Durante el primer semestre de 2009, la inflación continuó con el descenso iniciado a partir de julio de 2008, aunque en una magnitud significativamente mayor que la prevista en el *Informe de Política* *Monetaria* (IPM) de enero. En efecto, la variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en los primeros seis meses del año fue negativa (- 0,6%) y la tasa de inflación interanual fue 2,1% en junio, casi 10 puntos porcentuales (pp) por debajo de la observada en diciembre de 2008 (11,8%) y cerca de 15pp menor a la de similar mes de 2008 (17,3%). La menor inflación se observó en las distintas capitales del país donde se recaba información para el IPC.

Cabe destacar que la fuerte reducción de precios experimentada en Bolivia obedece a un proceso de estabilización (o "desinflación") y se explica por la corrección de precios especialmente en una división específica del IPC (Alimentos y Bebidas no Alcohólicas) y no a un proceso deflacionario, que se define como una caída generalizada de precios. Prueba de ello es que la economía, el consumo y el crédito continuaron creciendo, al contrario de lo que acontecería en una fase de deflación. Además se debe tomar en cuenta, que la caída en los precios de los alimentos es beneficiosa para la población boliviana en su conjunto, ya que aumenta el poder de compra, particularmente de los sectores más vulnerables.

De igual forma, las medidas de inflación relevante para las políticas monetaria y cambiaria (inflación subyacente y núcleo inflacionario) descendieron, hasta situarse entre 2% y 3% al cierre del primer semestre. Este descenso revela que las políticas aplicadas en los meses previos tuvieron efectos en reducir el incremento de precios. Por otra parte, en los dos últimos meses la inflación núcleo interanual se ubicó por encima de la inflación total, hecho que sugiere que la tendencia de la inflación se estaría estabilizando, convergiendo a sus niveles de mediano plazo.

Los indicadores adicionales de inflación (como los precios al productor manufacturero, los costos de construcción y las remuneraciones) también se desaceleraron, en línea con lo observado con la inflación total.

Los principales factores que promovieron la caída de la inflación fueron cuatro: i) la caída de la inflación internacional como resultado de la recesión económica global, reflejada en la disminución de los precios internacionales de alimentos, combustibles y materias primas (*commodities*); ii) el efecto de las políticas del Banco Central de Bolivia (BCB) y las medidas del Gobierno, ambas orientadas a controlar las presiones inflaciónarias; iii) el favorable desempeño del sector agropecuario, que implicó el normal abastecimiento en los centros de abasto; y iv) el desvanecimiento de las expectativas de inflación y, consecuente con ello y con las políticas de provisión gubernamentales, el abatimiento de la especulación en los mercados.

En el contexto internacional, la recesión económica, la peor desde la Segunda Guerra Mundial, habría dejado de profundizarse, en el primer semestre de 2009, aunque continuaron las perspectivas de un crecimiento negativo para todo el año. En los países desarrollados se observó una contracción económica generalizada, principalmente en Japón, la Zona del Euro, el Reino Unido y en Estados Unidos, país en el que se originó la crisis económica actual. En estos países el desempleo aumentó tanto por la menor caída de la actividad económica como por la quiebra de importantes empresas financieras e industriales.

La recesión también se extendió a los países emergentes y en desarrollo, aunque en una magnitud más moderada y diferenciada. Las excepciones más notables fueron China e India, países que se caracterizaron por un fuerte dinamismo en los últimos años, puesto que la desaceleración que experimentaron de niveles iguales o mayores a 10% a cifras en torno a 6%, implica todavía altas tasas de crecimiento (las mayores del mundo), por lo cual estos países serán fundamentales en la recuperación económica global.

En el caso de América Latina, México fue el más afectado debido a la significativa relación comercial y financiera con EE.UU. y las consecuencias adversas de la gripe A(H1N1), principalmente sobre el turismo. Por su parte, Brasil y Chile, países con importante grado de apertura financiera, también experimentaron una recesión en el primer trimestre. Otras economías de la región experimentaron sólo una desaceleración del crecimiento, aunque Argentina comenzó a mostrar una caída pronunciada en su producción industrial. En los últimos meses, los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas en la mayoría de los países muestran que la crisis estaría tocando fondo. Asimismo, paulatinamente están mejorando los precios de las materias primas. No obstante, las condiciones de estos mercados son todavía inciertas, puesto que dependen de las características de oferta y demanda de cada materia prima en particular. Por ejemplo, los precios de combustibles y minerales se recuperaron parcialmente, mientras que los de carácter agrícola se mantuvieron estables, salvo el de la soya, que cayó en la primera mitad del año.

Debido a la recesión mundial y los menores precios de materias primas, la inflación disminuyó en la mayoría de los países, inclusive observándose tasas negativas, especialmente en las economías avanzadas. Esta caída dio mayor margen de acción a las políticas monetarias, las cuales tuvieron una orientación expansiva y coadyuvaron a la inyección de liquidez para evitar una propagación mayor de la crisis económica. De igual forma, los indicadores de inflación subyacente se han estabilizado cerca de los niveles o rangos meta de los países.

Los indicadores financieros, como los índices accionarios y los *spreads* de crédito, mejoraron moderadamente. Pese a ello, persiste la incertidumbre sobre el estado futuro de las economías avanzadas, puesto que las inyecciones de liquidez y los programas de estímulo fiscal incrementaron la deuda pública; y la expansión monetaria podría generar un repunte posterior de la inflación, aunque de menor magnitud a la de los años 2007-2008. Por este motivo, el dólar se depreció en el primer semestre del año, luego de la apreciación experimentada a fines de 2008 por el fenómeno de "huída a la calidad", que implicó un aumento inicial de la tenencia de títulos públicos de EE.UU. por los inversores.

El Producto Interno Bruto (PIB) boliviano continuó creciendo, pero a una tasa más moderada, habiendo disminuido de 4,2% en el último trimestre de 2008 a 2,1% en el primer trimestre de 2009, como resultado de la crisis económica mundial. No obstante, esta cifra positiva es superior a la observada en la mayoría de los países de la región, muchos de los cuales experimentaron tasas de crecimiento económicas negativas.

A nivel sectorial, la producción de gas disminuyó 19,9% en términos interanuales durante el primer trimestre como consecuencia de la menor demanda de Brasil, mientras que la producción minera continuó creciendo a una tasa importante (19,9%), aunque más moderada que la fuerte expansión promedio de 2008 (56,3%). La construcción (7,4%) y la industria (1,6%) se desaceleraron por el menor dinamismo de la demanda interna y externa, mientras que la producción agropecuaria tuvo un crecimiento positivo (2,7%) por las favorables condiciones climáticas. Desde la perspectiva del gasto, el crecimiento de la demanda interna (5,9%) continuó siendo el motor de la actividad económica, destacándose el dinamismo de la inversión (24,1%), mientras que la demanda externa neta mostró cifras negativas.

Las operaciones del sector público en el primer semestre arrojaron un superávit equivalente al 2,4% del PIB anual estimado para 2009. Este resultado fue determinado por la austeridad fiscal en el gasto corriente y los importantes ingresos de exportación de hidrocarburos por los todavía altos precios del gas boliviano de exportación. El superávit se reflejó en el incremento de los depósitos del Sector Público No Financiero (SPNF), aunque en una proporción menor que la observada en 2008.

En el sector externo, en los primeros cinco meses del año la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit equivalente al 1,6% del PIB estimado para el año, principalmente como resultado de un saldo positivo de la balanza comercial y de las remesas netas provenientes del exterior. Sin embargo, en términos absolutos, el valor de las exportaciones disminuyó 30% respecto al observado en 2008, debido a la caída de las cotizaciones internacionales de los productos exportados, aunque conviene notar que el monto de las exportaciones supera al de 2007 y de años anteriores. En el caso de las importaciones de bienes, su valor disminuyó en 8,5%, una reducción moderada, considerando que la participación de los bienes intermedios y de capital se ha incrementado de 75% a 80% del total de las importaciones cuando se comparan entre los primeros cinco meses de 2008 y 2009.

El saldo positivo de la balanza de pagos se reflejó en un incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) consolidadas del sistema financiero de $us522 millones entre el cierre de 2008 y fines de junio de 2009, totalizando $us9.162 millones, de las cuales $us7.956 millones corresponden al BCB. El incremento también se explica por la caída paulatina de la demanda de dólares en el Bolsín y de las transferencias netas al exterior a lo largo del semestre. Es importante señalar que el nivel de las RIN en porcentaje del PIB es el más alto de la región y de la historia económica boliviana.

Por su parte, la intermediación financiera continuó mostrando buenos y sólidos indicadores de solvencia, morosidad y liquidez. Las captaciones como las colocaciones continuaron creciendo, aunque persistió la brecha positiva entre los depósitos y los créditos. Pese a las expectativas injustificadas de depreciación de la moneda nacional, entre fines de 2008 y principios de 2009 que se tradujeron en un mayor ritmo de dolarización de las operaciones financieras, se observó a finales del semestre una profundización de la remonetización. Las medidas de encaje adoptadas por el BCB (descritas más adelante) se orientaron a dinamizar las operaciones financieras en moneda nacional y promover el crecimiento de esta cartera. En este sentido, los esfuerzos del BCB y de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) se han orientado a que en los próximos meses exista un mayor esfuerzo de parte de las entidades financieras para dinamizar el mercado de créditos.

En un entorno de desaceleración de la tasa de crecimiento de la actividad económica y caída de la inflación nacional, las políticas del BCB continuaron con la orientación expansiva iniciada en el último trimestre de 2008. Manteniendo su carácter contracíclico, las políticas del ente emisor se orientaron a preservar la confianza en el sistema financiero y a apuntalar la demanda agregada, sin descuidar el cumplimiento de la función asignada por la Constitución Política del Estado y la Ley 1670: mantener una inflación baja y estable para contribuir al desarrollo económico y social del país.

El Programa Monetario y Financiero acordado con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas refleja esta orientación. Para la gestión 2009 se establecieron metas de expansión del crédito interno neto total y al SPNF del BCB, un moderado déficit fiscal y una leve pérdida de RIN. Con ello, el Directorio del BCB aprobó una directriz de redención neta de títulos públicos a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA). Al primer semestre se cumplieron holgadamente todas las metas.

En esa línea, la oferta de títulos en OMA se redujo y continuó la redención neta de títulos para inyectar liquidez en los mercados monetario y financiero. Por esta razón, las tasas del mercado monetario disminuyeron de niveles superiores al 10% a fines de 2008 a tasas en torno a 1% al cierre del primer semestre. Se espera que este esfuerzo se transmita a las tasas de interés del sistema financiero.

Para promover la remonetización y el crecimiento de la cartera en moneda nacional, el BCB aprobó y puso en vigencia modificaciones al Reglamento de Encaje Legal. A partir de enero del presente año la tasa adicional para depósitos en moneda extranjera aumentó de 7,5% a 30% y se anuló el mecanismo de compensación por el crecimiento de los depósitos en moneda nacional. Por otra parte, se aprobó una modificación que reduce el encaje en moneda nacional en función al crecimiento de la cartera en moneda nacional, la misma que se aplicaría a partir del mes de agosto de 2009.

Por su parte, la política cambiaria fue consistente con la menor inflación observada y esperada. Además, proveyó la estabilidad necesaria en un contexto externo de depreciación de las monedas de los principales socios comerciales con relación al dólar estadounidense en los últimos meses de 2008 y de posterior apreciación, evitando una sobre-reacción innecesaria en el mercado cambiario. El alto nivel de RIN, la continua prudencia en la conducción de la política cambiaria y una mayor oferta de divisas (siempre superior a la demanda) hicieron que se estabilice el mercado cambiario. También fueron determinantes la aprobación y vigencia del nuevo Reglamento de Operaciones Cambiarias, que limitó los márgenes para el tipo de cambio de venta y compra de divisas en las operaciones cambiarias de las entidades financieras y el aumento (disminución) de las comisiones para transferencias hacia (desde) el exterior, con el fin de evitar movimientos especulativos.

En cuanto al escenario futuro más probable para lo que resta del bienio 2009 - 2010, existen perspectivas favorables acerca del inicio de la recuperación de la economía a nivel mundial, entre ellas la estabilización paulatina de los mercados financieros internacionales y los pronósticos un poco más alentadores de diversas instituciones y analistas con relación al crecimiento futuro de la actividad productiva. Sin embargo, las debilidades persisten, especialmente en el mercado financiero internacional, y generan todavía incertidumbre sobre la celeridad de este proceso de recuperación.

En lo concerniente a América Latina, se espera que en 2009 en muchas de los países las tasas de crecimiento disminuyan con relación a las registradas en gestiones pasadas como consecuencia de la recesión global, con economías que se contraerían como el caso de México, Chile y Brasil. La Comisión Económica para América Latina (CEPAL) señaló que es posible esperar una recuperación económica para el segundo semestre de este año. Pero, las perspectivas para 2010 apuntan a que irían recuperándose de manera gradual y con tasas moderadas. Esta reversión vendría explicada por un ascenso de precios de las materias primas, mayor inversión y la concreción de los efectos de los estímulos monetarios y fiscales en estas economías. En todo caso Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú muestran señales tempranas de recuperación según la CEPAL en base a indicadores para dichos países.

A nivel nacional se espera que el crecimiento del PIB para 2009 esté es torno al 4%, menor a la proyección del IPM de enero de 2009. No obstante, las estimaciones de instituciones internacionales señalan que en 2009 Bolivia registraría uno de los crecimientos más altos de la región. En esta línea, se espera que esta desaceleración se revierta en la siguiente gestión como efecto de la recuperación paulatina de la economía global, el dinamismo inyectado por proyectos mineros de gran envergadura como el Mutún, la ampliación de la metalúrgica Vinto o el Ingenio de Santa Elena de Huanuni, entre otros. También se prevé un aumento en la demanda de gas natural por parte de Argentina y Brasil, debido a la recuperación del dinamismo de sus respectivos sectores productivos, así como mayores inversiones por parte de Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos desde el segundo semestre de 2009. De esta forma, se mantiene la proyección de crecimiento para el siguiente año del IPM anterior (en torno a 5%).

En lo que respecta a la balanza de pagos, se espera que en 2009 la cuenta corriente termine con un déficit cercano a 2,5% del PIB, que estaría explicado por un menor valor de exportaciones y remesas recibidas como consecuencia de la desaceleración de la economía mundial y un nivel estable de las importaciones.

Las perspectivas sobre la evolución de la inflación para el segundo semestre de 2009 indican que continuará el período de estabilización. Para la gestión 2010, se prevé un leve incremento en el primer semestre por efectos de base de comparación y debido a las secuelas que tendría la probable ocurrencia del fenómeno "El Niño" sobre la división de alimentos, si éste se manifiesta entre finales de 2009 o inicios de 2010, para luego mostrar una trayectoria estable gradual hacia fines de ese año.

En general, la recuperación de la economía mundial, la estabilización de la inflación internacional, un buen desempeño económico nacional acompañado de un ambiente climatológico propicio, serían los principales elementos que promoverían el afianzamiento de la inflación boliviana en un nivel bajo y estable. De esta forma, el análisis realizado señala que a finales de 2009 la inflación cerraría en un nivel cercano a 3%, mientras que en 2010 esta cifra (4,5%) estaría levemente por encima de la meta de mediano plazo (4%).

Entre los principales factores de riesgo que podrían implicar desvíos de la inflación con respecto a su proyección central están la evolución positiva de la economía internacional, la probabilidad de ajuste de precios regulados, la manifestación de fenómenos climatológicos y la evolución de las paridades de los socios comerciales de Bolivia, entre los más importantes. Se debe destacar que los riesgos están balanceados.

Finalmente, conviene remarcar que el BCB está comprometido con el objetivo de velar por la estabilidad de precios para contribuir al desarrollo económico y social del país.