, clavos, calaminas, piezas aceradas y todo lo que contenga este importante metal. Pero también están otros componentes centrales para la construcción como el cemento asfáltico. En estos dos y muchos otros componentes importados, se ha registrado una subida de costos formidable que se refleja en estas cifras.

En el caso de lubricantes y combustibles predomina el efecto volumen. Porcentualmente, se puede argumentar que el 72 por ciento del costo de la importación de estos productos se genera en mayores volúmenes. En efecto, el volumen importado ha crecido en 67 por ciento en el periodo enero junio 2008, comparado con igual periodo del año pasado. En lo que se refiere a bienes de capital, predomina el efecto volumen y en el caso de equipo de transporte sucede lo propio. Menores precios de importación de automotores y mayor cantidad importada.

Cuadro 4.5.2

	Variación en Valor Absoluto			Efecto				Total
	Valor	Volumen	Prec. Imp	Efecto Precio	Volumen	% precio	% volumen	
Alimentos y Bebidas	31.841	-131.884	0,26	114.913	-83.072	361%	-261%	100%
Suministros Industriales no especificados en otra partida	247.309	54.020	0,31	181.060	66.249	73%	27%	100%
Combustibles y Lubrificantes	125.525	98.481	0,23	34.768	90.757	28%	72%	100%
Bienes de Capital (excepto el equipo de transporte) y sus piezas y accesorios	141.648	14.212	0,77	37.793	103.855	27%	73%	100%
Equipo de Transporte, sus piezas y accesorios	109.973	46.950	-0,04	-3.687	113.660	-3%	103%	100%
Artículos de consumo no especificados en otra partida	49.799	16.734	0,16	13.101	36.698	26%	74%	100%
Bienes no especificados en otra partida	5.458	740	0,24	56	5.402	1%	99%	100%
Efectos Personales	344	165	-0,08	-62	407	-18%	118%	100%
TOTAL	711.897	99.417	0,40	563.306	148.591	79%	21%	100%

Fuente: elaborado en base a datos del INE

En síntesis, se tiene niveles de importación mayores a lo que históricamente ha venido sucediendo en el país. Al cierre de 2007 se alcanzó US\$ 3.458 millones y si se extrapola el crecimiento del primer semestre de 2008 (46 por ciento) a este dato, se podría llegar a una estimación para todo el año 2008, cercana a los US\$ 5 mil millones. Esa sería una cifra importante e implicaría que las reservas, que están alrededor de los US\$ 8 mil millones y parecen extremadamente altas, podrían representar poco más de 18 meses de importaciones, situación que siendo holgada, no corresponde a la percepción de un escenario de abundancia inmensa, que puede resultar de una lectura rápida de las cifras. Por otra parte, se tiene una expansión positiva en la internación de bienes de consumo, aunque esta es menor a lo que sucede con insumos industriales. Este último factor tiene relación con la expansión de producción en sectores como la minería y otros. Finalmente, el caso de la importación de combustibles es importante por el volumen internado. En cuanto a los factores precio y volumen, se constató que predominó en el total importado, el efecto precio, particularmente en los componentes de alimentos y bebidas así como en suministros industriales.

4.6. Inversión Extranjera Directa

Del primer vistazo a la balanza de pagos (Cuadro 4.1) se pudo verificar un incremento en la Inversión Extranjera Directa, misma que habría pasado de cerca de US\$ 50 millones en junio de 2007 a US\$ 288 millones al cierre del mismo mes en 2008. Este resultado llama la atención en la medida que el contexto para la inversión es totalmente adverso, tanto por la abierta aversión al capital externo, como por el contexto político que conforma un riesgo importante para cualquier capital.

Cuadro 4.6.1

**Inversión extranjera directa
por sectores, Enero – Junio 2007-2008**
(En millones de \$us)

	Enero - Junio 2007 ^p	2008 ^p
I. TOTAL RECIBIDO	293,5	491,2
Hidrocarburos	12,5	141,6
Minería	159,4	164,3
Industria	27,9	45,9
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	5,6	5,9
Comercio, Electricidad, y Otros Servicios	88,3	133,5
II. DESINVERSIÓN	-243,0	-202,6
III. IED NETA (I - II)	50,5	288,6

FUENTE: BCB.
ELABORACIÓN: BCB.
NOTA: p = Preliminar

El Cuadro 4.6.1 refleja para los periodos analizados, una apertura entre el total recibido como ingreso y la desinversión o salida de capital. A Junio de 2007 habían ingresado US\$ 293 millones de los cuales US\$ 159 millones (54 por ciento), se destino a la minería. En hidrocarburos la inversión bruta alcanzó la ínfima cifra de US\$ 12,5 millones, que representa solo el monto requerido para el mantenimiento de las inversiones realizadas. En el periodo enero a junio de 2007, la desinversión sumó US\$ 243 millones para cerrar el semestre con US\$ 50 millones netos.

En el caso del periodo enero a junio de 2008, se tiene un crecimiento en el ingreso bruto que llegó a US\$ 491 millones, de los cuales el flujo para la minería se repitió, dado un contexto interesante de precios y los recursos finales requeridos por proyectos grandes como San Cristobal y San Bartolomé. La novedad en este periodo es un ingreso de US\$ 141 millones para el sector hidrocarburos, cifra que definitivamente no asegura un incremento en la exploración y certificación de reservas. Con probabilidad, estos recursos tienen como destino el mantenimiento de operaciones y los gastos de capital requeridos para mantener campos en plena producción. Como elemento de comparación, cabe recordar que varios análisis estiman una inversión de más de US\$ 3.000 millones para poder incrementar la producción al punto que permita cumplir los compromisos con mercados existentes.



Como sea, considerando la desinversión que habría disminuido en cerca de US\$ 40 millones, se tiene un resultado neto de US\$ 288 millones que podrían interpretarse como un escenario de recuperación de confianza en la posibilidad de hacer inversiones en el país. Sin embargo, excepto por la minería que es un componente puntual y las inversiones en el mantenimiento de lo mínimo en el sector de hidrocarburos, con los datos analizados y hechos como el deterioro en las calificaciones de riesgo país, es difícil pensar que se trate de una recuperación en la confianza en el país. En este punto, vale la pena citar la decisión de ENARSA y el gobierno argentino de reducir la capacidad del gasoducto del norte (GNEA), cuyas condiciones iniciales de diámetro y capacidad, fueron diseñadas para llegar a los 27 millones de metros cúbicos día, cifra máxima del contrato vigente con ese país. Las modificaciones podrían implicar reducir el diámetro del tubo, las estaciones de compresión y en definitiva, reducir el potencial de exportación a menos de 10 millones de metros cúbicos día. Esto solo puede contener un mensaje adverso sobre la confianza de que, en el contexto actual, Bolivia desarrolle las reservas requeridas para satisfacer el compromiso inicial.

4.7. Transferencias y Remesas

El otro componente importante de la Balanza de Pagos, por la magnitud de los recursos involucrados, es el referido a las transferencias privadas. En el cuadro 4.7.1 se presenta el detalle de lo ocurrido entre enero y junio de 2007 y 2008 respectivamente. El crecimiento en las remesas no ha sido significativo en el periodo analizado, sin embargo, los valores absolutos si son importantes.

Cuadro 4.7.1

	Enero - Junio		Variación	
	2007 ^p	2008 ^p	Abs.	%
CREDITO	457,0	487,3	30,3	6,6
Remesas de trabajadores	426,0	452,3	26,3	6,2
Otras transferencias	31,0	35,0	4,0	12,7
DEBITO	33,6	39,3	5,7	16,9
Remesas de trabajadores	31,3	37,1	5,8	18,5
Otras transferencias	2,3	2,2	-0,1	-5,3
SALDO NETO	423,4	448,0	24,6	5,8

FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes.
ELABORACIÓN: BCE.
NOTA: p = Cifras preliminares.

Hasta junio de 2008 los ingresos de remesas de trabajadores y otras similares habrían crecido en 6.6 por ciento. Por su parte, las salidas de remesas desde Bolivia también habrían subido, en casi 17 por ciento. Considerando los saldos netos, se tiene un crecimiento de cerca de US\$ 25 millones de remesas que significan un 5.8 por ciento de expansión. El monto en valor absoluto es muy importante; para el cierre de junio de 2008 se trata de US\$ 448 millones. Esta cifra, anualizada,

supera los US\$ 850 millones que pasan el 75 por ciento de la inversión pública total un año. En suma, se trata de un caudal de recursos capaz de movilizar el gasto y la demanda.

El Cuadro 4.7.2 refleja la estructura porcentual para el origen de las remesas. España sigue siendo la fuente central de las transferencias de recursos de migrantes, aunque se percibe que hubo una disminución entre los periodos analizados. El segundo país desde donde más recursos fluyen es los Estados Unidos y luego esta la Argentina donde la diáspora se ha consolidado hace varias décadas y por al menos dos generaciones.

Cuadro 4.7.2

**Remesas de trabajadores según país de origen,
Enero - Junio 2008/2007**
(En porcentajes)

País origen	Enero- Junio	
	2007 ^p	2008 ^p
España	37,7	28,8
Estados Unidos	21,3	18,9
Argentina	17,4	25,2
Otros	9,9	11,9
Italia	6,8	5,0
Chile	2,3	2,7
Paraguay	1,3	1,2
Perú	1,2	0,9
Suiza	0,9	1,1
Alemania	0,6	0,9
Brasil	0,3	3,4
Reino Unido	0,2	0,0
Suecia	0,2	0,0
Total	100,0	100,0

FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes.

ELABORACIÓN: ECB.

NOTA: ^p = Cifras preliminares.

4.8. Política Cambiaria

A partir de enero de 2006 el Boliviano ha venido apreciándose de manera sostenida frente al dólar de Estados Unidos. Conceptualmente, el flujo de divisas por la renta del gas y los otros componentes descritos en secciones anteriores, ha incrementado la oferta de moneda extranjera. Al mismo tiempo, la caída de dólar ha hecho que la demanda del mismo se reduzca y el resultado fue la presión hacia la apreciación o la llamada “bolivianización” de la economía. La consolidación de la brecha entre el tipo de cambio de compra y venta ha sido otro importante factor para impulsar la retención de saldos en moneda nacional y finalmente, el rendimiento en UFV (aunque negativo en términos reales) ha sido más atractivo que el correspondiente a moneda extranjera.

En el contexto internacional, el dólar se había depreciado fuertemente frente a monedas líderes como el Euro, el Yen o la Libra Esterlina, solo por mencionar algunos. Contribuyó a ello la dificultad

de mantener inversiones financieras en dólares debido al bajo rendimiento que se obtenía por la caída de la moneda y por la baja en las tasas de interés provocadas desde el FED (Banco Central).

Bolivia, al igual que otras economías vecinas, también depreció al dólar impulsado por la necesidad de que el crecimiento en las reservas no se traduzca en proporcional crecimiento en los medios de pago. El objetivo de controlar la inflación predominó; al apreciar el boliviano se intentó estimular la demanda de moneda nacional y de esa manera tratar de evitar las presiones de gasto sobre los precios. Ciertamente, el flujo de divisas fue tan importante, que en un escenario de tipo de cambio nominal totalmente libre, la cotización de la moneda local hubiera caído mucho más de lo registrado. El costo, sin embargo, habría sido alto en la medida que solo un sector y un producto en toda la economía estaría generando ese escenario ficticio de fortaleza en la moneda nacional.

En los dos últimos meses el escenario ha cambiado a nivel mundial. El primer impulso fue la acelerada expansión de las exportaciones de Estados Unidos al mundo. Con los niveles de depreciación del dólar, la economía americana logró incrementar sus ventas al resto del mundo de manera acelerada, desplazando a muchas otras economías y productos del mercado. Este nuevo escenario indujo a un resultado menos deficitario en cuenta corriente y a una demanda de dólares para transacciones comerciales. Los resultados se pueden ver en la Figura 4.8.1 a continuación:

Figura 4.8.1

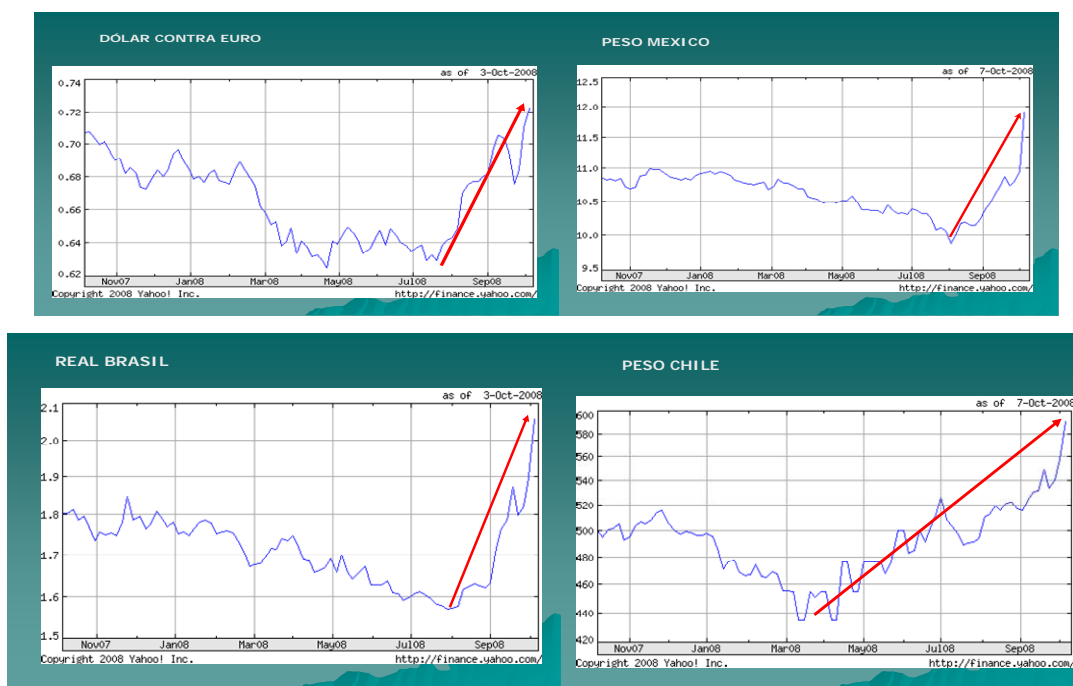
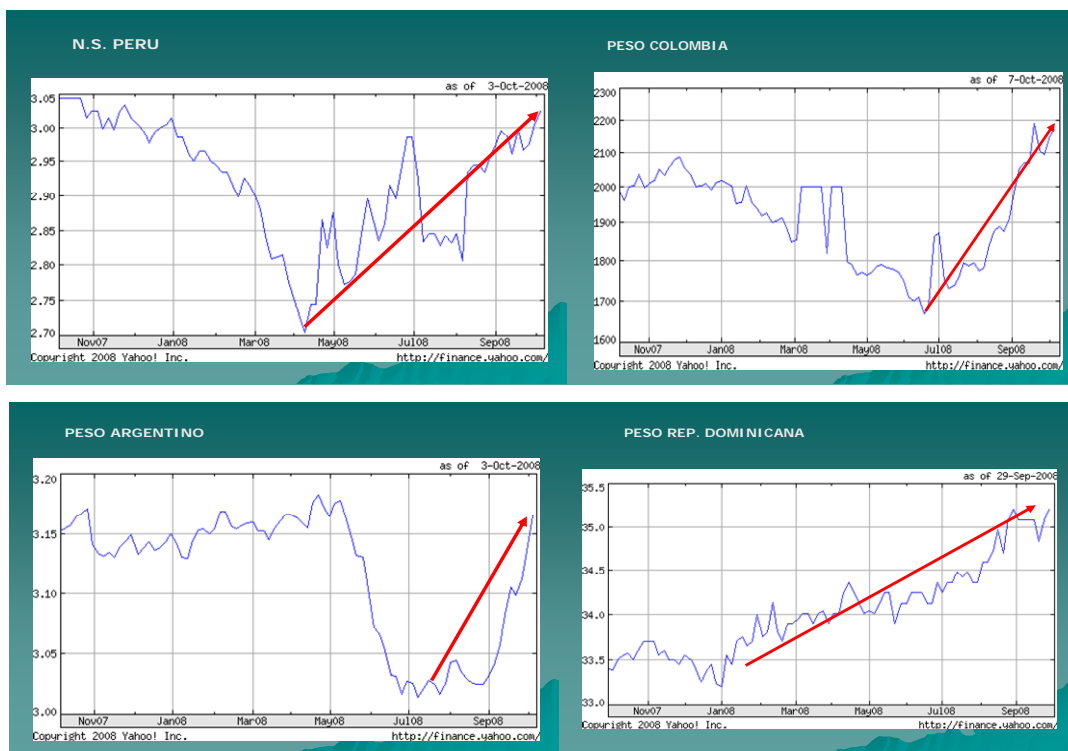


Figura 4.8.1 (Cont)



Tal como es evidente, a partir de julio en unos casos y antes en otros, varios países han iniciado un proceso de depreciación acelerada frente al dólar. Esto significa que cada uno de estos países ha decidido adecuarse rápidamente al nuevo escenario y mantener la competitividad de sus sectores productores de bienes transables (exportadores y sustituidores de importaciones). En el caso de Bolivia, la caída del dólar se ha mantenido en contra flecha a la tendencia regional y mundial. El efecto final de esta decisión es el rezago en el tipo de cambio real, mismo que afecta a la competitividad de los productos bolivianos y estimula las importaciones que desplazan a la producción nacional. El Cuadro 4.8.1 refleja al mes de julio de 2008, este indicador.

Cuadro 4.8.1

EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO REAL (Agosto de 2003 = 100)						VAR %
	2006	2007	May-08	Jun-08	Jul-08	2006 - Jul 08
ARGENTINA	112,5	101,2	94,5	95,4	93,7	-16,7%
BRASIL	145,7	155,4	154,4	155,6	156,7	7,5%
CANADA	111,5	114,9	102,9	99,1	96,9	-13,1%
CHILE	125,0	122,5	115,8	104,1	108,5	-13,2%
CHINA	103,8	100,5	96,1	94,6	93,4	-10,1%
COREA DEL SUR	121,7	107,1	88,7	85,4	87,8	-27,8%
DINAMARCA	111,6	108,5	104,0	103,5	100,7	-9,8%
ECUADOR	96,0	84,0	79,5	78,2	77,4	-19,4%
EL SALVADOR	101,9	90,9	84,3	83,2	83,0	-18,5%
ESTADOS UNIDOS	96,0	85,0	77,7	76,6	75,8	-21,0%
JAPON	85,6	78,0	73,9	72,3	70,2	-18,0%
MEXICO	102,4	89,9	85,5	84,0	85,4	-16,7%
PANAMA	94,5	85,6	79,6	78,5	77,6	-17,8%
PERU	103,0	97,2	93,2	87,9	91,8	-10,9%
REINO UNIDO	117,3	104,3	92,6	91,9	90,2	-23,1%
SUECIA	111,9	105,7	101,1	99,5	97,1	-13,3%
SUIZA	104,8	98,6	95,4	96,0	91,7	-12,5%
ZONA DEL EURO	113,8	111,6	106,2	105,7	103,1	-9,5%
MULTILATERAL	112,5	107,0	101,8	99,8	99,4	-11,6%

Fuente: Banco Central de Bolivia - APE - Sector Externo

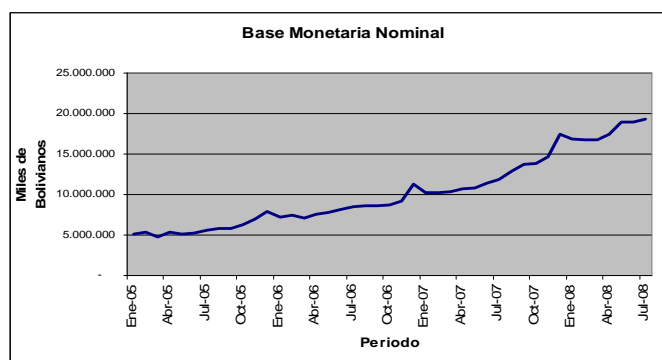
En resumen, se tiene una recuperación de la inversión extranjera directa, explicada en minería y algo de hidrocarburos, aspecto que refleja que existen intereses puntuales de mantener niveles de producción de gas y completar ciertos proyectos específicos en la minería. Por otra parte, el componente de remesas es relevante en el saldo de la Balanza de Pagos por su nivel en valor absoluto; en el periodo de análisis se ha incrementado en una tasa pequeña pero positiva. Esto es importante a notar, en la medida que la crisis internacional y su posible efecto en el empleo en países desarrollados podría significar una caída en remesas en el futuro. En cuanto a la política cambiaria, cabe remarcar que el proceso de apreciación del Boliviano en razón de una oferta de dólares asociada a un solo producto exportado, las remesas, y posiblemente actividades ilegales. Esto, sin embargo, conduce a un debilitamiento del sector exportador, pero igualmente a una pérdida de competitividad de quienes producen localmente para competir con productos importados.

5. Sector Monetario y Financiero.

5.1 Base Monetaria

Lo relevante en cuanto al comportamiento de la Base Monetaria es que esta viene creciendo de manera inconsistente con un horizonte de precios estables. La cantidad de dinero de alto poder viene subiendo a un ritmo superior al 60 por ciento considerando los últimos 12 meses. Con esta tendencia, aún después de los esfuerzos de esterilización, es muy difícil pensar que se pueda lograr una baja inflación (ver gráfico 5.1.1)

Grafico 5.1.1



Fuente: BCB

En el Cuadro 5.1.1 se presentan dos cifras comparativas para los periodos enero a julio, tanto de 2007 como de 2008. Mientras que en 2007 se tenía un crecimiento a 12 meses de 40 por ciento, para similar periodo de 2008, esta tendencia ha llagado al 63 por ciento. Lo que explica este tipo de resultado es, principalmente, la subida de las Reservas por las exportaciones de gas y con ello, la subida de la Base, aún cuando de por medio el BCB intenta aminorar esta expansión acudiendo a las Operaciones de Mercado Abierto. El BCB sale al mercado y vende valores (básicamente bonos y letras). Con ello, recoge dinero del mercado y a cambio deja valores con un rendimiento que reconoce tanto la inflación como un rendimiento real mínimo. Es decir, para efectos de entender el efecto en la cantidad de dinero, puesto que son valores en UFV, importa tanto el tramo de compensación por inflación como el tramo de rendimiento real.

Cuadro 5.1.1

Base Monetaria (Miles de Bs.)	2007	2008
Crec. 12 meses julio	40,3%	63%
Valor Julio	11.875.350	19.309.951

Fuente: BCB



Puesto que los títulos valores reconocen la incidencia de la inflación, se fijan las tasas reales y queda implícito el rendimiento necesario para compensar la inflación. Un ejemplo; si la tasa prometida es de 1 por ciento anual y la inflación fue 1 por ciento, el rendimiento nominal total será 2 por ciento. Ahora, si la inflación fue, en contraste, 20 por ciento, el mismo título deberá pagar a su tenedor 21 por ciento nominal. Entonces, cuanto mas alta la inflación, más dinero debe regresar al mercado a tiempo de redención.

Ciertamente es muy alto el crecimiento de la Base Monetaria, pero también es un grave problema la forma en que se viene tratando de esterilizar su crecimiento. Puesto que en el fondo se trata de deuda del Estado con los privados, algún rato ese dinero tiene que regresar a la circulación. Es decir, el tenedor irá al BCB y dejara el título y se llevara en sus bolsillos billetes. El plazo de estos valores ha estado concentrado en 51 semanas lo que significa que se estaría pateando el problema de exceso de liquidez en un año. De la discusión queda establecido que las OMAs no son una medida de eliminación de la inflación sino de una postergación del problema. Cuando los valores se venzan, el tenedor no solamente recogerá el valor inicial, sino un monto adicional por la inflación y otro por el costo de oportunidad (rendimiento real). El sistema así establecido se retroalimenta y consolida la inflación en un horizonte de tiempo mas largo. A mayor inflación se recoge más dinero, pero más tarde también se tiene que devolver más dinero (incluyendo el que fue afectado por la inflación). Entonces a mas dinero, nuevamente mas inflación, consolidándose el circulo de retroalimentación citado.

5.2 Agregados Monetarios

El crecimiento de los agregados monetarios sigue siendo el factor más relevante de desbalance y de presión sobre precios en la economía. El Cuadro 5.2.1 refleja los valores porcentuales de la expansión en cada uno de los casos haciendo dos comparaciones. La primera contrasta el crecimiento entre enero y julio de 2007 y similar periodo de 2008. En el segundo caso, en la parte baja del cuadro, se refleja el crecimiento a 12 meses, es decir, julio 2008 contra julio 2007.

El cuadro esta dividido en dos grandes componentes. El primero, a la izquierda, refleja tasas de crecimiento sobre valores nominales. Por su parte, el lado derecho del cuadro presenta variaciones de los agregados, expresados en bolivianos constantes de enero de 2004.

Cuadro 5.2.1

Crecimiento de los Agregados Monetarios

Nominales			Bs. constantes de enero 2004		
Enero Julio	2007	2008	Enero Julio	2007	2008
M1	20,4%	21%	M1	14,7%	12,2%
M1`	18,3%	16%	M1`	12,7%	7,6%
M2	22,3%	31%	M2	16,6%	20,9%
M2`	16,6%	18%	M2`	11,1%	8,7%
M3	24,3%	32%	M3	18,5%	21,7%
M3`	13,4%	12%	M3`	8,1%	3,7%
a 12 meses (Julio 08/julio07)			a 12 meses (Julio 08/julio07)		
M1	51%	64%	M1	38,9%	42,7%
M1`	45%	43%	M1`	33,4%	24,9%
M2	57%	88%	M2	44,0%	63,5%
M2`	45%	45%	M2`	33,6%	26,6%
M3	59%	89%	M3	46,5%	64,3%
M3`	33%	28%	M3`	22,3%	11,7%

Fuente: BCB

Nominales

El crecimiento en todos los casos es a dos dígitos; para el periodo enero julio de cada año, se tiene que M1 ha crecido por encima del 20 por ciento para ambas gestiones. En los otros casos se tienen saltos importantes de crecimiento. M2 creció en 31 por ciento en seis meses y M3 en 32 por ciento. En la comparación a 12 meses, estas cifras alcanzan valores iguales o mayores que en la gestión 2007. M1 habría crecido a 64 por ciento, M2 a 88 por ciento y M3 a 89 por ciento. Sin lugar a dudas, este comportamiento de expansión tan alta es el factor individual con mayor rol en la inflación en el país.

Reales

En el caso de las cifras reales, en la medida que los agregados crecen más rápido que la inflación, se puede esperar mayores presiones sobre precios. Al contrario, cuando los agregados crecen mas lento, ello significa que las presiones de exceso de liquidez han sido absorbidas por precios y que la presión sobre estos podría moderarse.

Los resultados que se reflejan en el cuadro son mixtos. En el caso del agregado mas estrecho que es M1 y M1` se tiene, comparando los periodos enero julio de cada año, que el crecimiento real habría bajado, aspecto que es positivo. Pero cuando se toma el segundo agregado que incluye activos en moneda extranjera, la situación no es concluyente. Mientras m2 esta creciendo a un ritmo mayor, m2` esta moviéndose a menor velocidad. Esto puede explicarse en el proceso de



sustitución de moneda, que implica que parte de los activos en moneda extranjera están bajando (disminuyendo el crecimiento de $M2^*$ y pasando a activos en moneda nacional, $M2$).

La situación en el caso a 12 meses, comparando julio 2008 contra similar de 2007 es un tanto mas clara. $M1$ real viene creciendo al 42.7 por ciento, cifra que es elevada e inconsistente con un objetivo de inflación controlada. Para $M1^*$ se tiene una caída, nuevamente relacionada a la sustitución de monedas. El crecimiento de $M2$ real es 63.5 por ciento, cifra que es preocupante, puesto que es además superior a la registrada en similar periodo del año anterior. Para $M3$ se tiene una expansión de 64.3 por ciento, igualmente superior, en este caso al 46.5 por ciento del periodo previo.

En síntesis, se tiene que tanto la Base Monetaria como los Agregados siguen creciendo a valores que hacen muy difícil establecer una trayectoria de precios estable con una inflación baja y predecible. En el caso de la Base, no solamente preocupa el crecimiento actual sino la posibilidad, absolutamente real, que los saldos netos cambien de tendencia. Esto es, que las colocaciones netas de las redenciones de títulos de estabilización, disminuyan. Ese tipo de resultado implicaría que se tiene que comenzar a devolver el dinero que se recogió para esterilizar. Si se hace más costoso y más complejo colocar más valores de estabilización, se enfrenta el escenario de reversión de la esterilización, situación que tendrá que tener efectos de presión sobre precios. Esta es una variable sobre la que se debe prestar atención en los siguientes meses.

En cuanto a los agregados monetarios, se tiene un acelerado crecimiento, tanto en valores nominales como en valores reales. Las cifras a 12 meses muestran resultados igualmente preocupantes pero en la medición mas corta a junio de cada año, se tiene un escenario menos preocupante. Se percibe que en el tiempo más reciente se esta logrando ralentizar en algo el crecimiento de los medios de pago. Es muy difícil establecer con precisión las acciones que estarían explicando este resultado. Sin embargo, los cambios con la liquidación y abono de los recursos del IDH, situación que afecta a las regiones y municipios, podría tener, en contraparte, como efecto positivo, la racionalización en el crecimiento del dinero. Por supuesto que desde la óptica de la descentralización y las necesidades de gasto de las regiones y también desde el punto de vista político, los costos de estas acciones pueden ser mayores a los posibles beneficios.



5.3 Sistema Bancario

Durante el periodo de análisis se inició la crisis financiera internacional que viene afectando no solamente a los Estados Unidos, sino a la mayor parte de las economías desarrolladas y a economías grandes de la región, como Argentina, Chile y Brasil. En el caso de Bolivia, la vinculación del sistema bancario local con el resto del sistema financiero mundial es muy reducida y por ello, de entrada se puede señalar que no existe una contaminación o debilitamiento directo e inmediato de la banca boliviana.

Durante los últimos 24 a 30 meses, el sistema bancario ha venido fortaleciéndose y ha logrado niveles de rentabilidad importantes. La mora se ha reducido y se han incrementado casi todos los indicadores de salud del sistema, como la solvencia patrimonial, la liquidez y el retorno sobre patrimonio. Pero también durante estos meses el sistema ha venido perdiendo espacio en su rol fundamental, que es la intermediación hacia los sectores productivos y comerciales. En lo que sigue se analizarán tres componentes importantes que son las captaciones, la cartera y las inversiones temporarias del sistema.

5.3.1 Captaciones

Regularmente se presentaba en el análisis de estas variables los datos en moneda extranjera a efectos de mostrar resultados en cifras relativamente constantes. En esta ocasión, no se hace lo señalado por la fuerte caída del dólar, situación que tendería a inflar artificialmente el crecimiento de todos los indicadores. En el Cuadro 5.3.1 se reflejan tres periodos para el análisis. Agosto de 2007, diciembre de 2007 y agosto de 2008.

Cuadro 5.3.1

Evolución de las principales variables de sistema bancario (2007-2008) (en miles de Bs.)							Part %	Part %	Part %
	Ago-07	Dic-07	Ago-08	Var % Ago 08/Ago 07	Var % Ago 08/Dic 07	Var V. Absoluto	Ago-07	Dic-07	Ago-08
OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO A LA VISTA	8.148.236	8.192.225	9.629.003	18,2%	17,5%	1.480.767	30%	28,9%	29%
OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO POR CUENTAS DE AHORROS	8.928.691	10.430.538	13.574.749	52,0%	30,1%	4.646.058	33%	36,7%	41%
OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO A PLAZO	10.203.649	9.762.650	9.545.771	-6,4%	-2,2%	-657.877	37%	34,4%	29%
TOTAL OBLIGACIONES CON PRIVADOS	27.280.576	28.385.413	32.749.524	20,0%	15,4%	5.468.947	100%	100,0%	100%

Fuente: en base a cifras de la SBEF

Se tiene que el total de obligaciones o captaciones con el público han crecido en Bs. 5.468 millones, lo que representa un 20 por ciento de crecimiento, entre agosto 2007 y 2008. En el detalle se tiene un importante crecimiento en las cajas de ahorro, cuentas que son relativamente líquidas a partir de facilidades como las tarjetas de débito, que además reconocen algún tipo de interés pasivo. Entre agosto de los años analizados, se tiene un crecimiento de 52 por ciento en cajas de ahorro, principalmente por migraciones de DPF's en moneda extranjera hacia ahorro en UFV's. Tal



es así que los saldos a plazo fijo han bajado en ambos periodos de comparación. En un caso la caída fue de 2.2 por ciento y en el otro alcanzó un valor negativo de 6.4 por ciento.

Dos aspectos son importantes a comentar sobre estos resultados. Primero, la bajada de los DPF's significa una disminución de fondeo de largo plazo, que no es exigible fuera de tiempo y por lo tanto es más adecuado para fondear cartera de largo plazo. Segundo, los depósitos altamente líquidos que corresponden a las cuentas corrientes han subido, situación que muestra que varios agentes económicos prefieren tener sus recursos más cercanos y disponibles ante cualquier contingencia o riesgo. En la misma línea, las cajas de ahorro han subido reflejando otra vez la preferencia por mayor liquidez. Esto significa, desde el punto de vista del calce de plazos, una situación menos ventajosa para que las entidades financieras puedan colorar recursos que el sector real que requiere a largos plazos. Ahora, es claro y se reflejará en el análisis de la cartera, que el mercado, en este tiempo, ha demandado menor financiamiento para inversiones, razón por la que este movimiento hacia un calce más difícil no ha sido percibido como un problema inmediato.

Lo más reciente

Durante las últimas semanas de septiembre y las primeras de octubre de 2008 se ha percibido en el mercado formal, entidades financieras, casas de cambio y otros actores informales dedicados a la actividad de cambio de moneda, dificultades para vender dólares al público. En paralelo, la depreciación en los países limítrofes ha comenzado a generar fuertes expectativas en el país, sobre un eventual fin del periodo de caída del dólar y una posible reversión en su precio. La escasez de dólares de las semanas citadas pudo responder a un problema logístico principalmente. Sin embargo, esto causó nerviosismo que fue respondido con una nueva apreciación de 7.09 a 7.07 y con la difusión pública del tipo de cambio previsto en el Presupuesto General de la República, mismo que estaría fijado en 6.97 bolivianos por dólar (es decir, el anuncio es que el dólar seguiría bajando). Dos aspectos corresponden ser anotados al respecto. El primero es que el mercado cambiario ha mostrado sensibilidad y posiblemente está develando expectativas que no eran perceptibles respecto a la tendencia de mediano y largo plazo de la moneda extranjera.

El público esta mostrando que no cree en la sostenibilidad de la apreciación y que eventualmente eso puede cambiar. El segundo aspecto, que pensamos es totalmente transitorio, es que entre el 3 de octubre y el 10 del mismo mes (7 días), los depósitos del público habrían caído en US\$ 41 millones. Si bien esta cifra puede llamar la atención particularmente por el corto periodo en el que



se produce, la percepción de especialistas es que esta tendencia rápidamente puede estabilizarse y revertirse.

Para finalizar esta sección cabe señalar lo ocurrido en las últimas semanas en cuanto a las transferencias de moneda extranjera desde y hacia el país, mediante el BCB. El Cuadro 5.3.2 refleja los movimientos desde el cierre de agosto de este año hasta el 3 de octubre pasado. Las transferencias desde el exterior hacia el sistema financiero sumaron US\$ 77.4 millones, mientras que las transferencias desde el sistema financiero hacia el resto del mundo (por supuesto en moneda extranjera) superaron los US\$ 141 millones.

Cuadro 5.3.2

INFORMACIÓN ESTADÍSTICA SEMANAL

	2008 A	semana 1	semana 2*	semana 3*	semana 4*	semana 5*					Variación
	fin de Ago*	5-Sep-08	12-Sep-08	19-Sep-08	26-Sep-08	29-Sep-08	30-Sep-08	1-Oct-08	2-Oct-08	3-Oct-08	
Transferencias del Ex.al Sistema Financiero a través del BCB	49,0	3,3	24,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	77,45
Transferencias del Sistema Financiero al Ext a través del BCB	5,1	27,5	3,0	80,0	8,7	0,0	0,0	2,0	3,0	12,5	141,80

* Información preliminar ** Información preliminar de ABRIL a JUNIO de 2008
 a/ La variación semanal se calcula con la información más reciente de la semana.
 Fuente BCB

5.3.2 Cartera de Crédito

En el Cuadro siguiente se presenta lo central en la evolución de la cartera de préstamos. Nuevamente se expresan las cifras en moneda nacional para los mismos periodos que se analizaron las captaciones. En el desglose se presentan las cifras del Banco Unión, que es el Banco Estatal de primer piso, debido a que gran parte de las acciones gubernamentales, en lo que corresponde a financiamiento y posibles efectos sobre el mercado crediticio, serán perceptibles inicialmente a partir de las acciones de esa entidad.

Cuadro 5.3.2

Evolución de la Cartera de Prestamos del Sistema Bancario (2007 - 2008)

(En Miles de Bs.)	Ago-07	Dic-07	Ago-08	Var % Ago 08/Ago 07	Var % Ago 08/Dic 07	Var V. Absoluto	Part % Ago-07	Part % Dic-07	Part % Ago-08
CARTERA	21.926.290	22.979.997	24.160.791	10,2%	5,1%	2.234.502	100%	100%	100%
BUN	1.352.744	1.393.728	1.522.399	12,5%	9,2%	169.654	6%	6%	6%
CARTERA VIGENTE TOTAL	21.682.120	22.894.937	24.000.786	10,7%	4,8%	2.318.666	99%	100%	99%
BUN	1.267.670	1.350.663	1.487.582	17,3%	10,1%	219.912	6%	6%	6%
CARTERA VENCIDA TOTAL	208.977	131.021	273.909	31,1%	109,1%	64.932	1%	1%	1%
BUN	14.563	7.602	10.867	-25,4%	43,0%	-3.696	0%	0%	0%
CARTERA EJECUCIÓN TOTAL	1.448.306	1.228.800	1.043.179	-28,0%	-15,1%	-405.127	7%	5%	4%
BUN	239.714	164.795	134.288	-44,0%	-18,5%	-105.425	1%	1%	1%

Fuente: en base a cifras de la SBEF

La cartera total de la banca ha crecido en Bs. 2.234 millones. Esta cifra representa solo el 41 por ciento del monto en el que crecieron los depósitos u obligaciones del sistema con el sector privado. En efecto, mientras las captaciones se expandieron en Bs. 5.468 millones, la cartera subió en el



mismo periodo en Bs. 2.234 millones. La diferencia de Bs. 3.234 millones están principalmente en las inversiones temporarias y otros activos líquidos.

Entre agosto de 2007 y similar mes de 2008 se tiene un crecimiento de 10.2 por ciento en el total de la cartera. Por su parte, en el caso del Banco Unión el crecimiento fue de 12.5 por ciento, levemente superior al crecimiento general del sistema. Cuando se hace la comparación de más corto plazo entre diciembre 2007 y el cierre de agosto 2008, nuevamente el Banco Unión tiene un crecimiento un tanto más elevado (5.1 por ciento para el Sistema y 9.2 por ciento para BUN). Al analizar la cartera vigente total, se tienen mayores diferencias. Mientras el Sistema tiene un crecimiento entre agosto 2007 y 2008 de 10.7 por ciento, el BUN tiene un crecimiento mayor al 17 por ciento. A pesar de esas cifras, por el momento no sería correcto interpretar ello como un proceso de ampliación masiva de la intermediación estatal a través de esta entidad, lo que en otro escenario podría ser la base de un esquema de distorsión de precios y mercado.

5.3.3 Disponibilidades e Inversiones Temporarias

En el lado del activo del sistema, lo que más rápido ha crecido son las Disponibilidades y las Inversiones Temporarias. Entre ambas cuentas se tiene un crecimiento de 38 por ciento para el periodo agosto 2007 a similar mes 2008. Sin duda, este tipo de actividades de inversión de corto plazo, mediante mesa de dinero, han predominado en la actividad de varias entidades financieras.

Cuadro 5.3.3

Evolución de las Inversiones Temporarias y Activos Líquidos (En Miles de Bs.)									
	Ago-07	Dic-07	Ago-08	Var % Ago 08/Ago 07	Var % Ago 08/Dic 07	Var V. Absoluto	Part % Ago-07	Part % Dic-07	Part % Ago-08
TOTAL ACTIVO	39.016.430	40.982.529	46.626.659	19,5%	13,8%	7.610.229	100%	100%	100%
DISPONIBILIDADES	3.596.027	4.781.450	3.903.473	8,5%	-18,4%	307.445	9%	12%	8%
INVERSIONES TEMPORARIAS	10.174.321	9.653.439	15.140.298	48,8%	56,8%	4.965.977	26%	24%	32%
TOTAL DISP+INV.TEMP	13.770.348	14.434.889	19.043.771	38,3%	31,9%	5.273.423	35%	35%	41%

Fuente: en base a cifras de la SBEF

El cuadro 5.3.3 refleja lo mencionado; las inversiones temporarias han subido en 48.8 por ciento entre agosto de 2007 y 2008. Si se compara la evolución desde diciembre 2007, el crecimiento es más alto (56.8 por ciento) debido a que a fin de año, este tipo de operaciones disminuyeron un tanto, debido a las necesidades de financiamiento de actividades de mayor comercio, producción y consumo, hacia finales de año. Como sea, este comportamiento está entre lo más llamativo de la actividad del sistema.

Cuando se compara el peso relativo, tanto de las inversiones temporarias como de las disponibilidades respecto al total de activo se tiene que al cierre de agosto 2008 las primeras



representan el 32 por ciento del total del activo del sistema. Sumando ambos componentes, se tiene que ellos representan el 41 por ciento del total del activo. Es decir, si al activo se le restara algunos componentes como bienes de uso y bienes realizables que son activos reales, edificios y otras garantías, además de inversiones permanentes y otros activos que no son cartera, se puede llegar a casos de entidades donde cerca de la mitad de los activos son inversiones temporarias y disponibilidades (mucho de ese dinero en el BCB). Esta cifra fortalece el argumento que si bien las entidades de intermediación financiera están sólidas, éstas han reducido su rol central de constituir cartera e intermediar recursos con fines de financiar inversión y desarrollo.

En resumen, se tiene un sector bancario sólido no obstante el clima de incertidumbre que podía haber afectado las captaciones y la confianza en el sistema. Si bien se tiene un crecimiento importante en las captaciones, la mayor parte de estos recursos no han llegado a los usuarios del sistema, sino han sido transferidos en operaciones de tesorería, a títulos de estabilización monetaria emitidos por el BCB y el TGN. Se trata de un proceso por el cual el carácter de garantía soberana, mas la rentabilidad en valores nominales, aspecto importante cuando se considera el retorno a dólares con bajos de tipo de cambio, ha conducido a que se incrementen este tipo de activos. Lo que en el fondo devela este resultado también es una expectativa de devaluación futura del boliviano, aspecto que el BCB está contrarrestando apreciando más el boliviano. En el fondo, a pesar de esa política, las entidades perciben que la depreciación del dólar solo puede ser temporal y sostenible en la medida de que las reservas del BCB crezcan más rápido que las importaciones. En adición a lo anterior, reforzó esa expectativa el hecho que casi todos los países del mundo incluyendo a los vecinos, han iniciado un proceso de depreciación de sus monedas, de modo que el dólar está en un sendero de subida.

**6. Sector Fiscal.****6.1. Balance del Sector Público No Financiero**

Regularmente se hacía una valoración del Sector Público No Financiero, mismo que contempla a todas las entidades del gobierno central y descentralizado, incluyendo municipios. A partir de la Nacionalización y la creación de varias empresas públicas, el concepto de "Gobierno General" que incluye a las empresas estatales también cobra relevancia en el análisis. Las entidades responsables de la contabilidad fiscal, han decidido presentar cifras "ajustadas" de las operaciones del sector público, las mismas que estarían corregidas quitando ciertos montos tanto en los ingresos como en los egresos.

Cuadro 6.1.1

SPNF: Operaciones Ejecutadas					
Enero - Agosto 2007-2008 (con Ajustes) 1./					
En millones de bolivianos				En Porcentaje del PIB	
	2007	2008	Var % 07-08	2007	2008
Ingresos Totales	23.705,9	32.271,4	36,1%	23,0	26,0
Ingresos Corrientes	22.792,5	31.372,3	37,6%	22,1	25,3
Ingresos Tributarios	11.161,3	14.345,0	28,5%	10,8	11,5
Ingresos por Hidrocarburos	8.808,0	13.474,9	53,0%	8,6	10,8
Otros Ingresos Corrientes	2.823,2	3.552,3	25,8%	2,7	2,9
Donaciones	913,4	899,1	-1,6%	0,9	0,7
Gastos Totales	19.880,7	22.164,9	11,5%	19,3	17,8
Gastos Corrientes	12.344,2	14.595,5	18,2%	12,0	11,8
Servicios Personales	5.860,9	6.537,8	11,6%	5,7	5,3
Bienes y Servicios	2.077,7	2.441,6	17,5%	2,0	2,0
Intereses Deuda Interna y Externa	786,9	721,4	-8,3%	0,8	0,6
Otros Egresos Corrientes	1.480,3	2.557,5	72,8%	1,4	2,1
Pensiones	2.138,4	2.337,2	9,3%	2,1	1,9
Inversión	7.536,5	7.569,4	0,4%	7,3	6,1
Saldo	3.825,2	10.106,4	164%	3,7	8,1

1./ Se detallan en los siguientes cuadros los ajustes correspondientes
Fuente: UPC

En el Cuadro 6.1.1 se presentan las cifras ya ajustadas y más adelante se presentan los datos antes de los ajustes. Entre enero y agosto de 2007 y 2008, los ingresos crecieron en 36.1 por ciento, mientras que los gastos habrían subido en 11.5 por ciento. En el ingreso el crecimiento se concentra en hidrocarburos (53 por ciento). Para agosto de 2007, los ingresos por hidrocarburos representaron el 37 por ciento del total de ingresos del SPNF y para similar periodo de 2008, el peso de estos ingresos subió a 42 por ciento de ese total; ello refleja que la vulnerabilidad del balance fiscal ha subido. La suma del IDH más el IEHD son los componentes centrales de las



recaudaciones nacionales. Pero también ello implica que son los componentes sobre los cuales el país no tiene control, por la volatilidad de los precios internacionales de los carburantes, misma que es recogida por los contratos de exportación de gas. Con estas cifras, el saldo fiscal estaría con una mejora de 164 por ciento entre los periodos analizados.

En el Cuadro 6.1.2 se presentan las cifras antes y después de los ajustes, para los periodos enero-agosto de los años analizados. Los ajustes se traducen en cortes en los ingresos por hidrocarburos. Siendo que estos ingresos son generados por YPFB que es parte del Gobierno General y no del SNPF, se quitan estos ingresos de este recuento. En el lado del gasto, lo que están haciendo en las cuentas fiscales es reducir la compra de bienes y servicios por parte de YPFB y otras empresas públicas, además de los salarios de los funcionarios de todas estas empresas estatales.

Cuadro 6.1.2.

Enero - Agosto En millones de bolivianos	SPNF: Operaciones ejecutadas						Variaciones		
	2007		2008		2008		Crec %	Var %	Crec %
	sin Ajustes	Ajustes	sin Ajustes	sin Ajustes	Ajustes	con Ajustes	Sin Ajust	Ajuste	Con Ajust
Ingresos Totales	28.506,1	4.800,2	23.705,9	39.151,0	6.879,7	32.271,4	37%	43%	36%
Ingresos Corrientes	27.592,7	4.800,2	22.792,5	38.251,9	6.879,7	31.372,3	39%	43%	38%
Ingresos Tributarios	11.161,3	0,0	11.161,3	14.345,0	0,0	14.345,0	29%		29%
Renta Interna	10.479,7	0,0	10.479,7	13.473,7	0,0	13.473,7	29%		29%
Renta Aduanera	681,6	0,0	681,6	871,3	0,0	871,3	28%		28%
Ingresos por Hidrocarburos	12.921,5	4.113,5	8.808,0	19.031,5	5.556,6	13.474,9	47%	35%	53%
Otros Ingresos Corrientes	3.509,8	686,6	2.823,2	4.875,4	1.323,1	3.552,3	39%	93%	26%
Donaciones	913,4	0,0	913,4	899,1	0,0	899,1	-2%		-2%
Egresos Totales	25.343,3	5.462,6	19.880,7	30.662,7	8.497,8	22.164,9	21%	56%	11%
Egresos Corrientes	17.806,8	5.462,6	12.344,2	23.093,3	8.497,8	14.595,5	30%	56%	18%
Servicios Personales	6.022,0	161,2	5.860,9	6.886,4	348,6	6.537,8	14%	116%	12%
Bienes y Servicios	7.324,6	5.246,8	2.077,7	10.463,1	8.021,5	2.441,6	43%	53%	18%
Intereses Deuda Interna y Externa	786,9	0,0	786,9	721,4	0,0	721,4	-8%		-8%
Otros Egresos Corrientes	1.534,9	54,6	1.480,3	2.685,2	127,7	2.557,5	75%	134%	73%
Pensiones	2.138,4	0,0	2.138,4	2.337,2	0,0	2.337,2	9%		9%
Inversión	7.536,5	0,0	7.536,5	7.569,4	0,0	7.569,4	0%		0%
SALDO	3.162,7	10.262,8	3.825,2	8.488,3	15.377,4	10.106,4	168%	49,8%	164%

Nota: YPFB comienza con la actividad del mayoreo a partir de junio de 2006

Lo que se tiene sin estos ajustes es, para cada uno de los años, un saldo fiscal menor al que se reporta con los ajustes. Concentrando el análisis en el periodo agosto 2008, es claro que los ajustes permiten que el saldo fiscal del SPNF pase de Bs. 8.488 millones a Bs. 10.106. En el lado del ingreso, el ajuste significó un recorte de 18 por ciento de los ingresos. En el lado del gasto, un 28 por ciento de los gastos. Así, al recortar los gastos más que proporcionalmente que los ingresos, se cierran las cifras con resultados mayores a los obtenidos sin el ajuste.

7. Conclusiones

1. Se enfrenta una tendencia de lento crecimiento mundial y con indicios a ser negativo en algunos casos. A ello se suma una potencial reversión de precios para conformar un contexto internacional totalmente diferente a lo que se vino registrando en los últimos años.
2. Aunque todavía se debe esperar unos meses para confirmar este giro, lo analizado sin duda es una mala noticia que cambia el escenario para muchos países de la región, entre ellos Bolivia.
3. La crisis financiera mundial ha mostrado que tiene capacidad de reflejarse en economías tan poco integradas al mercado de capitales, como es el caso de Bolivia. La crisis impulsó la salida de inversiones en títulos de commodities y minerales. La bajada en el precio de los minerales tuvo su repercusión inicial en la economía de Potosí donde se anticipan cierre de ingenios, despidos y mayores dificultades.
4. Falta esperar el efecto de una caída en las remesas desde el exterior. Este componente ha alcanzado valores importantes, que superan la inversión privada y la inversión extranjera directa en los periodos analizados.
5. Solo es posible esperar una bajada en el precio del petróleo, que es tan relevante para la economía en su relación con la fijación del precio del gas que se exporta a Brasil y Argentina. Consideramos que esta bajada no estará libre de correcciones y fluctuaciones de corto plazo. Es decir, bajadas y eventuales rebotes. Sin embargo, en una perspectiva de más largo horizonte, lo razonable es esperar que este precio baje.
6. A nivel internacional, un elemento adicional de contexto es un impulso a la subida de precios. En el mundo se percibe mayor inflación, no obstante el enfriamiento de varias economías. Los precios permanecen particularmente altos en algunos alimentos y esto incide en los indicadores generales de calidad de vida de muchas regiones del globo.
7. En lo interno, la inflación en Bolivia es un problema grande no resuelto. Comparativamente, la subida de precios en el país es alta respecto a los países en la región y también respecto al desempeño propio en la gestión pasada, considerando los periodos de corte analizados. En el caso de Bolivia, los orígenes de la subida de precios se asocian al crecimiento extremadamente acelerado de los agregados monetarios y la dificultad de expandir oferta. Es decir, incertidumbre que afecta a la inversión.
8. El potencial cambio de tendencia de crecimiento mundial se ha hecho evidente a partir de junio. En cuanto a las cifras del producto al cierre de junio (son las últimas disponibles), el crecimiento de la economía boliviana parece que aún disfrutaba de un contexto internacional con vientos favorables. La minería y el proyecto enclave San Cristobal explican una parte importante del crecimiento de 6.5 por ciento durante el segundo



trimestre del año. Si la inercia de ese contexto favorable se mantiene algún tiempo más a pesar del nuevo escenario internacional, el impulso en el consumo y la liquidez que aún es importante, podrían ayudar a que este sea un año con crecimiento considerable. Ello, sin embargo, no exime la necesidad de contar con planes de contingencia puesto que con seguridad, los efectos del nuevo contexto llegarán el 2009.

9. En el sector externo, las buenas noticias son las exportaciones, las malas que son predominantemente efecto precio. La otra mala noticia es el fuerte dinamismo que tienen las importaciones y que en función de un posible cierre de importaciones cercano a los US\$ 5 mil millones, las reservas podrían no ser tan abundantes como muchos pensamos inicialmente.
10. El crecimiento en las importaciones de carburantes (combustibles y lubricantes) ha sido extraordinario y preocupante. Este resultado tiene un efecto volumen mayor que el efecto precio, lo que también apunta a una menor producción interna de líquidos, particularmente diesel y GLP. Durante el periodo analizado, en determinadas regiones del país se han visto problemas de abastecimiento de estos productos e inclusive gasolinas.
11. Dentro del sector externo, la otra mala noticia esta relacionada a la política cambiaria y la apreciación del Boliviano. Este es un problema que sigue afectando a los exportadores y todo parece indicar que existe muy poca disposición para revisar decisiones de política, aún frente a una diferente realidad en el vecindario, donde todos están depreciando y buscando competitividad. El tipo de cambio real, que es la medida de competitividad cambiaria, ha experimentado un nuevo rezago en el periodo estudiado.
12. En contraste, la buena noticia fue el mantenimiento en las remesas que percibe el país. Lo que ello refleja es que los efectos del desempleo en los países receptores de migrantes bolivianos aún no se había producido hasta junio pasado. La información sobre esta variable es aún dispersa y poco consistente como para adelantar más por el momento.
13. En el campo monetario sigue preocupando el excesivo crecimiento de los medios de pago. Este es sin duda, el factor individual más importante con impacto en la inflación. En las últimas semanas, se advierte además una reversión en el saldo neto entre emisión nueva de valores y redenciones; esto, en la medida que se consolide haría más cuesta arriba la difícil tarea de controlar la inflación.
14. En el campo de la banca, la conclusión es un movimiento más pronunciado hacia una pérdida del rol central del sistema. Es decir, menor intermediación hacia el sector productivo a efectos de impulsar inversiones y crecimiento económico. Este hecho no es atribuible como responsabilidad exclusiva del sector, sino una combinación de menor demanda de crédito de parte del sector real y una fuerte competencia de parte de títulos estatales.



15. El sistema se mantiene sólido patrimonialmente y con alta liquidez. Sin embargo, datos muy recientes muestran indicios de intranquilidad que hacen pensar en una situación definida respecto a la expectativa de depreciación y, por lo tanto, los posibles efectos sobre los ahorros en moneda extranjera. Datos a partir de agosto de 2008 muestran un predominio en las transferencias de moneda extranjera desde el sistema financiero nacional hacia el resto del mundo. Es decir, salida neta de dólares.
16. Para finalizar, el sector fiscal muestra resultados positivos en el saldo; sin embargo, este resultado está fuertemente influido por los ingresos por impuestos a los hidrocarburos, los que se han beneficiado por los altos precios del petróleo y su efecto en los precios de exportación de gas. Siendo este un resultado positivo, la otra cara de la medalla muestra inequívocamente que hoy existe mucha vulnerabilidad externa en el balance fiscal. Si la caída del petróleo en las últimas semanas se pronuncia y mantiene, ciertamente la holgura fiscal que se ha disfrutado hasta junio podría dejar de ser tal.
17. Los gastos públicos han venido creciendo a tasas importantes, pero menores a las de los ingresos. El problema, sin embargo, es que esa subida de gastos es inflexible y mucha de ella tiene componentes inerciales que harán que en el futuro crezcan de manera automática. Preocupa que el crecimiento de este gasto esté financiado con ingresos volátiles que dependen de los hidrocarburos, sus precios y los volúmenes de producción que, lamentablemente no se incrementan sustancialmente debido a bajos niveles de inversión en el sector.