Luego de alcanzar un máximo de 17,3% en junio de 2008, la inflación interanual o a doce meses descendió significativamente en el segundo semestre hasta registrar un 11,8% en diciembre, tasa muy cercana al 12% proyectada en el Informe de Política Monetaria (IPM) de julio de 2008.

Los principales riesgos hacia el alza señalados en el IPM de julio de 2008, como la inflación internacional, la inercia inflacionaria y las expectativas de inflación, no se materializaron. Por el contrario, los factores predominantes fueron favorables a la baja y tuvieron incidencia determinante en el comportamiento de los precios, como la reducción de las presiones importadas, la mejora en el abastecimiento de productos alimenticios asociada a la recuperación de la actividad agrícola y a las medidas aplicadas por el Gobierno y, en menor medida, la moderación de las expectativas inflacionarias. Además, las políticas monetaria y cambiaria para el control de la inflación aplicadas desde 2007, cuyos efectos tienen rezago, tuvieron también un aporte significativo, junto con una adecuada política fiscal.

La menor inflación importada se originó en la rápida reducción de los precios internacionales de productos alimenticios y energéticos, y en la depreciación de las monedas de los principales socios comerciales, permitiendo reducir los costos de importación de insumos y de bienes finales. Asimismo, la recuperación de la producción agrícola e industrial alimenticia, la menor presencia de fenómenos climatológicos adverso y las políticas del Gobierno en productos estratégicos mejoraron el abastecimiento de los mercados y ayudaron a revertir la tendencia creciente de la inflación de alimentos. Finalmente, la moderación de las expectativas de inflación permitió limitar los ajustes de precios relativos y, junto a las medidas de política monetaria y cambiaria, reducir la inercia de la inflación. En efecto, los indicadores alternativos de inflación "inflación subyacente" e "inflación núcleo", que excluyen el efecto de los precios más volátiles y de los precios regulados y se constituyen en la inflación relevante para la política monetaria, señalan que ésta disminuyó a un nivel en torno a 9% a finales de 2008.

En el ámbito externo, la acentuación de la crisis financiera internacional afectó profundamente a las economías desarrolladas con repercusiones que han ido más allá del ámbito financiero provocando la caída del producto y afectando el nivel de empleo. En un escenario de creciente morosidad de los préstamos y sustanciales pérdidas bancarias, la reducción rápida de la inflación facilitó a los gobiernos de los países desarrollados a establecer políticas fiscales y monetarias expansivas, así como programas de provisión de liquidez, rescate o nacionalización de bancos y aumentos de capital. Éstos fueron insuficientes para contener la pérdida acarreada por la desvalorización de sus activos, generando restricciones crediticias con efectos negativos sobre el sector real. Así, las tasas de crecimiento en 2008 fueron menores a las previsiones iniciales y las proyecciones para 2009 fueron revisadas sustancialmente hacia la baja. Las tasas de desempleo alcanzaron niveles elevados en las principales economías avanzadas.

Para las economías emergentes y en desarrollo, los efectos del contexto macroeconómico internacional se reflejaron en movimientos de capital que generaron volatilidad en los mercados cambiarios y de las bolsas de valores, menor demanda externa y disminución de los precios de exportación. Como resultado de la incertidumbre asociada, la recomposición de inversiones en búsqueda de rentabilidad libre de riesgo ("huída a la calidad") derivó en caídas de los índices bursátiles y altas depreciaciones de sus monedas. Aunque en las últimas semanas los mercados parecieran haberse estabilizado, persiste la incertidumbre y crisis de confianza.

A pesar de que en las economías emergentes la desaceleración de la actividad económica y los efectos negativos sobre sus sistemas financieros fueron menos severos, debido a los sólidos fundamentos macroeconómicos y la fortaleza de sus sistemas financieros, pero vieron alterados su normal funcionamiento presentándose restricciones crediticias. La caída de la demanda internacional junto al desestímulo que originó la disminución de los precios de productos exportables, repercutió en menores tasas crecimiento económico. Al igual que en las economías desarrolladas, para contrarrestar estos efectos, se están aplicando políticas fiscales y monetarias expansivas que promuevan el financiamiento de la inversión y la demanda interna.

En el caso de la economía boliviana, como lo habían señalado el BCB y el Gobierno, los efectos iniciales de la crisis financiera internacional fueron limitados por su baja inserción al mercado financiero internacional y por los favorables indicadores del sector real, fiscal, externo y, principalmente, de intermediación financiera que muestran una menor vulnerabilidad. Además, ambas instancias reaccionaron oportunamente al moderar el ritmo de contracción de la liquidez, reducir los incentivos para la salida de capitales al exterior, incrementar la oferta de divisas en el bolsín y establecer normas orientadas a que las entidades financieras internalicen los riesgos de la dolarización.

El crecimiento de la economía al tercer trimestre fue de 6,5%, estimulado por el consumo privado y la inversión. En los sectores extractivos, la minería presentó un elevado crecimiento debido a la actividad del proyecto San Cristóbal, mientras que la producción de hidrocarburos creció en 3,6% y como resultado de mayores inversiones se espera una mayor producción para los próximos años. Destaca también la recuperación del sector agrícola, luego del descenso por factores climatológicos. Acompañó el crecimiento de la industria manufacturera y del sector de servicios, aunque a tasas levemente menores que en la gestión anterior pero por encima de sus promedios históricos.

Por tercer año consecutivo, el Sector Público No Financiero (SPNF) obtuvo un alto superávit fiscal, debido a mayores ingresos por la venta de hidrocarburos y las recaudaciones tributarias, así como un comportamiento moderado del gasto que privilegió la inversión pública. Las cuentas externas también fueron superavitarias, principalmente como resultado del incremento del valor y volumen de las exportaciones y de las remesas familiares, configurando los llamados "superávit mellizos., que son indicadores de los adecuados fundamentos económicos de la economía boliviana.

Pese a que la caída de los precios internacionales de las materias primas es el principal canal por el cual la crisis económica internacional afecta a Bolivia, esta disminución tuvo un efecto diferido en el tiempo por la naturaleza de los contratos de exportación de hidrocarburos, por lo que el impacto en las cuentas externas y fiscales fue limitado. Los efectos se manifestarán en la presente gestión; y su severidad dependerá del rumbo que sigan las cotizaciones internacionales de nuestros productos de exportación. Al cierre de esta edición, la mayor parte de estos precios mostraron recuperaciones con respecto al nivel alcanzado a fines de 2008.

Respecto a la actividad financiera, debido a su fortaleza y a su menor grado de inserción a los mercados internacionales de capitales, no tuvo los sobresaltos que se presentaron en otros países, donde cayeron significativamente sus bolsas de valores, enfrentaron restricciones de liquidez y tuvieron que depreciar fuertemente sus monedas. El país recibió dicho efecto por el lado de las variaciones cambiarias en otros países y que influyeron en el aumento de las expectativas de depreciación del boliviano. El sistema financiero y la población aumentaron la preferencia por moneda extranjera; y a partir del mes de octubre de 2008 cambió de dirección el proceso de remonetización de los depósitos que se había estado experimentando desde 2005, por lo que aumentó levemente el grado de dolarización de los mismos. Sin embargo, el sistema financiero registró una sostenida mejora en sus indicadores financieros y un continuo crecimiento en sus captaciones y colocaciones, mostrando una solidez y una fortaleza que contribuyó a la estabilidad financiera del país.

Las políticas aplicadas por el BCB, que estuvieron dirigidas a reducir el componente permanente de la inflación, cambiaron su orientación durante el último trimestre de 2008. En efecto, en un contexto de fuerte acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) hasta septiembre de 2008, el BCB emitió títulos mediante Operaciones de Mercado Abierto (OMA) e implementó medidas de encaje legal para retirar lo excedentes de liquidez en la economía que habrían tenido mayores impactos inflacionarios. Estas medidas se complementaron con la acumulación de depósitos del SPNF en el Ente Emisor, lo que coadyuvó a una menor necesidad de OMA y de incrementos en las tasas de interés.

Luego de que la inflación cambió de tendencia y conforme descendió el ritmo de acumulación de RIN, la política monetaria, consecuente con su orientación contracíclica, disminuyó la oferta de títulos y las colocaciones netas en OMA. Hasta el tercer trimestre de 2008, el esfuerzo de la política monetaria alcanzó niveles históricos, ya que la relación OMA a emisión monetaria subió de 21,3% a finales de 2006 a 91,6% en septiembre de 2008, lo que significa que por cada boliviano emitido, cerca de 92 centavos fueron retirados mediante OMA. Con el cambio de orientación en el último trimestre, este indicador descendió a 83,3% en diciembre de 2008.

También es importante aclarar que la deuda interna del Banco Central que se generó mediante OMA corresponde a recursos que están resguardados en el BCB y que están retornando a la economía en la medida que ésta pueda absorberlos, proceso que ya se inició en el último trimestre de 2008. Con ello, el BCB permite expandir el crédito para contrarrestar los efectos que la crisis financiera internacional pueda tener en la actividad real

De manera similar, la política cambiaria de apreciación, que tuvo el propósito de contrarrestar las presiones inflacionarias de origen importado, fue dinámica hasta el segundo trimestre, gradualmente redujo su intensidad hasta octubre de 2008 y en el último bimestre la paridad se mantuvo estable. La política cambiaria hasta septiembre de 2008 fue consistente con el exceso de oferta de moneda extranjera y permitió una elevada acumulación de RIN hasta llegar a un nivel cercano al 45% del PIB, que sitúa al país en mejores condiciones para enfrentar la crisis global. En efecto, cuando se modificaron las condiciones del entorno como resultado de la crisis financiera internacional y se depreciaron las monedas de los principales socios comerciales aumentó la demanda por moneda extranjera, lo que impulsó al BCB a incrementar la oferta diaria de dólares en el Bolsín (desde $us15 millones a $us50 millones) evitando que las expectativas de depreciación de la moneda nacional respecto al dólar continúen en ascenso.

Si el BCB hubiera seguido un comportamiento similar a los países con regímenes de flotación libre (ya sea administrada o según las fuerzas del mercado), el tipo de cambio habría tenido un comportamiento muy volátil. En una primera etapa desde 2003, la moneda nacional habría experimentado una fuerte apreciación y no se habrían acumulado RIN; y, en una segunda etapa a partir de septiembre de 2008, con la agudización de la crisis financiera internacional, se habría registrado una fuerte depreciación de la moneda nacional, tal como fue la trayectoria de los tipos de cambio de los países vecinos. Dada la característica de economía todavía altamente dolarizada, estos movimientos volátiles del tipo nominal habrían afectado al sistema financiero, al público y a la actividad productiva, debido a cambios severos en las posiciones deudoras o acreedoras netas en moneda extranjera de las familias y las empresas. Sus efectos también habrían repercutido en la actividad económica, a través de los precios de los insumos intermedios y de capital importados. Por el contrario, los movimientos de la paridad fueron graduales para evitar estos problemas y el tipo de cambio nominal tuvo una trayectoria menos volátil.

Como resultado de un entorno externo adverso y la incertidumbre sobre la duración de la crisis de las principales economías desarrolladas junto con la pérdida de dinamismo de las economías emergentes, se prevé para 2009 una disminución del crecimiento externo relevante para Bolivia. Sin embargo, el descenso que se observó en los precios internacionales de los productos básicos, especialmente de alimentos, y un posible escenario en que las monedas de los socios comerciales podrían permanecer estables, permite prever una reducción significativa de la inflación externa relevante para Bolivia.

Producto de la caída en los precios internacionales y de la actividad económica global, se estima que el crecimiento económico se desacelerará a una tasa en torno a 5% para los años 2009 y 2010. No obstante ello, en la medida que maduren los proyectos de inversión pública y privada se observaría un gradual incremento del producto potencial.

Por el lado de la demanda, se proyecta un menor crecimiento del consumo privado debido al efecto en el ingreso nacional que la menor expansión de la actividad económica, los menores ingresos por exportación y la reducción en el flujo de remesas tendría. Junto a la moderación del gasto público, las presiones de demanda no serían un factor inflacionario en 2009.

La desaceleración de la demanda externa incidirá en un posible saldo negativo de las cuentas corriente y global de la balanza de pagos, y en un saldo fiscal negativo por las repercusiones en los ingresos fiscales y el incremento en la inversión pública, revirtiéndose los superávit mellizos luego de tres años continuos, lo cual es coherente con el nuevo entorno que enfrenta la economía boliviana.

Consistente con el escenario interno y externo esbozado, las perspectivas de inflación para el bienio 2009-2010 señalan que continuará el período de estabilización gradual ya observado a partir de mediados de 2008. Este escenario asume que los precios de los bienes transables no perecibles continuarían en las cotizaciones internacionales observadas en las últimas semanas, salvo algunos precios de productos alimenticios que podrían aumentar debido a problemas de oferta; la producción agrícola interna no se vería afectada por factores climatológicos tan adversos como en el pasado; las presiones por el lado de los costos continuarían reduciéndose; se supone que se mantendría la subvención al precio de los carburantes y el abastecimiento energético sería normal y fluido en todo el país; y no se realizarían ajustes importantes en los precios de los bienes y servicios regulados.

Con relación a las expectativas, se prevé que sigan moderándose en la medida que prosiga la caída efectiva en los precios al consumidor y continúen operando los efectos de las políticas aplicadas por el BCB y por el Gobierno. Respecto al componente tendencial de la inflación, las proyecciones indican la reducción paulatina de este indicador por la caída de la inflación internacional, la desaceleración del gasto interno y los efectos plenos de las políticas monetaria y cambiaria. De este modo y tal como se señaló en el IPM de julio de 2008, se espera que la inflación termine en torno a 8% en 2009. En 2010 la caída sería más gradual debido a que las políticas económicas estarán orientadas a mitigar los efectos de la crisis internacional en la economía boliviana, por lo que la inflación tendería a converger en torno a 6%.

El balance de riesgos se encuentra equilibrado y, como el BCB lo ha hecho antes, frente a un desvío del escenario central de inflación, sus políticas reaccionarán de acuerdo con las circunstancias. Los principales riesgos hacia el alza están asociados con la incertidumbre por problemas sociales y políticos, presiones por un posible incremento del gasto fiscal y su efecto en la demanda agregada, e incertidumbre sobre el curso futuro de los precios internacionales de algunos productos alimenticios por problemas en la oferta, como la sequía en Argentina. En cuanto a los riesgos a la baja, éstos son los efectos de la disminución de la actividad económica externa y de los precios externos (en especial alimentos y energéticos) y la menor entrada de recursos a la economía, especialmente remesas del exterior.