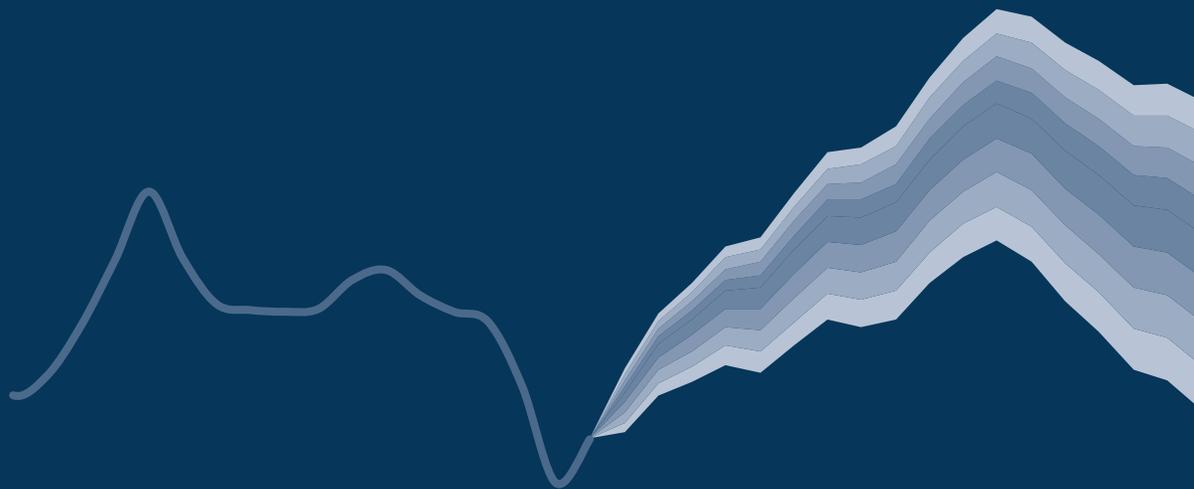


INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

JULIO 2017

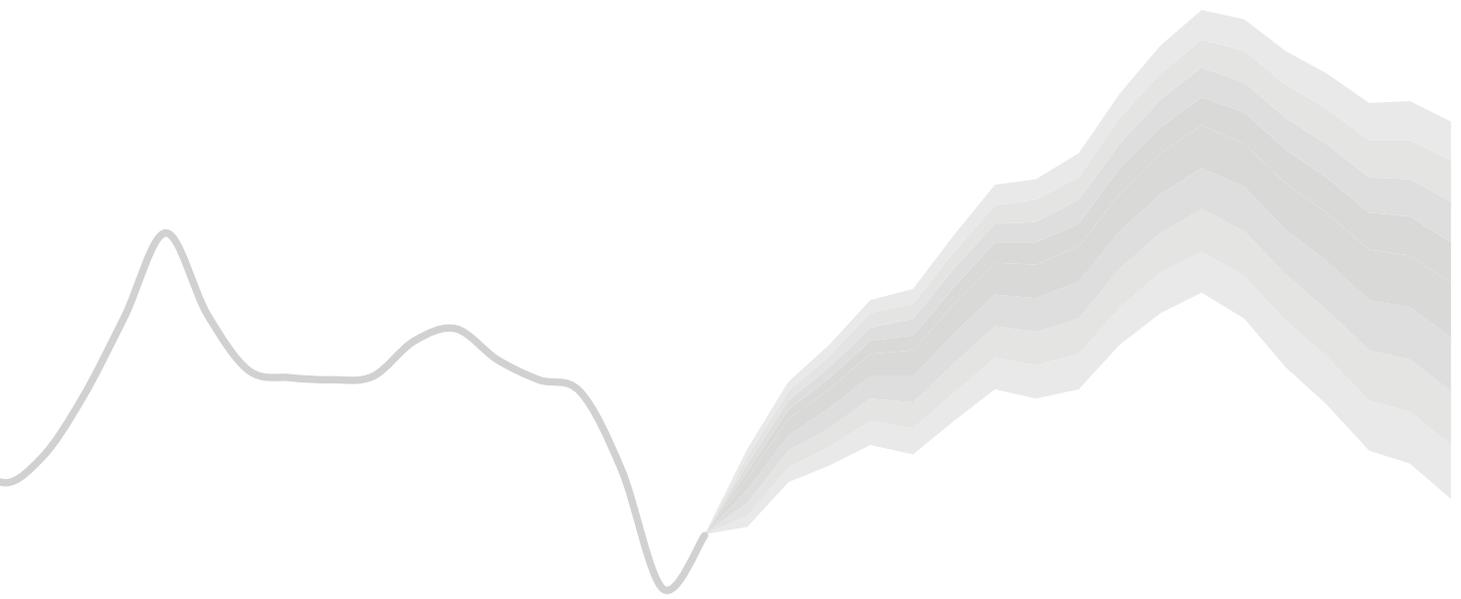


BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

JULIO 2017

Banco Central de Bolivia



Informe de Política Monetaria Julio 2017

400 copias impresas

Fecha de Publicación • Agosto 2017

Banco Central de Bolivia
Ayacucho y Mercado
Ciudad de La Paz
Estado Plurinacional de Bolivia
Teléfono | (591) 2-2409090
Página web | www.bcb.gob.bo

Contenidos | Banco Central de Bolivia
Edición | Asesoría de Política Económica
Diseño de Impresión | Subgerencia de Relacionamento y Comunicación Institucional

El contenido de este informe puede ser reproducido respetando los derechos de autoría
Para preguntas y comentarios, contactar a: apec@bcb.gob.bo

Índice

| | |
|--|-------|
| PRESENTACIÓN | VII |
| RESUMEN EJECUTIVO | XI |
| EXECUTIVE SUMMARY | XV |
| CH'UMTHAPIYATA ARUNAKA | XIX |
| TUYMICHI WANLLAPA | XXIII |
| ÑAMOMICHI ÑEMONGETA | XXVII |
| 1. ENTORNO INTERNACIONAL | 1 |
| 1.1. Actividad económica mundial | 2 |
| 1.2. Precios de los productos básicos de exportación | 7 |
| 1.3. Inflación internacional y política monetaria | 8 |
| 1.4. Mercados financieros | 10 |
| 2. POLÍTICAS DEL BCB PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS Y EL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL | 13 |
| 2.1. Política monetaria | 14 |
| 2.1.1. Programa monetario | 16 |
| 2.1.2. Instrumentación de la política monetaria | 17 |
| 2.1.3. Liquidez, operaciones en el mercado de dinero e intermediación financiera | 19 |
| 2.2. Política cambiaria | 20 |
| 2.2.1. Orientación de la política cambiaria | 20 |
| 2.2.2. Límites a las inversiones en el exterior y comisiones por transferencias de divisas | 21 |
| 2.2.3. El Bolsín y la venta directa de dólares estadounidenses del BCB | 22 |
| 2.2.4. Tipos de cambio de operaciones entre las EIF y sus clientes | 22 |
| 2.3. Otras medidas para el control de la inflación | 22 |
| 2.4. Políticas que contribuyeron al desarrollo económico y social | 24 |
| 2.4.1. Financiamiento del BCB a las EPNE | 24 |
| 2.4.2. Préstamo del BCB para la constitución de un Fideicomiso para el financiamiento de contrapartes locales | 30 |
| 2.4.3. Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy | 30 |
| 2.4.4. Financiamiento de FINPRO para emprendimientos productivos | 31 |
| 2.4.5. Financiamiento del BCB a "Mi Teleférico" | 31 |
| 2.4.6. Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias | 31 |
| 2.4.7. Política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución del ingreso | 32 |
| 2.4.8. Políticas para incentivar la Bolivianización | 32 |
| Recuadro 2.1: Redención anticipada de títulos reclamables | 34 |
| Recuadro 2.2: Modificaciones al reglamento de Encaje Legal | 35 |

| | |
|---|----|
| 3. RESULTADOS ECONÓMICOS | 37 |
| 3.1. Inflación | 38 |
| 3.1.1 Comportamiento reciente de la inflación | 38 |
| 3.1.2 Factores que explican la evolución reciente de la inflación | 40 |
| 3.2. Actividad económica | 42 |
| 3.2.1. Actividad económica sectorial y por tipo de gasto | 42 |
| 3.2.2. Desempeño externo | 46 |
| 3.2.3. Mercados financieros y monetarios | 48 |
| Recuadro 3.1: El ahorro en el sistema financiero y sus determinantes | 51 |
| 4. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN | 53 |
| 4.1. Contexto internacional | 54 |
| 4.2. Perspectivas del contexto nacional | 58 |
| 4.3. Perspectivas de la inflación | 61 |
| 4.4. Balance de Riesgos | 62 |
| ABREVIATURAS Y SIGLAS DE UTILIZACIÓN FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN | 65 |

Presentación

El Banco Central de Bolivia (BCB) tiene el agrado de presentar el Informe de Política Monetaria (IPM) de Julio de 2017, documento que contiene un análisis del contexto internacional, las políticas implementadas por la Autoridad Monetaria en coordinación con el Órgano Ejecutivo, los resultados económicos alcanzados y las perspectivas de crecimiento e inflación.

El IPM es un documento que se presenta semestralmente desde el año 2006, en el marco de la transparencia y rendición de cuentas de las políticas aplicadas por el BCB en procura de cumplir el mandato constitucional de mantener el poder adquisitivo interno de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social.

Durante el primer semestre de 2017, la actividad económica mundial tuvo una leve recuperación, aunque por debajo de lo esperado. Al interior destacan menores perspectivas de nuestros principales socios comerciales. Las economías avanzadas presentaron niveles elevados de incertidumbre política que dieron lugar a revisiones a la baja de las perspectivas de EE.UU. También disminuyeron las proyecciones de crecimiento para América del Sur. En este escenario, destaca Bolivia, que registraría uno de los mayores crecimientos de la región.

La reducción de las presiones inflacionarias en América del Sur abrió los espacios para la aplicación de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales, impulsando la actividad económica. Cabe destacar que Bolivia ya estaba implementando estas políticas desde mediados de 2014 y registró la menor inflación acumulada de la región durante el primer semestre de 2017.

En efecto, la política monetaria estuvo orientada a mantener niveles adecuados de liquidez y bajas tasas de interés, a fin de sostener el dinamismo del crédito otorgado por el sector financiero, incentivando el crecimiento de la actividad económica. Esta política se instrumentó mediante redenciones netas de títulos de regulación monetaria, disminuciones de la oferta de títulos, redenciones anticipadas de títulos reclamables, reducciones de las tasas de interés de las ventanillas de liquidez y modificaciones de los requerimientos de encaje legal. Cabe destacar que dicha orientación coadyuvó al crecimiento del crédito productivo y de vivienda de interés social, establecido en la Ley de Servicios Financieros.

Asimismo, se mantuvo estable el tipo de cambio oficial, lo que contribuyó a mantener baja la inflación, respaldando la orientación expansiva de la política monetaria. La política cambiaria también coadyuvó a profundizar el proceso de Bolivianización sin que se registren desviaciones del tipo de cambio real respecto a su nivel de largo plazo.

En coordinación con el órgano ejecutivo, el BCB continuó aportando directamente al desarrollo económico y social del país a través del financiamiento a las EPNE y al Fideicomiso del FNDR, así como transferencias para el pago del Bono Juana Azurduy.

Como resultado de la aplicación de políticas contracíclicas, Bolivia registró uno de los crecimientos más altos de la región, principalmente sustentado en la demanda interna. En efecto, al primer trimestre de 2017

la mayoría de los sectores registraron crecimientos, destacando la recuperación del sector agrícola, mientras hidrocarburos y minería presentaron contracciones por la menor demanda de gas natural por parte de Brasil en el primer caso y retrasos temporales en la producción en el segundo caso que serían revertidos en la segunda mitad del año.

El buen año agrícola y la mayor oferta permitieron una disminución de los precios de los alimentos perecederos, especialmente de la papa y el tomate. Esto aunado a las expectativas ancladas, la estabilidad del tipo de cambio y las variaciones moderadas de precios de los servicios determinaron una caída en la trayectoria de la inflación, por debajo del rango de proyección. La inflación acumulada en el primer semestre de la gestión fue la más baja desde 2009 y la menor en la región.

En este marco, se revisaron las proyecciones de inflación y crecimiento. En el primer caso, se prevé que a fines de 2017 se registrará una tasa en torno a 4,3% (en un rango entre 3,0% y 5,0%), mientras que para 2018 se estima una tasa alrededor de 4,5%. En cuanto al crecimiento, se espera una tasa en el rango de 4% a 4,5% para 2017, debido a las correcciones en la estimación del sector de hidrocarburos, como del PIB externo relevante para la economía boliviana. No obstante, por cuarto año consecutivo se alcanzaría una de las tasas de crecimiento más altas y una de las inflaciones más bajas de la región. Para este cometido, la orientación de la política monetaria continuará siendo expansiva y se mantendrá la estabilidad de la política cambiaria.

Se debe recordar que Bolivia cuenta con importantes recursos financieros internos y externos para continuar con la orientación contracíclica de las políticas, manteniendo el dinamismo de la actividad y las políticas de protección social. En este sentido, nuevamente el BCB ratifica su compromiso con su mandato constitucional de preservar la estabilidad de precios apoyando al desarrollo económico y social para beneficio de la población boliviana.

Pablo Ramos Sánchez
Presidente a.i.
Banco Central de Bolivia

La Paz, Julio de 2017

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 30 de junio de 2017. Contiene también las perspectivas, objetivos y políticas para la gestión 2017.

Resumen Ejecutivo

En el primer semestre de 2017 la actividad económica mundial presentó una leve recuperación, aunque por debajo de lo esperado; destacando el desempeño del sector manufacturero y de servicios, del comercio internacional y de los indicadores de confianza. La recuperación de los precios internacionales de las materias primas fue moderada, afectada por el comportamiento débil de los precios del petróleo que redujo sus perspectivas. Mientras, las condiciones de los mercados financieros permanecieron favorables, con entradas netas de capital hacia las economías emergentes y un comportamiento volátil de las paridades cambiarias a nivel regional.

En este contexto, los países desarrollados mostraron signos de continuar con su leve recuperación luego de un período de incertidumbre política a principios de año, aunque las previsiones de crecimiento de EE.UU. se revisaron a la baja debido principalmente a la falta de avance y definición en las medidas de estímulo fiscal. La inflación en las principales economías avanzadas se encuentra por debajo del objetivo establecido por sus bancos centrales, luego de un repunte a inicio del año, situación que dio lugar al incremento de tasas de interés en EE.UU. y a la reducción prevista del programa de compra de activos en la Zona Euro.

En las economías emergentes y en desarrollo se evidenciaron comportamientos mixtos. En América del Sur, no obstante que se espera que la contracción de los dos últimos años se revierta, las proyecciones de crecimiento fueron revisadas a la baja, ante perspectivas más débiles de los precios internacionales de las materias primas y riesgos internos de carácter político en algunas economías. En este marco, las presiones inflacionarias en la

región se redujeron, lo que abrió espacios a los bancos centrales para adoptar medidas de estímulo monetario, con el propósito de impulsar la actividad económica. Destaca Bolivia con una de las mayores expansiones esperadas para 2017 y la menor inflación acumulada de la región al primer semestre.

En este marco regional de débil recuperación y alzas moderadas en los precios internacionales de las materias primas durante el primer semestre de 2017, las autoridades nacionales decidieron mantener políticas contracíclicas dirigidas a sostener el dinamismo de la actividad económica y la lucha contra la pobreza, preservando la estabilidad de precios.

En este sentido, en la primera parte del año el BCB mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria iniciada a mediados de 2014, precautelando niveles adecuados de liquidez y tasas de interés de títulos públicos cercanas a cero, con el objetivo de apoyar el dinamismo del crédito del sistema financiero al sector privado, principalmente a los sectores productivos y de vivienda de interés social en conformidad a la Ley de Servicios Financieros. En efecto, se redujo la oferta semanal de títulos de regulación monetaria en subasta a fines de febrero y se realizaron redenciones netas desde marzo, en respuesta a la caída de la liquidez. Frente a disminuciones más pronunciadas de esta variable en abril y mayo se aplicaron medidas adicionales; no se realizaron colocaciones de títulos, la oferta de estos instrumentos fue nuevamente disminuida y se ejerció la opción de redención anticipada de títulos reclamables. Complementariamente, se facilitó el acceso de las EIF a las ventanillas de créditos del BCB, dotando recursos para las operaciones de repo y los

créditos con garantía del Fondo RAL y disminuyendo las tasas de ambos instrumentos. Asimismo, se realizaron modificaciones al Reglamento de Encaje Legal, liberando recursos para la constitución del Fondo para Créditos destinados al Sector Productivo y a Vivienda de Interés Social (FCPVIS), lo que permitió a las EIF obtener financiamiento en condiciones ventajosas para incrementar la cartera de créditos a estos destinos en conformidad a la Ley de Servicios Financieros.

Con relación a la política cambiaria, frente a paridades cambiarias volátiles en la región, la política de estabilidad del tipo de cambio en el país ancló las expectativas del público sobre el valor del dólar, permitió mantener baja la inflación y favoreció la orientación expansiva de la política monetaria; asimismo, contribuyó a la consolidación del proceso de Bolivianización. Estos resultados positivos se lograron sin que se hayan producido desalineamientos del tipo de cambio real respecto de su nivel de largo plazo determinado por sus fundamentos. De igual forma, se implementaron medidas adicionales para complementar la orientación expansiva de la política monetaria y ralentizar el flujo de divisas al exterior.

En coordinación con el Órgano Ejecutivo, el BCB continuó aportando al desarrollo económico y social del país a través del financiamiento a las EPNE que estuvo dirigido principalmente a apoyar la seguridad energética y la industrialización de nuestros recursos naturales. Asimismo, los créditos otorgados a las gobernaciones y municipios a través del Fideicomiso del FNDR se destinaron principalmente a financiar proyectos de infraestructura. Igualmente, se mantuvieron los financiamientos otorgados por FINPRO y los recursos entregados para el pago del Bono Juana Azurduy, pilar importante dentro de los programas de protección social y de redistribución del ingreso.

En relación al comportamiento de los precios, la inflación interanual estuvo acorde con lo esperado hasta marzo. Sin embargo, a partir de abril se produjo una caída en la trayectoria de la inflación por debajo del rango de proyección. Este resultado estuvo explicado por el buen año agrícola y una mayor oferta de productos que permitieron una disminución de los precios de los alimentos perecederos, especialmente de la papa y el tomate; expectativas de inflación

dentro del rango de proyección; estabilidad del tipo de cambio; y variaciones moderadas de precios de los servicios. En este marco, la inflación acumulada en los primeros seis meses (0,14%), registró el nivel más bajo desde 2009 y a nivel regional.

En este panorama de leve recuperación mundial y perspectivas de crecimiento revisadas a la baja a nivel regional, Bolivia mantuvo un crecimiento sostenido basado en los sectores relacionados con los impulsos de las políticas fiscal y monetaria y, por tanto, con la demanda interna. En el primer trimestre de 2017 la actividad económica creció en 3,3%, una de las tasas más altas de la región, destacando el mayor dinamismo del sector agropecuario por el buen año agrícola. Asimismo, se registraron crecimientos importantes de los sectores no extractivos que fueron impulsados por las políticas fiscal y monetaria expansivas, entre los que sobresalen establecimientos financieros, transporte, servicios de la administración pública, industria de alimentos, entre otros. No obstante, dos sectores relacionados con la demanda externa presentan contracciones: hidrocarburos por la menor demanda de gas natural por parte de Brasil y minería por retrasos temporales en la producción.

En el primer trimestre de 2017, la balanza de pagos presentó un déficit en cuenta corriente compensado por mayores inlfujos netos de capitales, por lo que hubo una menor necesidad de utilización de Reservas Internacionales. En la cuenta corriente destacaron el incremento del valor de las exportaciones y los mayores ingresos por remesas familiares, entre otros. Por su parte, en la cuenta financiera, la emisión de bonos soberanos por parte del E.P de Bolivia y la inversión directa se tradujeron en importantes inlfujos de divisas.

En cuanto a la intermediación financiera en el primer semestre de 2017, los depósitos del público en el sistema financiero evidenciaron una recuperación en su ritmo de crecimiento, sustentada por el mayor ingreso nacional. Asimismo, el crédito del sistema financiero al sector privado registró un flujo importante, particularmente para el sector productivo y de vivienda de interés social, vinculado a las disposiciones de la Ley de Servicios Financieros y las medidas coordinadas entre el Órgano Ejecutivo y el BCB para proveer liquidez. Por su parte, la Bolivianización del sistema financiero continuó profundizándose,

representando el logro más destacable en el contexto regional.

Respecto a los agregados monetarios, la Base Monetaria registró una reversión importante durante el primer semestre, de tasas negativas mayores a 10% a tasas positivas a finales de junio, resultado asociado a la mejora en los indicadores de liquidez. En tanto que los agregados monetarios mostraron tasas de crecimiento más elevadas que en diciembre de 2016, producto principalmente del comportamiento de los depósitos.

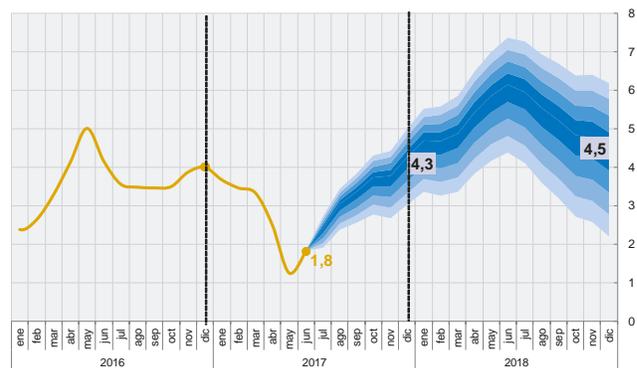
En relación a las perspectivas globales de crecimiento para 2017, se mantienen de acuerdo a lo esperado; sin embargo, los riesgos se encuentran sesgados hacia la baja. En efecto, las economías avanzadas continuarán con su débil recuperación, mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuarían siendo las impulsoras de la dinámica mundial, aunque con desempeños heterogéneos al interior. En América del Sur, los mayores niveles de incertidumbre política que atraviesan las principales economías y una recuperación más lenta de los términos de intercambio originaron la revisión a la baja de las perspectivas de recuperación. No obstante, Bolivia nuevamente alcanzaría una de las tasas de crecimiento más altas y una de las inflaciones más bajas de la región en 2017.

Respecto a la economía nacional y ante este contexto externo todavía débil, el escenario más probable del crecimiento previsto para 2017 se encuentra en el rango de 4% a 4,5%, lo que implica una leve corrección a la baja respecto al escenario central proyectado en el IPM de Enero de 2017 (4,7%), debido a la revisión de las estimaciones del sector de hidrocarburos y del PIB externo relevante. El crecimiento de esta

gestión se sustentaría en el buen desempeño en la actividad agropecuaria, la recuperación en la minería y el dinamismo de los sectores con mayor vinculación a la expansión monetaria y fiscal. Por el lado del gasto, el crecimiento económico estaría sostenido principalmente por la demanda interna.

La proyección base de la inflación para 2017 se revisó a la baja, de 5,0% a 4,3%, dentro un rango entre 3,0% y 5,0%. Cabe destacar que existe una mayor probabilidad de que la inflación termine por debajo de la proyección base.

Inflación interanual observada y proyectada
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Notas: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central. La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%

En relación a las políticas económicas, el BCB, realizando un balance cuidadoso entre preservar la estabilidad de precios y apuntalar el dinamismo económico, mantendrá la orientación expansiva de la política monetaria. Por su parte, la política cambiaria se orientará a reforzar la estabilidad de precios, la Bolivianización y la estabilidad del sistema financiero. Finalmente, cabe destacar que Bolivia cuenta con importantes colchones financieros para continuar con la orientación contracíclica de las políticas económicas.

Executive Summary

During the first half of 2017, the global economic activity presented a modest recovery, although below expectations; the manufacturing industry and services sector performance stood out along with international trade and confidence indicators. The recovery of international commodity prices was moderate, affected by the oil price behavior whose perspectives were reduced. Meanwhile, the financial market condition remained favorable with net capital inflows to emerging markets and developing economies and a volatile behavior of regional exchange rates.

In this context, developed countries showed signs of continuing their recovery after a period of political uncertainty earlier this year, although United States growth forecast was revised downward mainly due to a lack of advances and the not yet defined fiscal stimulus policies. Inflation in the major advanced economies is below the target set by its central banks, after a rebound at the beginning of the year which led to the rise of the United States interest rates and the reduction of the asset purchase program in the Euro Area.

On the other hand, emerging and developing countries had mixed behaviors. In South America, the contraction of the last two years is expected to reverse, growth projections have been revised downward before weaker international commodities prices and domestic political risk in some economies. In the meantime, inflationary pressures in the region were reduced, allowing central banks to adopt monetary policies to stimulate economic activity. Bolivia stands out as one of the largest expansions expected for 2017 and the lowest accumulated inflation in the region during the first half of the year.

In this regional framework of weak recovery and moderate increases in international commodities prices during the first half of 2017, the national authorities decided to maintain countercyclical policies aimed at sustaining the dynamism of economic activity and the fight against poverty, preserving the price stability.

In this regard, during the first part of the year the BCB maintained its accommodative monetary policy stance initiated in mid-2014, ensuring adequate liquidity levels as well as holding interest rates of public securities close to zero. The actions of the Central Bank have been conducted with the aim of supporting the dynamism of credit from the financial system to the private sector, mainly to productive and housing segments in accordance with the Financial Services Law. Actually, the weekly supply of securities of the Central Bank was reduced by the end of February and net redemptions took place since March in response to the fall in liquidity levels. Afterwards, due to more pronounced reductions of liquidity in April and May, additional policy measures have been implemented: the supply of securities was reduced and the option of early redemptions of callable bonds was exerted. Furthermore, the access of financial intermediaries to loans of the Central Bank was expedited, providing resources to financial agents for repurchase agreements and credits guaranteed by the RAL Fund (the interest rates of the latter two instruments were reduced). Likewise, modifications to the Reserve Requirements scheme of the BCB were carried out, providing resources for the creation of the Fund for Credits for the Productive Sector and Housing of Social Interest (FCPVIS, for its acronym in Spanish); this fact allowed financial intermediaries to obtain funds under more advantageous conditions,

so that they can increase their credit supply in accordance with requirements established by the Financial Services Law.

With regard to the exchange rate policy, given the context of high volatility of exchange rates in the region, the policy of exchange-rate stability of the BCB anchored depreciation expectations, and also contributed to maintain the low levels of inflation observed in the Bolivian economy; in that way, it provided support for the expansionary orientation of monetary policy. Moreover, the exchange rate policy also helped strengthening the financial de-dollarization process. These positive results have been achieved without generating persistent misalignments of the real exchange rate with respect to its long-term level. Likewise, additional measures have been implemented to complement the accommodative stance of monetary policy and to reduce the flow of foreign currencies abroad.

In coordination with the National Government, the BCB continued to contribute to the economic and social development of the country by funding Strategic Public National Enterprises (EPNE, for its acronym in Spanish); these resources were mainly aimed at supporting energy security projects and the industrialization of natural resources. Even more, loans granted to Regional Governments and municipalities through the trust fund established with the National Fund for Regional Development were mainly allocated to infrastructure projects. Moreover, the Fund for Productive Industrial Revolution (FINPRO, for its acronym in Spanish) continued supplying resources to productive enterprises. Finally, funds provided to the Juana Azurduy Program were also maintained; this is a conditional cash transfer program which is nowadays one of the main pillars of social protection and income redistribution policies in the country.

With regard to the prices behavior, the monthly year-on-year inflation was in line with the expectations until March. However, from April onwards there was a drop in the inflation trend below the projection range. This result was explained by: the good agricultural performance and a greater supply of products that allowed a decrease of the prices of perishable items, especially of potato and tomato; inflation expectations within the projection range; exchange rate stability; and moderate price variations of services. In this

context, the first semester accumulated inflation (0.14%) registered the lowest level since 2009 even at a regional level.

In this panorama of slight global recovery and regional growth prospects revised downward, Bolivia maintained a sustained growth based on the sectors related to the impulses of fiscal and monetary policies and, therefore, on the domestic demand. In the first quarter of 2017, economic activity grew 3.3%, one of the highest rates in the region, highlighting the dynamism of the agricultural sector due to the outstanding production performance. Likewise, there were significant increases in the non-extractive sectors rates, which were driven by expansive fiscal and monetary policies, including financial establishments, transport, public administration services, and food industry among others. However, the sectors related to external demand showed contractions: in hydrocarbons sector caused by the lower Brazilian demand for natural gas and in mining sector due to temporary delays in production.

In the first quarter of 2017, the balance of payments presented a current account deficit offset by higher net inflows of capital resulting in a lower need of International Reserves. In the current account, the increase in the value of exports and the higher inflows of foreign remittances among others highlighted starkly. Similarly, in the financial account, the issuance of sovereign bonds by Bolivia and the direct investment translated into significant foreign currency inflows.

As for the financial intermediation in the first half of 2017, public deposits in the financial system evidenced a recovery in its growth rate, supported by the national income growth. Likewise, the credit of the financial system to the private sector registered a significant flow, particularly to the productive and housing of social interest sectors; this increase is linked to the Financial Services Law and the measures coordinated by the National Government and the BCB to provide liquidity to the economy. On the other hand, the de-dollarization process of the financial system has continued to deepen representing the most remarkable achievement in the regional context.

With respect to monetary aggregates, the monetary base registered a significant reversal during the first half of the year displaying from negative rates greater

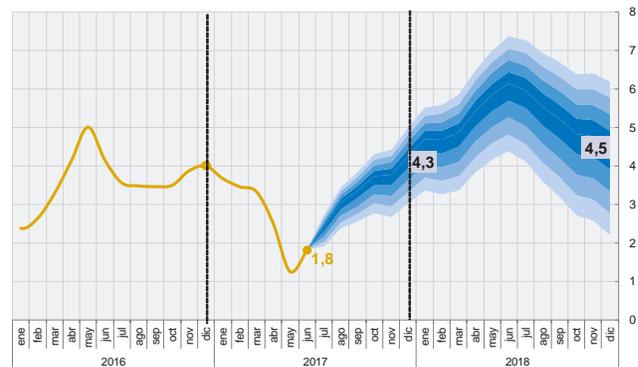
than 10% to positive rates at the end of June; this result is associated with the improvement in liquidity indicators. Monetary aggregates are showing higher growth rates than in December 2016, mainly due to the behavior of deposits.

In relation to the global growth prospects for 2017, they remain in line with expectations; however, the risks are downward biased. In fact, advanced economies will continue to slightly recover, while emerging and developing economies continue to drive global dynamics, albeit heterogeneous performances among those countries. In South America, the higher levels of political uncertainty in the main economies and a slower recovery in the terms of trade led to the downward revision of the recovery prospects. However, Bolivia would again achieve one of the highest growth rates and one of the lowest inflation in the region in 2017.

With regard to the national economy and before these external environment, the most likely scenario of the expected growth for 2017 is in the range of 4% to 4.5%, which implies a slight downward correction to the central scenario projected in the January 2017 IPM (4.7%) due to the revision of the estimates of the domestic hydrocarbons sector and the economic performance of foreign commercial partners economies. The growth of this year would be based on the good agriculture performance, the recovery in mining and the dynamism of the sectors with the greatest link to monetary and fiscal expansion. On the expenditure side, economic growth is sustained mainly by the domestic demand.

The base inflation projection for 2017 was revised downwards from 5.0% to 4.3%, ranging from 3.0% to 5.0%. It should be noted that there is a greater probability that inflation will end below the base projection.

Year on year inflation, observed and projected
(In percentage)



Source: Banco Central de Bolivia

Note: The graphic includes confidence intervals around the central scenario. The lightest coloured area on the graphic is consistent with a 90% interval

With regard to the economic policies, the BCB is aiming carefully at two goals at the same time: the preservation of the price stability and the fostering of the economic dynamism. To do so, it will maintain the accommodative stance of the monetary policy. On the other hand, the exchange rate policy will be aimed at strengthening price stability, de-dollarization and stability of the financial system. Finally, it should be noted that Bolivia has important financial buffers to continue with the counter-cyclical orientation of the economic policies.

Ch'umthapiyata Arunaka

Pá waranqa tunka paqallquni marana nayriri suxta phaxsinxa uraqpachana qullqituqi sartawixa kutikipstawayiwa, ukampisa janipuniwa kunamañapakitixa ukhamakanti; juk'ampisa khitinakatixa manufacturero satapki ukatxa comercio internacional ukanjama servicios utjayataki ukakipkaraki indicadores de confianza ukanatuqiwa jilapachaxa askinakaxa utjawayaraki. Anqaxa markanaka materias primas ukanakana chaninahapa mayampi askinkawayi, ukampisa ch'iyara khusu umana chanipaxa jani askitaplaykuxa amtanakaxa janiwa phuqhasiwaykiti. Ukampisa, mercados financieros ukanakaxa askinkawayapxarakiwa, niyakixaya entradas netas de capital ukanakasa economías emergentes ukanjama ukhamaraki comportamiento volátil ukanjamas may maya markanakanxa paridades cambiarias satakisa ukasa utjawayarakchi.

Ukhamakasinx, kawkiri markanakatixa nayraqataru sartapki uksankirinakaxa uñacht'ayawayapxiwa mä juk'a sartawinaka niyakixaya mara qalltansa incertidumbre política ukasa utjawayarakchinsa, EE.UU.markana qullqituqi jiltawi amtanakapaxa uñakipasiwayiwa estímulo fiscal aynachtuqinkatapata. Inflación ukaxa kawkiri markanakatixa nayrankawayapxiqullqisumautjayasauksankirinakaxa bancos centrales utjki uka markanakana ukaruxa janikiwa amtanakaparjamasa phuqhawayapkarakiti, mara qalltaruxa utjawayarakiwa mayampi ch'amampi satawisa, ukanjamawa incremento de tasas de interés ukaxa EE.UU. ukasa markanxa utjawayaraki, ukanjamarakiwa activos satakisa ukanakasa Zona Euro uka wakichawina alata utjawayaraki.

Economías emergentes uksana ukatxa askina sartirinakansa amuyasiwayiwa comportamientos mixtos. América del Sur uksanxa, suyataskiwa aka qhip qhipa pá maranakana kutikipstañapa, jiltaña uñtawinakaxa wali jak'ata uñjatarakiwa, materias primas ukanakana chaninakapaxa precios internacionales ukarjama uñjatarakiwa, sañani riesgos internos ukanakawa utjawayi. Ukhamakasinx, presiones inflacionarias ukanakasa pisinkawayarakiwa, ukatjamawa bancos centrales ukanakaxa medidas de estímulo monetario ukampi chikachasiwayapxi ukhamata actividad económica sartayañataki. Bolivia markanxa pá waranqa tunka paqallquni maranxa suyataskiwa mayores expansiones utjañapataki ukhamaraki inflación acumulada ukasa juk'akiñapataki nayriri suxta phaxsinakana taqpacha markanakata sipana.

Markasa jak'ana utjiri markanakanxa juk'ata juk'ata qullqituqi askinkañaxa t'ukhankawayakipuniwa ukhamaraki anqaxa markanakana materias primas ukanakana chaninakapaxa juk'ata juk'ata kutikipstakipunirakiwa nayriri suxta phaxsinakana Pá waranqa tunka paqallquni marana, markasana jilirinakaxa amtawayapxiwa políticas contracíclicas ukanaka pachpankañapataki ukhamata askinjama qullqi utjañapatakisa ukhamaraki pisina jakawi jan utxañapatakisa may maya chaninaka pachpankayasa.

Ukhamakasinx, BCB uksankirinakaxa nayriri mara qalltaruxa pachpankayawayiwa orientación expansiwa, política monetaria ukaru uñtasa pá waranqa tunka pusini marana qalltawiparjama, ukanjamawa niveles adecuados de liquidez satakisa ukatxa tasas de interés de títulos públicos cercanas

a cero ukanakasa wali jak'ata uñjatapxarakina, taqi ukanakaxa crédito del sistema financiero al sector privado ukaru yanapt'añatakinwa, jilpachaxa achuyirinakaru ukhamaraki vivienda de interés social ukanjamsa kunamatixa Servicios Financieros uka kamachisa yatiyki ukhamarjama. Ukhamakasinxa sapa semanana utjki títulos de regulación monetaria en subasta satakisa ukasa pisiqtayatawa uñjasiraki niya febrero phaxsi tukuyaru ukatjamarakiwa redenciones netas ukanakasa marzo phaxsita utjawayaraki, taqi ukanakaxa jaysawayiwa caída de la liquidez utjataplayku. Pisiqtawinaka utjatapatxa abril ukatxa mayo phaxsinakanxa pisiqtawi utjawayakipuniwa, taqi ukanakatakixa medidas adicionales ukanakawa utjayatarakina; janiwa colocaciones de títulos ukanakaxa luraswaykiti, akhama lurawinakaxa mayampi pisiqtawayakipuniwa ukatwa redención anticipada de títulos reclamables ukanakasa luratarakina. Ukjaruxa yanapt'atarakinwa, churasiwayiwa EIF uksaru mantaña ventanillas de créditos BCB ukanjama, ukatakixa qullqixa churatawa operaciones de crédito ukataki ukhamaraki créditos con garantía Fondo RAL ukanjama ukhamata pisiqtayañataki tasas satakisa ukanaka paypacha tuqita. Ukakipkaraki, luratarakinsa Reglamento de Encaje Legal ukana mayjt'awinakasa jasañapataki Fondo para Créditos utjayasina achuyirinakataki ukhamaraki Vivienda de interés social (FCPVIS) ukatakisa, ukanjamawa EIF ukasa utjayataraki financiamiento ukaxa askiñapataki ukhamata cartera de créditos jilxattañapataki kunamatixa Servicios Financieros uka kamachixa qhanañchki ukhamarjama.

Política cambiaria ukaru jaysasa, ukhamaraki paridades cambiarias volátiles uñtasaxa, política de estabilidad ukaxa kunamatixa qullqi turkawixa markasana utjayataki ukaxa janiwa sumankawaykiti qullqimpi sarnaqirinakatakixa, ukawa chiqpachasa pachpankawayayi inflación ukaxa ukatxa yanapt'awayarakisa política monetaria amta sartañapataki; ukakipkaraki ch'amañchawayarakisa Bolivianización ukarusa. Akhama askinakaxa phuqhasiwayiwa jani desalineamientos qullqi turkawina utjatapata. Ukakipkaraki, utjayatarakisa medidas adicionales ukasa orientación expansiva ukampi yanapt'añataki política monetaria ukaru

ukhamaraki anqaxa markanakata qullqi markasaru apayanita tuqisa.

Órgano Ejecutivo ukatxa BCB uksankirinakampi aruskipt'asaxa yanapt'atawa nayraqataru qullqituqi sartawiru ukatakixa EPNE ukanjamawa qullqixa churata seguridad energética ukhamaraki pachamama uraqina utjirinaka industrialización ukaru yanapt'añataki. Ukakipkaraki, créditos ukanakasa churataraki gobernaciones ukatxa municipios ukanakarus FNDR Fideicomiso ukanjama, jilpachaxa proyectos de infraestructura ukaru. Ukakipkaraki, pachpankayatarakisa qullqi churawinakaxa FINPRO ukanjamsa ukhamaraki qullqisa irtataraki Bono Juana Azurduy payllañataki, niyakixaya askikarakchisa programas de protección social ukasa ukhamaraki redistribución del ingreso ukanjamsa.

Chaninakata arskasaxa, inflación interanual ukaxa phuqhasiwayiwa kunamatixa marzo phaxsikama suyatakana ukhamarjama. Ukampisa, abril phaxsi qalltaruxa janiwa askinkawaykiti rango de proyección ukata aynachtuqinkawayiwa. Akhama lurawinakaxa qhanañchatawa yapuchawixa aski marankatapa layku ukhamaraki walja alasinakaxa utjatapa laykusa, ukanjamawa manq'añanakana chaninapakaxa pisinkawayi, jilpachaxa ch'uqi ukatxa tomate uka achunakana; inflación uñtawixa rango de proyección ukankawayakipuniwa; qullqiturkawisa pachpankawayaraki; mä juk'a mayjt'awinkawayarakiwa servicios satakisa uksana payllawinakasa. Ukhamakasina; inflación acumulada ukaxa nayriri suxta phaxsinakanxa (0,14%) ukjankawayiwa, pä waranqa llätunkani maratxa markasa jak'ana jakirinakat sipanxa aynachtuqinkawayiwa.

Akhama uraqpachana juk'ata juk'ata sartawi ukata jiltawi uñtawinakaxa, Bolivia markaruxa pachpankawayawayiwa niyakixaya políticas fiscal ukatxa monetaria ukanakasa ch'amañchatarakichinsa, ukhamata demanda interna askinkatapatsa. Nayriri kimsa phaxsinakanxa pä waranqa tunka paqallquni maranxa qullqituqi sartawixa jiltawayiwa 3,3% ukjakama, taqpacha markanakata sipanxa markasawa jiltawinkawayi, juk'ampisa yapu yapuchirinakawa askinkawayapxi aski marataplayku. Ukakipkarakiwa jiltawinakasa utjawayaraki sectores no extractivos ukanjama taqi ukanakatakixa

políticas fiscal ukatxa monetaria expansiva ukanakawa ch'amañcharakinsa, uka taypinxa establecimientos financieros, awtu apnaqirinaka, administración pública uksana servicionaka, industria de alimentos yaqhanakampi kunawa jiltawinkawayapxi. Ukampisa, pä sectores satakisa ukanakawa mayiwinaka luqtawayapxi contracciones utjañapataki: hidrocarburos ukanjamxa gas natural ukawa juk'aki aljatana Brasil markaru ukhamaraki qhuya taypita apsuta yänakasa jani pachaparjama achuyataplayku.

Pä waranqa tunka paqallquni maranxa nayriri kimsa phaxsinakanxa, balanza de pagos ukaxa uñacht'ayawayiwa déficit en cuenta corriente uka taqi ukanakaxa utjayatanwa jilpacha influjos netos de capitales uñtasa, ukatjamawa juk'aki lurawinakasa utjawayarakina Reservas Internacionales ukanaka aptañatakisa. Cuenta corriente ukanxa jiltawixa anqaxa markanakata may maya yänaka apantansawa jilxattawayaraki ukamaraki remesas familiares satakisa ukanjama, ukhamaraki yaqhanaka tuqitsa, Maysatxa, cuenta financiera ukaxa, bonos soberanos churawinakaxa E.P. ukanjama Bolivia markasanxa ukhamaraki inversión directa ukanakanjamawa askinkawayi jiltawinakaxa.

Intermediación financiera ukanjamxa nayriri suxta phaxsinakana Pä waranqa tunka paqallquni maranxa, markachirinakana qullqi imasitanakapaxa kutikipstawayarakiwa jiltañapatakisa, taqi ukaxa utjayatanwa jilpacha qullqi markasaru mantayanitalayku. Ukakipkaraki, crédito del sistema financiero al sector privado ukasa uñacht'ayawayaraki aski sartawi, jilpachaxa achuyirinakataki ukhamaraki vivienda social de interés social uksanakataki, kunamatixa Servicios Financieros uka kamachixa utt'ayataki ukarjama uñtasa, ukhamañatakixa mayachasiwayapxiwa Órgano Ejecutivo ukatxa BCB uksankirinakampi liquidez utjayasina. Maysatxa, bolivianización ukasa sistema financiero ukanxa ch'amañchasiwayakipuniwa, contexto regional uksanxa markasapuniwa nayrankawayarakisa.

Agregados monetarios ukanjamxa, Base Monetaria ukaxa jaysawayiwa reversión utjayasa nayriri suxta phasinakana, tasas negativas ukanakaxa 10% ukjatxa tasas positivas ukaruwa puriwayi junio tukuya phaxsinx, juk'ampisa indicadores de liquidez uka

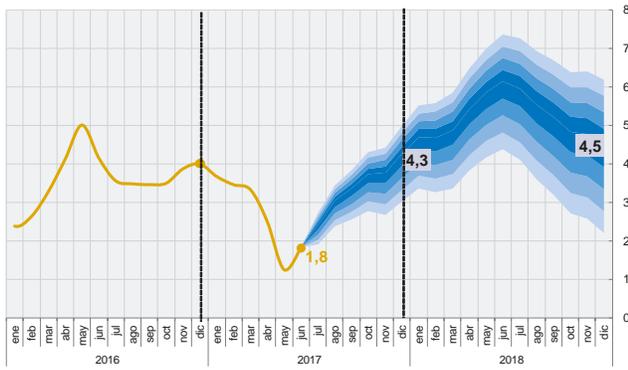
utjayasasa. Ukhamakasinxa agregados monetarios ukanakaxa tasas de crecimiento ukanakwa jiltawayaraki diciembre pä waranqa tunka suxtani marana, jilpachaxa qullqi imaña utanakaru churasa.

Pä waranqa tunka paqallquni marana perspectivas globales ukanjama uñtawinakaxa, pachpankawayiwa suyatarjama; ukampisa, jan walt'awinakaxa utjawayakipunirakiwa. Ukhamakasinxa, economías avanzadas satakisa ukanjamawa juk'ata juk'ata kutikipstawinakasa utjawayaraki, maysatxaeconomías avanzadas satakisa ukaxa pachpankawayakipuniwa, juk'ata juk'ata sartawixa niyasa utjawayarakiwa, economías de mercados emergentes ukanakaxa uraqpachatakiwa ch'amañcharakina, ukampisa jan walt'awinakaxa utjawayakipunirakiwa. América del Sur, uksanxa pächasiwinakawa utjawayaraki, juk'ata sartawinakasa amuyasiwayarakiwa ukatjamawa uñakipatarakinsa aynacha tuqiru sartawi perspectivas de recuperación utjayasasa. Ukhamakasinxa, Bolivia markanxa mayampi tasas de crecimiento satakisa ukaxa alaytuqinkawayapunirakiwa, inflación ukaxa taqpacha markanaka sipanxa pä waranqa tunka paqallquni maranxa aynachtuqinkawayiwa.

Markasata qullqituqi arskasa ukampisa akhama jan aski sartawi anqaxa tuqinakana utjkasasa, pä waranqa tunka paqallquni maranxa qullqituqi jiltawixa niyapuniwa puriwayaspana 4% ukjata 4,5% ukjaru, ukaxa sañ muniwa askicht'atañapa mä juk'a jan walt'awinaka utjawinakasa IPM ukanjama Enero phaxsina utjkana pä waranqa tunka paqallquni marana (4,7%), taqi ukaxa utjayatanwa uñakipawinaka utjatapata hidrocarburos ukanjama ukhamaraki PIB externo satakisa ukanjamsa. Aka marana jiltawixa jilpachaxa utjawayaniwa uraqiru sasata achuyawinaka askinkatapata, minería uka mayampi askiru kutikipstatapata ukhamaraki kawkiri sectores satapkisa ukanakana expansión monetaria ukatxa fiscal ch'amañchasitapata. Gasto uksatxa jiltawixa jilpachaxa ch'amañchatacpawa demanda interna ukanjama.

Inflación uñtawixa pä waranqa tunka paqallaquni maranxa uñakipasawayiwa juk'ankatapata 5,0% ukjatxa 4,3% ukjakama, rango ukaxa 3,0% ukjata 5,0% ukjakama. Ukampisa wakisiwa qhanañchaña infñación ukaxa puriwayaspawa tukuyaruxa proyección base ukata aynachawjana.

INFLACIÓN UKAXA UÑCH'UKITA UKATXA NAYRAQATARU UÑTATA UKHAMAWA (En porcentaje)



Khithinakasa Yatyanipxi: Banco Central de Bolivia uksankirinakawa yatyanipxi
Qhanañchawinaka: Jamuqanxa utjiwa intervalos de confianza en torno al escenario central. Kawkhatixa qhanaki jamuqanxaukaxa intervalo de 90% ukaru amuyatawa

Políticas económicas uka amtanakaru jaysasaxa, BCB, uksankirinakaxa uñakipasipkiwa chaninakaxa pachpankañapataki ukhamaraki dinamismo económico ukasa ch'amañchatañapa, ukanjamawa política monetaria ukaxa jiltawayaspana. Maysatxa, política cambiaria ukaxa chaninaka pachpankañapatakiraki ukatxa bolivianización ukhamaraki sistema financiero askinkañapatakiwa amuyataski. Tukuyañatakixa sañaspawa Bolivia markaxa wali aski colchones financieros satakisa ukanjamawa qullqixa imataski ukhamata orientación contracíclica ukampi sarantaskakiñataki políticas económicas ukanjama.

Tuymichi wanllapa

Iskay waranqa chunka qanchisniyuq wata qallakuypi economía mundial rikhuchin pisi wiñayta mana suyasqaman jinachu kemirispá sector manufacturero, servicios de comercio Internacional indicadores de confianza kaqpata ima. Recuperación precios Internacionales materias primas kaqpata pisilla precios petróleo kaqpata pisi kasqan rayku. Mercados Financieros kaqkunataq allillan, entradas netas capitalwan economías emergentes kaqman maychus a nivel regionalpi khuskachakusqanman jina.

Kay thasquiypi países desarrollados rikhuchinku pisi recuperación maychus incertidumbre política ukhupi kasqan rayku wata qallakuypi, jinaspapis EE.UU. paq wiñaynin khawakun pisi kasqanta mana allin risqan rayku medidas estímulo fiscal ukhupi. Inflación economías avanzadas kaqpi rikhukun aswan urapi objetivo kaqmanta, kaytaq yapachin tasas de interés kaqta EE. UU. Suyupi jinataq programa de compra de activos zona Euro cheqapi.

Economías emergentes jinataq desarrollo kaqpi reqsikun comportamientos mixtos. América del Sur japiynimpi suyakun khuskachakunanta kay iskay watata tijrakunanta, proyecciones de crecimiento khawarisqa kan pisipi, perspectivas débiles precios Internacionales materias primas kaqpata, riesgos internos Política ukhupi waquin economías kaqpi. Kay thasquiypi

presiones inflacionarias región ukhupi pisiyan, kaytaq ñanta quichan Bancos Centrales kaqpi medidas de estímulo monetario kanampaq, actividad económica kaqwan. Bolivia Suyu sumaq khawarisqa expansión monetaria kaqpi Iskay Waranqa Chunka Qanchisniyuq watapi pisi Inflaciónwan kay región ukhupi

Kay marco regional ukhupi pisi recuperación jinataq precios Internacionales wicharisqanman jina, khawarisqa dinamismo actividad económica wan, lucha contra la pobreza khawarispa, khuskachaspa estabilidad materias primas kaqpata, wata qallakuypi kay Iskay waranqa chunka qanchisniyuq watapi, autoridades Nacionales ninku khuska kananta Políticas preciosmanta.

Kay wata qallakuypi BCB khuskachan orientación expansiva kaqta política monetaria ukhupi maychus Iskay waranqa chunka tawayuq watapi qallaarisqanman jina, ñawparispa llankaypi liquidez jinataq tasas de interés títulos públicos chusaqman chayanampaq, yanapanapaq crédito sistema financiero sector privado kaqpaq, aswampis sectores productivos, jinataq vivienda de interés social, maychus Ley de Servicios financieros kamachisqanman jina. Chaywan pisiyachikun oferta semanal de títulos de regulación monetaria subastas kaqpi febrero tukukuypi, jinataq ruwakun redenciones marzo quillamanta pacha, maychus liquidez urmarqa chayman jina. Disminuciones ashkha kasqanman jina abril jinataq mayo quillapi khuskachakun medidas adicionales, mana ruwakunchu colocaciones de títulos, oferta kay instrumentospata pisiyan jinataq khuskachakun redención anticipada títulos reclamables kaqpata.

Jinallataq khuskachakun acceso EIFs kaqmanta ventanillas de créditos BCB kaqman, jaywaspa qolqeta operaciones de reporto, jinataq créditos con garantía del fondo RAL kaman ima pisichispa tasas iskaynunmanta. Quiquillantaq ruwakun modificaciones reglamento de anclaje legal kaqman, kacharispa qolqeta paqarinampaq Fondo de Créditos,

sector productivo, jinataq vivienda de interés social kaqpaq (FCPVIS) kaytaq yanapan EIF kaqta financiamientota japiqanampaq yapanampaq cartera de créditos maychus Ley de servicios financieros kamachisqanman jina

Politica cambiaria kaqta khawarispá, paridades cambiarias volátiles región ukhupi, política de estabilidad maychus tipo de cambio kasqanman jina suyunchispi waleq khawarisqa dolarpaq valorninman jina, kaywan pisi inflación, waleqtaq proceso de Bolivianización. Kay resultados waleq kasqan, khuskachan mana desalinieamientos kanampaq maychus tipo de cambio real kaqpi, Largo Plazo ukhupi, kallantaq medidas adicionales yanapanapaq orientación expansiva kaqta Política monetaria ukhupi, flujo de divisas exteriorpi

Organo ejecutivo, BCB kaqwan coordinacionta khuskachan, kanampaq aporte desarrollo económico, social kaqman suyunchispi EPNEman financiamientota chayachispa yanapanapaq seguridad energética jinataq industrialización recursos naturalesman ima. Quiquillantaq créditos jaywasqa Gobiernosman jinataq municipiosman fideicomiso FNDRneqta proyectos de infraestructura kaqpaq, jinataq khukachakullampuni FINPRoneqta Bono Juana Azurduy, kanallampaqpuni programa de protección social.

Comportamiento precios kaqta khawarispá, inflación interanual, khuskachan maychus suyasqaman jina marzo quilla kama. Jinaspapis abril quillapi urmaykun trayectoria de inflación, rango de proyecciónmanta urapi. Kay sutinchakun manchay waleq poqoykuna kasqan rayku chaytataq sumaq ofertawan khuskachakusqanta, chaywantaq pisiyan precios alimentos percederos kaqpata, sutita parlaspaqa, papa, tomatepiwan, inflación kaqtaq maychus suyasqaman jina, estabilidad tipo de cambio, variaciones precios de servicios kaqpata ushikalla. Kaywantaq khawarinchis kay parti watapi inflación chayan (0,14%) iskay waranqa jiskon watamanta pacha, a nivel regional sumaq pisi.

Kay khawariypi ushikan recuperación mundial, wiñaypi a nivel regional, Bolivia pachampi crecimiento sostenido kaqwan, pikunacha sectores política fiscal

monetaria kaqwan llankaqkuna, jinataq demanda interwan. Kay quisa quilla qallakuypi Iskay waranqa chunka qanchisniyuq watapi actividad económica wiñan 3,3% kaytaq aswan yapasqa kay región ukhupi, reqsichispa sumaq dinamismo kasqanta sector agropecuario ukhupi. Quiquillantaq wiñay kallantaq sectores no extractivos ukhupi, kaykuna kallpachasqa políticas fiscal, monetaria expansivawan, suti rikhukun establecimientos financieros, transporte, jinataq servicios de administración pública, industria de alimentos ima. Jinaspapis iskay sectores demanda externa kaqwan llankaq rikhuchin contracciones kaqta, hidrocarburos, pisi demanda gas naturalmanta kasqan rayku Brasil suyu rayku jinataq minería mana allin producción kasqan rayku

Kay quinsa quilla wasaykuypi Iskay waranqa chunka qanchisniyuq watapi blanza de pagos reqsichin déficit kasqanta cuenta corriente ukhupi compensaciónwan influjos netos capitales kaqpi, chayrayku mana Reservas Internacionales kaqta toqpiqunchu. Cuenta corriente kaqpi yapakun exportaciones kaqpata valornin, remesas familiares kaqmantataq aswan qolqe chayamun. Jinallataq cuenta financiera Bonos Soberanos kaqta juntan EP Bolivia manta, inversión directa chayachimun divisas kaqta.

Intermediación financiera kaqta khawarispá kay soqta quillapi Iskay Waranqa chunka qanchisniyuq watapi, depósitos sector público kaqpaata yapakun miraynimpi, a Nivel Nacional. Quiquillantaq crédito sistema financiero sector privado kaq rikhuchin yapakuyta, aswampis sector productivo, vivienda socialmanta imamaychus Ley de Servicios Financieros kamachisqanman jina, chaytaq coordinación Organo Ejecutivo BCBwan ima liquidez kaqta khuskachan. Bolivianización sistema financieropata aswan yapakun kay región ukhupi.

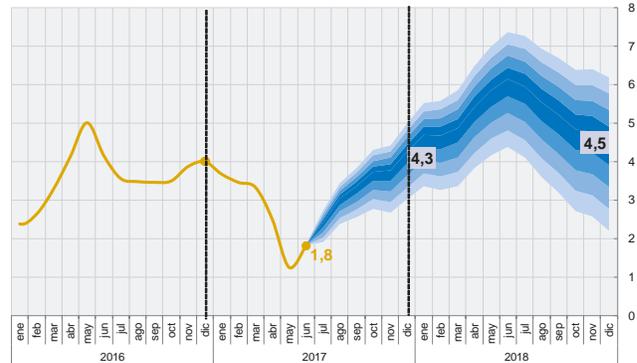
Agregados Monetarios kaqta khawarispá, Base Monetaria khuskachan, reversión kaqta khuskachan, kay soqta quillapi, tasas negativas 10% kaqmanta, tasas positivas kaqman junio tukukuypi, indicadores de Liquidez allinyasqanman jina. Agregados monetarios kaqtaq rikhuchin tasas de crecimiento kaqta yapasqata pasaq Iskay waranqa chunka soqtayuq wata tukukuymanta nisqa, depósitos sumaq kasqan rayku.

Perspectivas Globales de crecimiento a khawarispas Iskay Waranqa chunka qanchisnuy watapaq khuskachakun maychus suyasqaman jina, jinaspapis riesgos khawakun uraykunaman. Economías avanzadas thasquillampuni pisi miraywan, economías de mercados emergentes kaqkunataq wiñaspallapuni, kayqa kallpachaq dinámica mundialta. América del Sur ukhupi niveles de incertidumbre Política, khuskachasqa lloqsisaña. Bolivia suyunchistaq wateqmanta chayan sumaq wiñayman, aswan yapasqa, inflación kaqtaq pisi kay región ukhupi kay iskay waranqa chunka qanchisnuyq watapi.

Economía Nacional kaqta khawarispas contexto externo kaqpi pisis kallpayuqraq, wiñay kay Iskay waranqa chunka qanchisnuyq watapaq qhawasqa kashan 4% manta 4,5% kama, kaytaq ninayan allinchana kasqanta IPM kaqpi enero (4,7%) quillmanta kunakama, maychus revisión estimaciones sector hidrocarburos jinataq PIB externo relevante. Kay watapi mirayqa kanqa poqoykuna kasqanman jina, quiquillantaq mineríamantapis. Gastota khawarispas kayqa kemirisqa demanda interna rayku.

Proyección base kay Iskay waranqa chunka qanchisnuyq watapaq pisiyanqa 5,0% manta 4,3% kama, 3,0% jinataq 5,0%. Reqsichina inflación tukuchanqa aswan pisi.

Inflación interanual observada y proyectada
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia
Nota: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central. La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%

Política Económicas kaqta khawarispas BCB blance kaqta ruwaspa, preservación jinataq estabilidad de precios kanampaq, jinallataq dinamismo económico, khuskachanqa orientación expansiva política monetariata ima. Jinallata Política cambiaria kallpachanqa estabilidad de precios kaqman, Bolivianizaciónman ima, quiquillantaq estabilidad sistema financieroman ima. Tukuchanpaq Bolivia suyunchispata tiyan colchones financieros, ñawpaqman thsquinapaq Políticas Económicas ukhupi

Ñamomichi ñemongeta

Tenondete yasirupi rasa 2017 mbaraviki korepoti regua opaete teta rupi oechauka imaembae kerei okuakua vae, yepeteimona igui rupi oñearo rami; omboaikuererambueve mbaraviki sector manufacturero jare servicios, comercio internacional gui jarevi indicadores jei rami. Oechauka rambueve mbae reta jepimateria prima gui, omboavai rambueve opaete oyapo petróleo jepi vaere kuae ogueyi rambueve mbegue rupi. Ereingatu, mercados financieros oyapo vae jekuaefño oyapo ojo mbaraviki reta, opaete kuae oyapo vae jaeko capital reta ome vae economías emergentes peguara jare metei comportamiento volátil jee vae omboambueye opaete rewgonal rupi.

Kuae rupi, iru teta reta tenondete ñoguinio vae oechauka ñemongueta jekuae vaera ojo tenonde mbegue rupi okuakua vaera opama oasaguire ñemboavareta políticasregua, yepetei jeta rupi okuakua previsioneta EEUU pe. Omaekavi kerei ogueyiojo opaete mbae reta kuae osusere mbaeti oyapo kavi medidas de estímulo fiscal jee vae. Inflación korepoti reta oyeapoa vae oyechauka igui rupi yae oyeapota vae rupi omerakua rambueve chupe banco centrales, opa oasa rambueve enondete arasa rupi, ñemongueta ome oechauka vaera kerei okua kua tasas de interésEE.UU pe. Jarevi oecha kerei oyeguata activos reta Zona Euro pe.

Economías emergentes jare oñemoiruvae ñande puere yaecha kerei oyupavometei rami. América del Sur, jekuae oñearo ipuere väera oyeapo kavi kuae mokoia arasa iyapi rupi oi kavi vaera, oechauka okuakua vae kerei ogueyi vae, opaete ñemboavai mbae reta jepi mbaere teta rupi oñemee vae materias primas jarevi riesgos internos jee vae kuae oñemee oime políticas korepoti rupi ramo. Jaerambue,

presiones inflacionarias jee vae opaete rupi ogueyi, kuae oipea tape opaete banco centales reta peguara ipuere vaera oyapo mbaraviki monetario jee vae, ipuere vaera guiraja tenonde mbaraviki korepoti regua. Teta Bolivia oyapo ikavigue ñemongueta arasa 2017 rupi jare taikuete inflación oñemoiru opaete rupi jaeko tenondete yasi rupi.

Jaerambue kuae teta rupi yavai opüa vaera jarevi mbaeti jepi mbate mbaereta opaete teta rupi materias primas oñemee rambueve tenondete yasi rupi arasa 2017 pe, mburuvicha reta teta pegua oñemongueta ipuere vaera oñemee atetegüe políticas ipuere vaera omoaguata mbaraviki korepoti regua jarevi jare aniaravi oime mbaraete, oyeapo kavi reve mbae reta jepi.

Jaerambue, tenondete arasarupi BCB guinio ñemongueta ikavigue políticas monetaria regua kuae pñemboipi arasa 2014 mbite rupi, omaerambueve ikaviara oyereraja liquidez jare tasa de interés de títulos públicos jee vae mbaeti mombiri vate vae, ipuere vaera oporombori dinamismo de crédito del sistema financiero opaete sector privado peguara, kuae jaeko opaete omaeti vae pegua reta jarevi vivienda de interés social peguara oyeapo kavi mborokuai ndive vae Servicios Financieros jee vae, ogueyi mbaereta jepi semana rupi títulos de regulación monetaria jee vae oñemee rambueve febrero iyapi rupi jare oyeapo yasi marzo rupi kuae jeta ogueyi liquidez rambue. Opaete ñemboavai oyeapo kavia vae yasi mayo jare abril rupi oyeapo medidas adicionales jee vae; mbaeti oyeapo colocaciones de títulos, oñemee vae opaete kuaerevae jekuae mbegue rupi ogueyi ojo jare oyeapo opción de redención jee vae ommombeu reve títulos reclamables, jokorañovi, oyeapo kavi ipuere vaera oi kavi EIF ventanillas de créditos BCB gui. Ome reve

korepoti ipuere vaera oyeapo mbaraviki reta korepoti regua garantía de Fondo RAL ndive ogueyi rambueve tasas mokoireve instrumento gui. Jokoraiñovi, oyeapo maembuereta Reglamento de Encaje legal regua, omeve reve korepoti constitución del Fondo opaete créditos sectores Productivos jare Vivienda de Interés Social peguara (FCPVIS) kuae oipea tape EIF ipuere vaera guinoi korepoti ñemboai mbae ipuere vaera jekuae okuakua cartera de créditos yavai vae mborokuai guasu jei rami de Servicios Financieros.

Ñamae rambueve política kuae ambueyeta, opaete mbae reta jovai imambae pegua opaete teta rupi, política de estabilidad de tipo de cambio teta rupi oyeapo kavi yerovia ndive tetara reta peguara ombeureve dólar jepire, oyapo kavi oime vaera inflación jare ombori orientación expansiva jee vae de la políticas monetaria; jokoraiñovi, oyeapo oñemomirata vaera proceso de Bolivianización. Kuae resultados reta omeve ikavigue ñemboavai mbae tipo de cambio añetete rupi oimerambueve imarupi jeko kavi rambue. Jokoraiñovi, oyeapo, ipuere vaera okuakua ñemboavai ambueye vae oime vaera orientación expansiva jee vae de política monetaria jarevi oyeapo vaera yupavo ndive opaete ikaturupi vae.

Oñemoiru rambueve Órgano Ejecutivo ndive, BCB jekuae oyapo ojo mbaraviki korepoti regua jare social teta guasugui kuae oyapo financiamiento EPNE ndive tenonde guiraja ipuere vaera ombori seguridad energética jarevi industrialización opaete recursos naturales gui. Jokoraiñovi, creditores reta omeve vae gobernaciones reta pe vae jare municipios jaeko Fideicomiso FNDR oñemee ipuiere vaera oyeapo proyectos reta infraestructura. Jokoraiño, jekuae tenonde ojo financiamientos omeve FINPRO vae jarevi korepoti oñemee vae oñemboepi vaera Bono Juana Azurduy, kuae öiko opaete programas de protección social jee vae jarevi opaete oñemee vae ipuere vaera omboyao ingreso reta.

Ñamae rambueve kerei jeko kavi mbae reta jepi rupi inflamación oyeapo aras ñavo vae oyuvake oñearo rami yasi marzo pevave. Ereingatu, abril guive yaecha kerei ogueyi ojo tape rupi inflación igui rupi yae proyección. Kuae resultadoreta omoesaka yogueru opaere arasa omaeti rupi vae jare jeta rupi oñemee mbae reta kuaeko ombogueyi tembiu reta jepi, ogueyi vae jaeko papa jarevi tomate; ñemoatagatu nidve

inflación rango de proyección japipe rupi; oñemoikavi tipo de cambio; jarevi mbaeti vate jepi servicios reta. Jaerambue, la inflación oyeapo vae tenondete ova yasi rupi (0,14%), eyekuatia meteí nivel iguirupi yae arasa 2009 guirae kuae oyeecha opaete teta reta rupi.

Kuae rambue mbegue rupi yae oñemoiru opaete rupi yerovia ndive kerei okuakua ñamae rambueve iguirupi yae opita nivel regional, Bolivia jekuae okuakua mirata ndive sectores reta peguara ñoguinoi vae políticas fiscal jare monetaria ndive vae, jaerambue, demanda interna ndive. Tenondete mboapi yasi rupia rasa 2017 gui mbaraviki korepoti regua okuakua 3,3%, kuae jaeko meteí tasa ivateyae región gui, oechauka reve yerovia ndive sector agropecuario ikavi yae ojochupe arasape vae., Jokoraiñovi oyekuatia ikavigue crecimientos opaete sectores reta rupi omatagatu vae jaeko políticas fiscales jare monetaria expansivas jee vae, iru vae tenondete öi vae financieros, transporte, servicios de la administración pública, industria de alimentos, jare iruyevae. Ereingatu, mokoi sectores reta ñoguinoi meteiramivae demanda externas oimeko guinoi contracciones; hidrocarburos mbaetivate öe vae gas natural Brasil rupi jare minería imambae oyeapo vae oñemee vaera.

Tenondete mboapi yasi rupi arasa 2017, balanza de pagos oechauka meteí déficit cuenta corrientepe oyapo jeta rupi vae añete capitales vae, oime rambueve ñemboavai opaete oyeapota vae rupi reservas internacionales, cuenta corriente rupi oechauka kerei okuakua valor de exportaciones jee vae jare jeta rupi oíke korepoti remesas familiares jee vae rupi, iruye vae. Jokoraiñovi, cuenta financiera pe, oñemee bono ikavi oyapo mbaraviki ramo omeve vae jaeko E.P Bolivia pegua jare jepi vae ouko ikaviarupi flujo de divisas jee rupi.

Oyeapo rambueve intermediación financiera tenondete ova yasi 2017rupi, depósitos reta opaete rupi sistema financiero oechauka kerei oñemopua ojo mbegue rupi okuakuareve, oyekoreve oime korepoti opaete rupi ramo. Jokoraiñovi, crédito del sistema financiero sector privado koti oechauka ikavigue ñemongueta, sector productivo peguara jare viviendas de interés social jee vae, mborokuai gasu jei rami Servicios Financieros jare medidas oñemongueta Órgano Ejecutivo jare BCB ipuere vaera oime liquidez. Jaerambue, la bolivianización sistema financiero gui jekuae okuakua ojo, omorepresenta

rambueve mbaraviki reta ikavi oyeapo vae opaete teta reta rupi vae.

Yaecha rambueve agregados monetarios jee vae, Base Monetaria oechauka metei inversión ikavigue tenondete ova yasi rupi, tasas negativas 10% ivate rupi jare tasas positivas yasi junio iyapi rupi, kuae reta ofiemoiru meteia rupi ikavi oe vaera indicadores de liquidez jee vae. Iruye jaeko agregados monetario oechauka tasas okukua vae yasi diciembre 2016 rupi, kuae jaeko productos reta oyapo vae opaete depositos rupi vae.

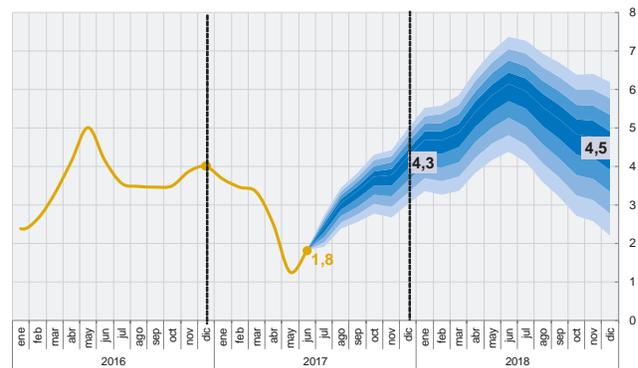
Oime rambueve yerovia globales reta okuakua vaera 2017 peguara, jekuae oi ofiearo rami; jaerambueve, ñemboavai reta oime ñoguinoi ñapeave igui koti. Iru yevae, economías avanzadas reta jekuaeñota tenonde ojo ipuere vaera mbeguerupi yae okuera, jaerambueko economías mercados emergente pegua jare oyupavo vae jekuaeñota oiko omoatagatu vaera dinámica mundial, erei ñemoatagatu reve jeta rupi japipe rupi: America del Sur pe, tenondete niveles de incertidumbre política ñemboavaipe oi vae jaeko korepoti regua jare maiaño mbegue yae términos de intercambio reta oyeapo ofiemaekavi vaera ivi rupi yae oi ñemongueta oikavi vaera. Mbaetivate, Bolivia jekuaeña oipiti metei tasas okuakua vae ivate rupi yae vae jarevi metei inflamación iguirupi oivae tetarupi arasa 2017 pevae.

Ñamae rambueve economía nacional jare ñamotimbo rambueve ikaturupi oime guiteteri ñemboavai, kuae escenario ipuereta okuakua vae arasa 2017 oime oi 4% jare 4,5% rupi, kuae ipuere jei ñandeve mbaetivate ikavi oi tekoreta ogueyi rambueve iru ara rami escenario central oechauka IPM enero arasa 2017 jaeko (4,7%) oime rambueve omoesaka vaera kerei oi sector hidrocarburos jare PIB rupi ikavi vae. Okuakua

vae kuae arasa rupi ipuere guinoi ikavigue mbaraviki maeti regua, oyapokavi vae minería jare mbaraviki opaete sectores jeta guinoivae rupi expansion monetaria jare fiscal. Omogatarupi, okuakua korepoti regua jekuaeña omomirata kuae jaeko principalmente oime jeta demanda interna rambueve.

Proyección omboipi igui vae jaeko arasa 2017 peguara oyecha ogueyi ramo, 5,0% jare 4,3%, ikavia rupi oike 3,0% jare 5,0% ñande puere yae oime jeta rupi ipuere vaera jekuae tenonde ojo inflamación opata proyección base iguirupi.

Ñemboavai oasavae arasa ñavo oyecha kuae kuatiapoape (Porcentaje pe)



Fuente: Banco Central de Bolivia
 Nota: Kuae grafico oime guinoi ikavigue ñemongueta opaño vae oasare vae. Omoesaka kavi ñandeve oime grafico de intervalo de 90% vae

Ñamaerambueve políticas económicas, BCB, oyapo kavi metei ñemotimbo mbegue rupi yae ipuere vaera jekuaeña tata rupi opiro mbae reta jepi jokoraño ikaviara ojo, jekuaeña tape ikavigue rupi guiroata política monetaria. Iruye, política omoambueyeta jare guiraja vaera mbae jepi ikavia rupi, Bolivianización jare estabilidad del sistema financiero jee vae. Ipuere vaerama iyapipe ojo ovae ñande puere ñamboikuere Bolivia oime guinoi ikavigue ñemongueta financieros ipuere vaera jekuae ojo tenonde contracíclica jee vae ndive políticas económicas ndive.

1. Entorno internacional

Durante el primer semestre de 2017 la actividad económica mundial tuvo una leve recuperación aún por debajo de lo esperado. Destaca el desempeño de la actividad manufacturera y servicios, los indicadores de confianza y el comercio internacional.

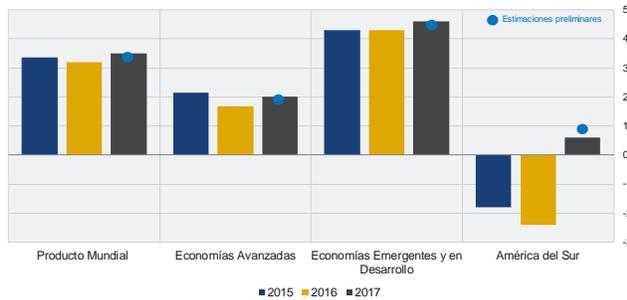
En este contexto, las economías avanzadas mostraron algunos signos de recuperación, luego de un período de elevada incertidumbre política, aunque se revisaron a la baja las perspectivas de crecimiento de EE.UU. Por su parte, el desempeño de las economías emergentes y en desarrollo fue heterogéneo. En América del Sur, las perspectivas de la recuperación de la actividad económica en 2017 fueron revisadas a la baja. En contraste, destaca Bolivia, que por cuarto año consecutivo, registraría uno de los mayores crecimientos de la región.

Los precios internacionales de las materias primas continúan recuperándose de manera moderada, aunque el comportamiento débil de los precios del petróleo redujo sus perspectivas. Estas menores previsiones, junto a riesgos internos de carácter político en algunas economías explicarían la reducción de las proyecciones de crecimiento de la región para 2017.

La inflación en las principales economías avanzadas se encuentra por debajo del objetivo establecido por sus bancos centrales, luego de un repunte a inicio del año, situación que dio lugar al incremento de tasas de interés en EE.UU. y a la reducción prevista del programa de compra de activos en la Zona Euro. En América del Sur, la reducción de las presiones inflacionarias abrió los espacios para la aplicación de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales, apoyando de esta manera el impulso de la actividad económica. Destaca Bolivia con la menor inflación acumulada de la región al primer semestre.

1.1. Actividad económica mundial

Gráfico 1.1: Crecimiento económico mundial y perspectivas 2017
(En porcentaje)



Fuente: FMI – Actualización de las perspectivas de la economía mundial (Enero y Julio 2017)
CEPAL – Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (Diciembre 2016), Estudio económico de América Latina y el Caribe (Agosto 2017)
Nota: La información de América del Sur corresponde a proyecciones de la CEPAL

Durante el primer semestre de 2017, la actividad económica mundial tuvo una leve recuperación, menor a la esperada. En efecto, para 2017 si bien algunos indicadores muestran mejoras, aún se encuentran por debajo de los niveles previstos inicialmente. Las economías avanzadas, luego de un periodo de elevada incertidumbre política, continuaron con una leve recuperación, aspecto que permitió que EE.UU. incrementara su tasa de interés y Europa disminuya la magnitud de su programa de compra de activos. Por su parte, si bien el desempeño de las economías emergentes y en desarrollo explicaría gran parte de la expansión mundial, al interior, se evidencian comportamientos mixtos. En América del Sur se espera la reversión de la contracción observada en los dos últimos años, aunque las proyecciones de crecimiento fueron revisadas a la baja (Gráfico 1.1). En este escenario, destaca Bolivia como la economía con uno de los mayores crecimientos esperados de la región para este año. De igual manera, el PIB de los socios comerciales de Bolivia habría registrado una reducción de su crecimiento esperado para este año respecto a lo previsto en el anterior IPM de Enero de 2017, de 2,6% a 2,4%.

Gráfico 1.2: Comercio internacional
a) Crecimiento interanual del comercio mundial
(Promedio móvil de tres meses, en porcentaje)



Fuente: Bloomberg
Nota: Último dato disponible mayo de 2017

El comercio internacional tuvo una leve recuperación en el primer semestre, explicada por la aceleración de la inversión, relativamente intensiva en importaciones. Luego de un periodo de dos años de debilitamiento, se espera que en 2017 el crecimiento del comercio internacional supere el crecimiento del producto, alcanzando de acuerdo a estimaciones del Banco Mundial, un nivel de 30,6% respecto al PIB mundial (Gráfico 1.2)

b) Evolución y perspectivas del comercio mundial
(En porcentaje y porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Mundial – Perspectivas económicas mundiales (Junio 2017)
Nota: Las cifras de 2017 corresponden a una proyección

La recuperación de la actividad del sector manufacturero se observó principalmente en las economías avanzadas. Los índices PMI de manufacturas (basado en las encuestas a gerentes de compra), empezaron a mostrar señales de recuperación desde el segundo semestre de 2016. En lo que va del año, destaca el incremento en los flujos de nuevos pedidos por mayores niveles de demanda interna y externa. Por grupo de países, las economías avanzadas registraron una mayor expansión; en tanto que la correspondiente al bloque de economías de mercados emergentes y en desarrollo fue moderada,

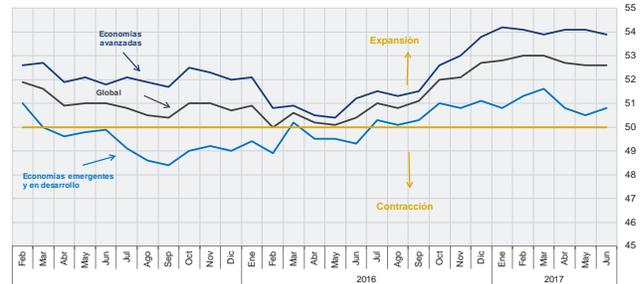
mantiéndose por encima del umbral de los 50 puntos (Gráfico 1.3).

Al inicio del año, la economía estadounidense registró una desaceleración, principalmente por un menor aporte temporal del consumo privado; los organismos internacionales revisaron sus proyecciones anuales de crecimiento a la baja. En efecto, el crecimiento anualizado del PIB de 1,2% y 2,6% para el primer y segundo trimestre respectivamente, se explicó por un moderado desempeño del consumo privado, y en menor medida, por la contracción del gasto de gobierno en los primeros meses y de la acumulación de inventarios a lo largo del período. Situación que fue contrarrestada parcialmente por la expansión de las exportaciones netas y la inversión fija (Gráfico 1.4). Los niveles de incertidumbre sobre la política económica, así como otros factores estacionales incidieron en este resultado; el cual se espera sea transitorio, dado que los indicadores adelantados de manufacturas y servicios mantienen un comportamiento favorable y los fundamentos del consumo permanecen fuertes.

En efecto, se espera una recuperación del consumo privado estadounidense por las sólidas condiciones del mercado laboral y las expectativas positivas de los consumidores. Más allá de cierta moderación en el crecimiento de los salarios y la productividad, la tasa de desempleo siguió descendiendo, alcanzando a junio un nivel de 4,4% (Gráfico 1.5a). Así también, las nóminas de empleo que excluyen el sector agrícola sumaron un total de 1,1 millones de nuevos puestos de trabajo en lo que va del año. Por su parte, los niveles de confianza del consumidor mantuvieron la tendencia optimista tras las elecciones presidenciales del pasado noviembre, alcanzando en enero máximos históricos de 13 años (Gráfico 1.5b).

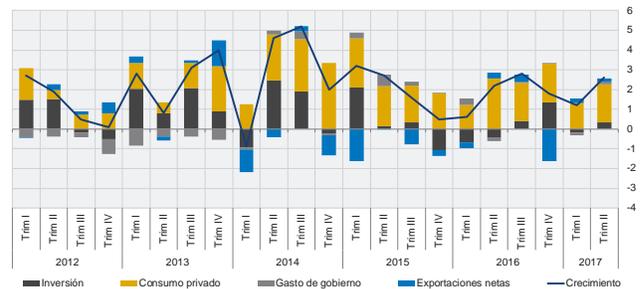
Sin embargo, los organismos internacionales revisaron a la baja las previsiones de crecimiento de este país, subrayando la falta de claridad en el impulso fiscal que lograría aprobar la administración de Trump. Hasta ahora el estímulo fiscal prometido se encuentra estancado en obstáculos legislativos y la falta de definición de algunas medidas, principalmente en materia de recortes impositivos e inversión en infraestructura; además de que persisten los riesgos de proteccionismo económico que afectarían la integración comercial.

Gráfico 1.3: Índices PMI de manufacturas
(En puntos)



Fuente: Bloomberg
Nota: El nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector de manufacturas

Gráfico 1.4: Crecimiento e incidencias del PIB de EE.UU.
(En porcentaje y puntos porcentuales)



Fuente: Bureau of Economic Analysis
Nota: El crecimiento económico está expresado en variaciones trimestrales anualizadas. Las barras corresponden a las incidencias

Gráfico 1.5: Indicadores del mercado laboral y del nivel de confianza de EE.UU.

a) Tasa de desempleo y cambio acumulado en nóminas de empleo
(En porcentaje y en millones de puestos de trabajo)



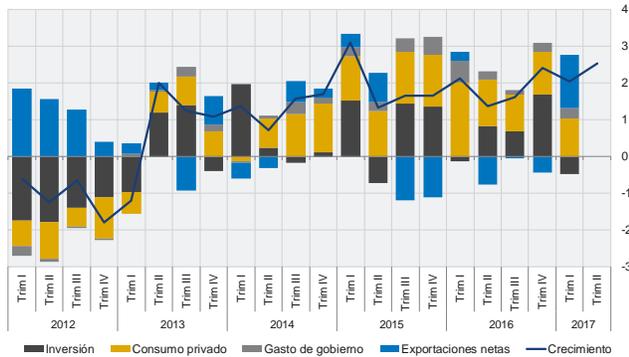
Fuente: Bloomberg

b) Confianza del consumidor y crecimiento del consumo personal
(En puntos y porcentaje)



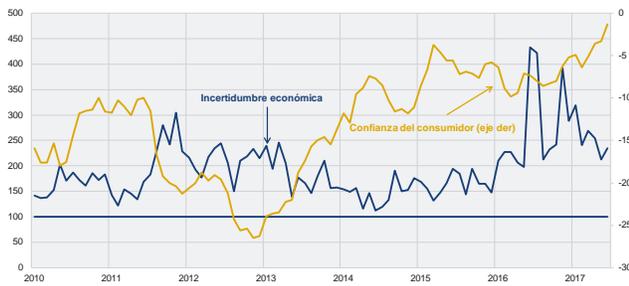
Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.6: Indicadores de la actividad de la Zona Euro
a) Crecimiento e incidencias del PIB
 (En porcentaje y puntos porcentuales)



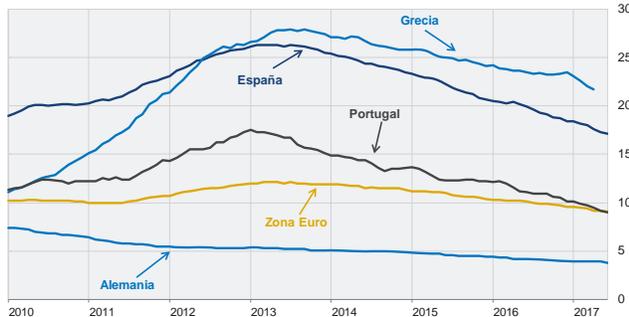
Fuente: Bancon Central Europeo
 Notas: El crecimiento económico está expresado en variaciones trimestrales anualizadas
 Las barras corresponden a las incidencias

b) Confianza del consumidor e incertidumbre de política económica
 (En puntos)



Fuente: Bloomberg.
 Notas: Para su construcción el índice de incertidumbre económica europeo considera la información de: Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido

Gráfico 1.7: Tasa de desempleo desestacionalizada de economías seleccionadas
 (En porcentaje)



Fuente: Bloomberg
 Nota: La información de Grecia a abril de 2017

La actividad económica de la Zona Euro mantuvo el dinamismo económico con el que finalizó 2016, basado en el crecimiento de Alemania, España, Francia e Italia. Con perspectivas de crecimiento para 2017 revisadas al alza, el crecimiento anualizado de la Zona Euro durante el primer trimestre del año fue 2% (Gráfico 1.6a); impulsado por Alemania, España, Francia e Italia, cuyo crecimiento en el primer trimestre de 2017 superó las expectativas de expansión. Este resultado se explicó por la demanda interna, con una incidencia positiva importante del consumo privado, y por la demanda externa neta. En el segundo cuarto del año, se registró una expansión mayor (2,5%). En este marco, los niveles de confianza empresarial y de los consumidores mejoraron, aun cuando el indicador de incertidumbre de la Zona se mantuvo por encima del promedio histórico (100; Gráfico 1.6b). En efecto, la incertidumbre se elevó debido a factores político-económicos como la activación del artículo 50 del tratado de Lisboa por parte del Reino Unido para formalizar su salida del bloque europeo, los resultados de las elecciones parlamentarias de Holanda y presidenciales de Francia y las fragilidades en el sector financiero relacionadas con la elevada mora en algunas economías.

La evolución del mercado laboral en la Zona Euro sigue mejorando, aunque las tasas de desempleo de algunas economías siguen en niveles elevados. En efecto, el desempleo mantiene su tendencia a la baja, registrando con relación a diciembre de 2016 una variación de -0,5pp, situándose en junio en 9,1%. Por países, Alemania registra una de las tasas más bajas (3,8%), frente a España y Grecia que mantienen las tasas más altas de la Zona (17,1% y 21,7% respectivamente; Gráfico 1.7).

El comportamiento de las economías emergentes y en desarrollo fue heterogéneo en la primera mitad del año. Las economías importadoras de materias primas, como China, mantuvieron un ritmo sólido de crecimiento. Por su parte, las economías exportadoras de materias primas se encuentran enfrentando distintas necesidades de ajuste, lo que sugiere una recuperación gradual y moderada después de dos años de estancamiento. Rusia y Brasil por ejemplo, estarían saliendo del periodo de recesión en el que se encontraban, aunque a un ritmo

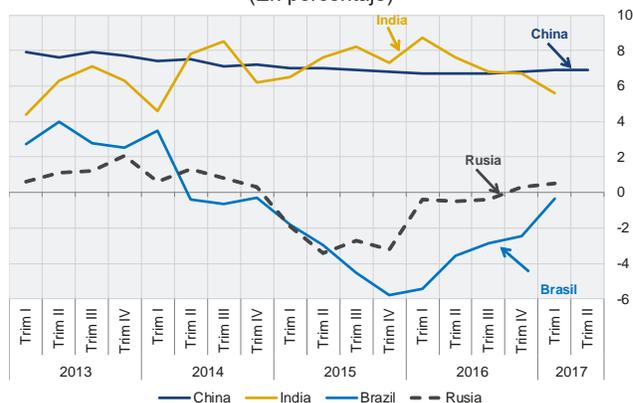
más lento ante las perspectivas de los precios de las materias primas más moderados a los esperados previamente y factores de orden político en el segundo caso (Gráfico 1.8).

La actividad económica en China presentó un desempeño positivo y estable, continuando el rebalanceo desde la inversión al consumo. Durante el primer y segundo trimestre de 2017, China alcanzó una tasa de expansión del 6,9%, explicada por un fortalecimiento del gasto de consumo y una desaceleración de la inversión estatal en infraestructura (Gráfico 1.9). Asimismo, se observó un mayor dinamismo en el nivel de exportaciones y en la inversión de activos fijos. Este buen desempeño en la primera mitad del año llevó a una mejora de las perspectivas de crecimiento para este país hasta 6,7% para este año. Sin embargo, las expectativas de un deterioro en la fortaleza financiera de esta economía, combinadas con un nivel de endeudamiento cada vez más elevado, especialmente del sector corporativo, afectaron la nota de riesgo de este país. Es así que, la agencia calificadora *Moody's* decidió reducir la calificación crediticia de largo plazo de China de "Aa3" a "A1", aunque manteniéndola en la categoría de grado de inversión.

Se espera que América del Sur revierta en 2017 el crecimiento negativo observado en los dos últimos años, aunque con un ritmo de expansión muy bajo. De acuerdo a estimaciones, el grado de recuperación de las economías de la región sería heterogéneo; con perspectivas de crecimiento más débiles respecto a las previstas inicialmente, debido en parte a una recuperación menor a la esperada de los precios internacionales de las materias primas y riesgos internos de carácter político en algunas economías. Destaca Bolivia, que de acuerdo a estimaciones oficiales, alcanzaría una expansión entre 4% y 4,5%, uno de los crecimientos más altos de la región (Gráfico 1.10).

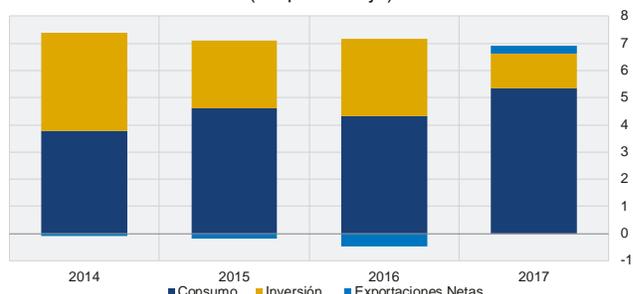
Los indicadores económicos de Brasil mostraron ligeros signos de recuperación, aunque todavía se encuentran por debajo de la recuperación esperada un año atrás. Luego de que la economía brasilera registrara dos años consecutivos de contracción, se estima un crecimiento positivo para 2017. De hecho, una serie de elementos tales como

Gráfico 1.8: Crecimiento económico en economías emergentes y en desarrollo seleccionadas
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg y Bancos Centrales
Nota: El crecimiento económico está expresado en variaciones trimestrales interanuales

Gráfico 1.9: Crecimiento y contribución del PIB de China
(En porcentaje)



Fuente: Banco Mundial – Perspectivas económicas mundiales (Junio 2017)
Nota: La información de 2017 corresponde al primer trimestre

Gráfico 1.10: Perspectivas de crecimiento en 2017 para América del Sur
(En porcentaje)



Fuente: CEPAL – Estudio económico de América Latina y el Caribe (Agosto 2017)
Nota: Para el caso del E.P. de Bolivia corresponde a estimaciones oficiales

una inflación más baja y una política monetaria más laxa reforzarían este resultado, aunque el escenario sería vulnerable a las tensiones políticas que estarían disipando la atención de reformas estructurales pendientes. En este marco, el PIB desestacionalizado de Brasil para los primeros tres meses del año se expandió en 1% respecto al trimestre anterior; no obstante, en términos interanuales, el crecimiento se encontraría aún en territorio negativo (-0,4%).

Con proyecciones de crecimiento ajustadas a la baja en varios países, el panorama del resto de la región es diferenciado, resaltando Bolivia entre las economías con mayor expansión.

En Argentina, la variación interanual del PIB al primer trimestre alcanzó un 0,3%, apoyada en las incidencias positivas de la formación bruta de capital fijo y en menor medida del consumo privado; no obstante, las exportaciones tuvieron una incidencia negativa, aspecto que podría afectar la recuperación de este país. En el caso de Chile, el desempeño de la actividad económica se mantuvo frágil, reflejando al primer trimestre del año los efectos negativos de la paralización del principal centro de producción de cobre “Escondida”, lo que determinó en términos interanuales una caída del 8% del PIB de recursos naturales y un crecimiento de sólo el 0,1% del PIB total. Estos efectos permanecieron todavía durante el segundo trimestre del año que registró una expansión interanual de la actividad económica de 0,9%, con contribuciones positivas de los sectores de servicios personales y comercio e incidencias negativas de construcción, minería y servicios empresariales. En Perú, la actividad económica se expandió en términos interanuales en 2,1% y 2,4% en el primer y segundo trimestre respectivamente, con contribuciones positivas principalmente del consumo privado y las exportaciones, que fueron parcialmente contrarrestadas por la caída en la inversión bruta fija. En Colombia, la expansión interanual del PIB al primer cuarto del año fue la menor en casi nueve años (1,2%); con cinco de nueve ramas de actividad registrando incidencias negativas. En el segundo trimestre el avance de la actividad económica fue 1,3%, impulsado fundamentalmente por el dinamismo del sector agropecuario y los establecimientos financieros. En este contexto, destaca Bolivia con una de las mayores expansiones esperadas de América del Sur para 2017, con un importante

crecimiento basado en un buen desempeño del sector agropecuario y los sectores relacionados con las políticas monetaria y fiscal contracíclicas.

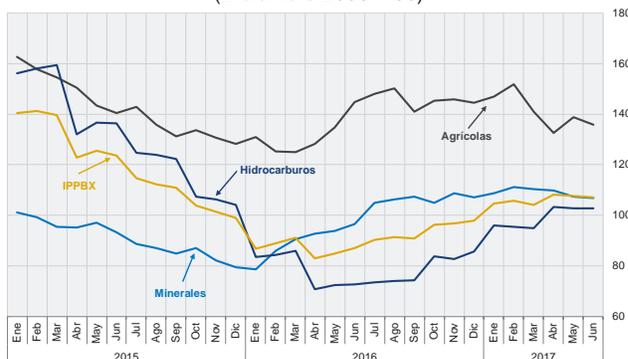
1.2. Precios de los productos básicos de exportación

Los precios internacionales de las materias primas continuaron recuperándose de manera moderada, principalmente por los menores precios del petróleo respecto a lo esperado. El Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPPBX) sostuvo, en términos generales, la tendencia positiva observada desde el segundo trimestre de 2016, favorecida por la recuperación gradual de los precios del petróleo y su posterior efecto en los precios del gas natural (Gráfico 1.11).

Pese al cumplimiento del acuerdo de recortes de producción de petróleo, la sobreoferta continuó afectando su precio internacional, que al finalizar el primer semestre, retrocedió por debajo de los \$us50 el barril. La producción de petróleo se redujo a principios de 2017 como resultado de la implementación del acuerdo de recortes de producción en noviembre de 2016 por parte de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores. Sin embargo, estos recortes fueron contrarrestados parcialmente por los mayores volúmenes de producción de petróleo de esquisto y el incremento de inventarios por parte de EE.UU., lo que combinado a un moderado crecimiento de la demanda por productos energéticos, determinaron el desempeño aún débil de los precios del petróleo (Gráfico 1.12). De esta manera, en su reunión de mayo, la OPEP y otros países no miembros determinaron prolongar hasta marzo de 2018 su plan de recortes de producción, manteniendo las condiciones actuales; situación que originó cierta volatilidad en el mercado, puesto que, dada la coyuntura, se esperaban restricciones más fuertes.

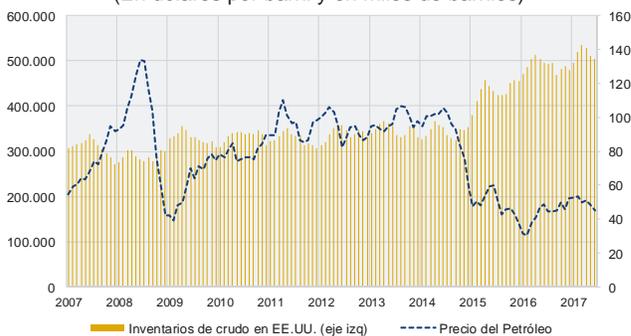
Los precios de los metales y minerales continuaron afianzándose desde las cotizaciones mínimas registradas a fines de 2015, mientras que se espera que los precios de los productos agrícolas permanezcan estables a lo largo del año. El repunte del consumo de metales en China

Gráfico 1.11: Índice de precios de productos básicos de exportación del E.P de Bolivia (Diciembre 2006=100)



Fuente: Bloomberg y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos

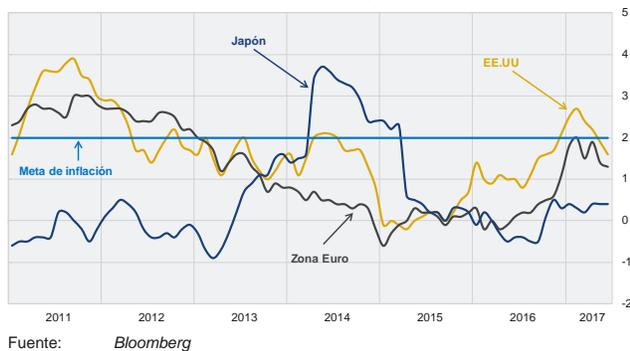
Gráfico 1.12: Evolución de precios de petróleo e inventarios de crudo en EE.UU. (En dólares por barril y en miles de barriles)



Fuente: Bloomberg

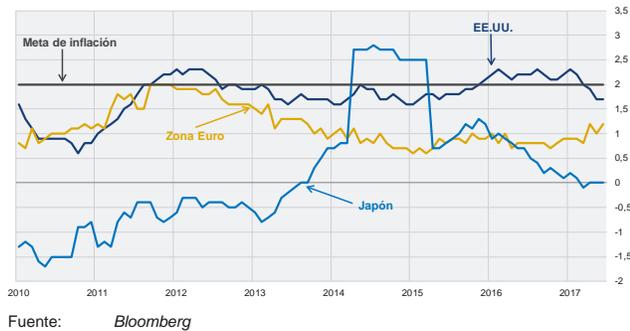
y las restricciones de oferta, entre las que destacan, la paralización de los principales centros mineros de cobre en Chile a raíz de negociaciones salariales, la interrupción programada en las minas de níquel en Filipinas por temas de restricción ambiental y la cancelación de grandes inversiones mineras por altos costos y factores ambientales estuvieron detrás de la evolución observada en los precios de los metales y minerales. Por su parte, los precios internacionales de los productos agrícolas se mantuvieron estables. No obstante, el precio de algunos alimentos básicos como el trigo y el azúcar experimentaron correcciones a la baja.

Gráfico 1.13: Indicadores de Inflación de economías avanzadas
a) Inflación total interanual
 (En porcentaje)



Fuente: Bloomberg

b) Inflación subyacente



Fuente: Bloomberg

1.3. Inflación internacional y política monetaria

La inflación en las principales economías avanzadas se encuentra en niveles bajos, aunque mostró señales de repunte principalmente en la primera parte del año. A inicios del año, la recuperación de los precios internacionales de las materias primas, especialmente de los precios de la energía, contribuyó con el fortalecimiento de la inflación. En los últimos meses la evolución de estos indicadores se debilitó, manteniéndose en el caso de EE.UU. y la Zona Euro todavía por debajo de la meta fijada por sus bancos centrales (2,0%). En Japón, no obstante que la inflación continúa en niveles acotados, destaca el alivio de las presiones deflacionarias (Gráfico 1.13a). Por su parte, el comportamiento de los indicadores de inflación subyacente fue heterogéneo (Gráfico 1.13b).

Se espera una normalización gradual de la política monetaria en los países desarrollados, particularmente en EE.UU., considerando el desempeño de sus indicadores económicos. En lo que va del año, la Reserva Federal decidió aumentar en dos oportunidades (marzo y junio) la tasa de interés de fondos federales, situándola en el rango de 1,00-1,25%. Asimismo, en su reunión de junio, estableció los lineamientos para reducir gradualmente en un futuro su tenencia de activos.¹ Por su parte, si bien el Banco Central Europeo mantuvo invariantes sus

¹ A través del cese parcial de la reinversión de vencimientos, la disminución mensual de títulos del Tesoro sería inicialmente de \$us6 mil millones, hasta alcanzar en 12 meses \$us30 mil millones; y la de los títulos respaldados por hipotecas sería de \$us4 mil millones, hasta alcanzar en un año \$us20 mil millones.

tasas de referencia de política monetaria y continúa su programa de compras de activos, el mismo fue reducido desde abril a €60.000 millones mensuales. Mientras, y ante la fragilidad de los indicadores de inflación, no se espera que el Banco Central de Japón comience el proceso de normalización de su política monetaria en el corto plazo, tanto en términos de tasas de interés como de reducción en la compra de activos (Gráfico 1.14).

En América del Sur, las presiones inflacionarias se redujeron, convergiendo gradualmente a los rangos de tolerancia en varias economías de la región. En la primera parte del año, países como Brasil, Chile, Colombia y Uruguay se caracterizaron por registrar disminuciones graduales en sus niveles de inflación. Por otro lado, la dinámica inflacionaria en Perú fue más volátil, con una aceleración del nivel de precios a inicios del año por factores climáticos. Mientras, en Argentina la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor Nacional² en junio alcanzó a 22%, todavía por encima del rango meta definido para este año. Destaca Bolivia con la menor inflación acumulada en el primer semestre de 2017 y una de las variaciones de precios más bajas en términos interanuales (Gráfico 1.15).

El gradual descenso de la inflación, abrió espacios a las autoridades monetarias para adoptar medidas de estímulo monetario, con el propósito de impulsar la actividad económica. Desde diciembre de 2016, Brasil redujo su tasa de interés de política monetaria en 350pb, Colombia en 175pb, Chile en 100pb y Perú en 25pb. (Gráfico 1.16). Por el contrario, el Banco Central de la República Argentina subió su tasa de interés de política monetaria en 150pb, hasta 26,25%, con el propósito de hacer converger su inflación a su rango objetivo entre 12% y 17% para 2017.

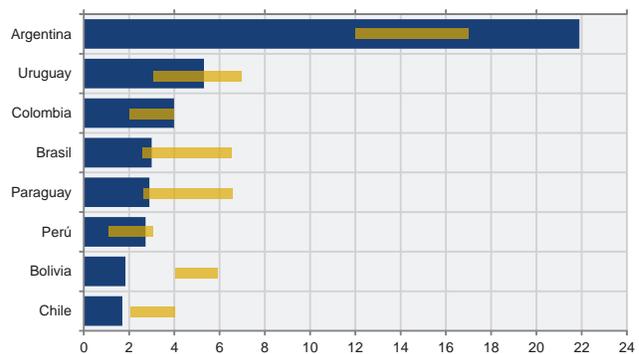
² A partir de junio, el Banco Central de la República Argentina utiliza el índice de precios de cobertura nacional del Instituto Nacional de Estadística y Censos para evaluar el cumplimiento de metas de inflación. La inflación interanual se calculó combinando el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires hasta diciembre de 2016 y el indicador a nivel nacional desde enero de 2017.

Gráfico 1.14: Tasas de interés de política monetaria en economías avanzadas
(En porcentaje)



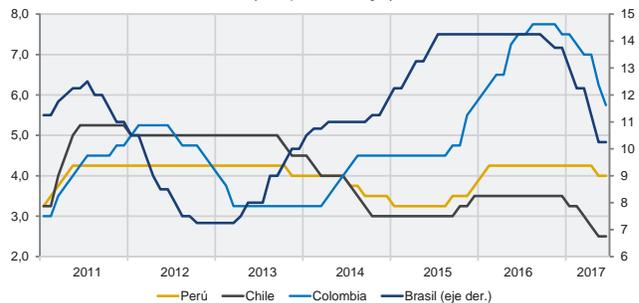
Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.15: Inflación a doce meses en países seleccionados de América del Sur a Junio de 2017
(En porcentaje)



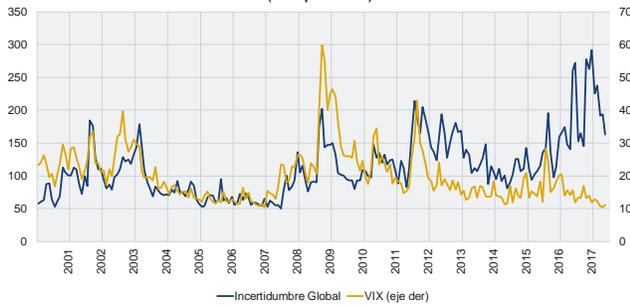
Fuente: Bloomberg
Nota: Las barras doradas corresponden al rango meta de inflación

Gráfico 1.16: Tasas de interés de política monetaria en economías de América del Sur
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.17: Índice de volatilidad VIX e incertidumbre de política económica
(En puntos)

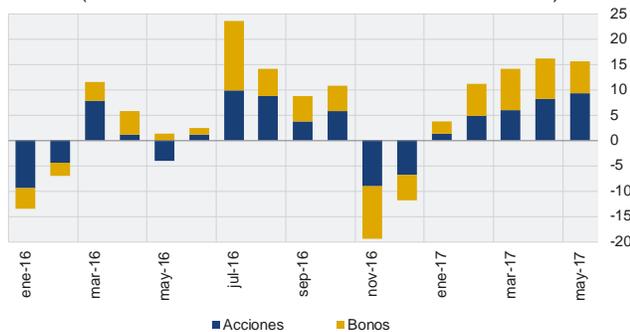


Fuente: *Bloomberg*
 Nota: El Índice Global de Incertidumbre de política económica, es un promedio ponderado por el PIB de los índices de incertidumbre nacionales de 18 economías: Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Francia, Alemania, India, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Rusia, Corea del Sur, España y Suecia, Reino Unido y Estados Unidos

1.4. Mercados financieros

Las condiciones de los mercados financieros permanecieron favorables a pesar de la mayor incertidumbre. El mejor panorama de la economía mundial, así como la recuperación del comercio internacional y la industria manufacturera alimentaron el optimismo de los mercados financieros, manteniendo su volatilidad en niveles acotados a pesar de los niveles elevados de incertidumbre afectados principalmente por aspectos políticos ocurridos en Europa y por las expectativas de reformulación de la política fiscal en EE.UU. (Gráfico 1.17). En este marco, los rendimientos de largo plazo de Estados Unidos se mantuvieron estables pese a los aumentos de tasas realizadas por la Reserva Federal, en tanto que los correspondientes a la Zona Euro permanecieron particularmente bajos en línea con la orientación de la política monetaria todavía expansiva.

Gráfico 1.18: Flujo de capitales hacia países emergentes
(En miles de millones de dólares estadounidenses)



Fuente: *Bloomberg*

En un ambiente caracterizado por una baja volatilidad del mercado y un apetito de riesgo por parte de inversionistas, el flujo neto de capitales hacia las economías de mercados emergentes y en desarrollo fue positivo. Tras la reasignación de portafolios ocurrida en la última parte de 2016 a favor de la tenencia de activos de economías desarrolladas, la entrada de recursos hacia las economías emergentes y en desarrollo se recuperó gradualmente (Gráfico 1.18). Incluso con los incrementos de tasas por parte de la Reserva Federal, las condiciones financieras permanecieron flexibles en términos generales.

Gráfico 1.19: Índice del valor del dólar estadounidense
(En puntos)



Fuente: *Bloomberg*

El dólar estadounidense se depreció levemente en el periodo, aunque sigue apreciado en términos históricos. Comparado con una canasta referencial de las principales monedas de las economías avanzadas (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo), el valor del dólar de EE.UU se depreció en 6,4% en la primera parte del año (Gráfico 1.19).

A nivel regional, las paridades cambiarias mostraron un comportamiento volátil, contrastando la política de estabilidad cambiaria llevada adelante en Bolivia. En el primer semestre de 2017, las monedas de América del Sur mostraron movimientos mixtos. Hacia adelante, se espera cierta estabilidad o depreciaciones acotadas, lo que

respondería tanto a las medidas de relajamiento monetario que están adoptando las autoridades monetarias de la región, como al incremento de las tasas de interés en EE.UU. por parte de la Reserva Federal. En este marco, la política de estabilidad cambiaria adoptada por el E.P. de Bolivia continuaría contribuyendo al anclaje de las expectativas sobre el valor del dólar y al sostenimiento del proceso de Bolivianización (Gráfico 1.20).

En resumen, la actividad económica mundial en la primera parte del año tuvo una leve recuperación, con indicadores positivos en la actividad manufacturera y de servicios, los precios de las materias primas y el comercio mundial; aunque esta recuperación fue menor a la esperada. En este contexto, las economías avanzadas, a pesar de la incertidumbre política, mostraron signos de recuperación, con niveles de inflación moderados y por debajo de su objetivo. Estos resultados, dieron paso al alza de la tasa de interés en EE.UU., en un contexto donde las políticas monetarias de otros países desarrollados continuaron con una orientación expansiva. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo, por su parte, mostraron comportamientos mixtos. En América del Sur, no obstante que se espera que la contracción se revierta, las perspectivas de crecimiento fueron revisadas a la baja, debido en parte a un ajuste más lento de los términos de intercambio, perspectivas más débiles de los precios internacionales de las materias primas y riesgos internos de carácter político en algunas economías. Respecto a la evolución de los precios en la región, se observó una reducción de las presiones inflacionarias, lo que abrió espacios a los bancos centrales para adoptar medidas de estímulo monetario. Por último, destaca Bolivia entre los países con la mayor expansión proyectada para 2017 y la menor inflación acumulada en el primer semestre.

Gráfico 1.20: Tipo de cambio respecto al dólar estadounidense en países seleccionados de América del Sur
(Dic 2014=100)



Fuente: Bloomberg

2. Políticas del BCB para la estabilidad de precios y el desarrollo económico y social

Frente a una perspectiva regional de leve recuperación económica y alzas moderadas en los precios de las materias primas durante 2017, las autoridades nacionales decidieron mantener la orientación contracíclica de las políticas. En ese sentido, además de mantener controlada la inflación cuyo registro acumulado en el primer semestre de 2017 es el más bajo de la región, se realizaron impulsos monetarios intensificando la orientación expansiva iniciada a mediados de 2014, lo que resultó en un dinamismo destacable del crédito, principalmente a los sectores productivos y de vivienda de interés social en conformidad a la Ley de Servicios Financieros.

El ente emisor precauteló el mantenimiento de niveles adecuados de liquidez y tasas de interés de títulos públicos bajas, a fin de apoyar el dinamismo del crédito otorgado por el sector financiero al sector privado, incentivando el crecimiento de la actividad económica. Mediante redenciones netas de títulos de regulación monetaria realizadas a partir de marzo, el BCB inyectó importantes volúmenes de liquidez al sistema financiero; asimismo, redujo la oferta de títulos en las operaciones de mercado abierto. Sin embargo, frente a disminuciones más pronunciadas de la liquidez en abril y mayo, adicionalmente, el BCB no realizó colocaciones de títulos, disminuyó nuevamente la oferta semanal de títulos de regulación monetaria, ejerció la opción de redención anticipada de títulos reclamables, proveyó recursos importantes mediante operaciones de reporto y créditos con garantía del Fondo RAL y llevó a cabo reducciones en las tasas para mejorar las condiciones de acceso a estas ventanillas de liquidez. Finalmente, se redujeron los requerimientos de encaje legal para inyectar mayores volúmenes de liquidez y al mismo tiempo se creó el Fondo para

Créditos destinados al Sector Productivo y a Vivienda de Interés Social (FCPVIS) que ha permitido a las Entidades de Intermediación Financiera (EIF) obtener financiamiento en condiciones ventajosas para que éstas incrementen la cartera de créditos destinada al sector productivo y a la vivienda de interés social de acuerdo a la Ley de Servicios Financieros.

Ante el contexto regional de volatilidad de las paridades cambiarias, la estabilidad del tipo de cambio oficial contribuyó a mantener baja la inflación, respaldando la orientación expansiva de la política monetaria. Asimismo, la política cambiaria continuó contribuyendo al proceso de Bolivianización y no se registraron desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto a su nivel de largo plazo explicado por sus fundamentos.

Por su parte, el Órgano Ejecutivo emitió una serie de disposiciones que tuvieron efectos directos e indirectos en el control del nivel de precios de los bienes y servicios de la canasta familiar, destacando las medidas orientadas a fomentar la producción nacional.

En coordinación con el Órgano Ejecutivo, el BCB continuó aportando al desarrollo económico y social del país a través del financiamiento directo a las EPNE; los desembolsos al Fideicomiso del FNDR, principalmente para obras de infraestructura, destacándose el inicio de la otorgación de recursos a municipios; y las transferencias para el pago del Bono Juana Azurduy, pilar importante dentro de los programas de protección social. Finalmente, destacan las políticas aplicadas en los últimos años para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias, los efectos de la política cambiaria sobre el crecimiento y la redistribución del ingreso, así como las medidas destinadas a incentivar la Bolivianización. En suma, la orientación contracíclica de las políticas contribuyó a alcanzar destacados resultados macroeconómicos en el primer semestre.

2.1. Política monetaria

En el primer semestre de 2017, en un contexto regional de débil recuperación económica y alzas moderadas en los precios de las materias primas, el BCB mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria iniciada a mediados de 2014. En el Programa Fiscal - Financiero 2017, suscrito entre las máximas autoridades del MEFP y el BCB,

se decidió mantener políticas contracíclicas dirigidas a sostener el dinamismo de la actividad económica y la lucha contra la pobreza, preservando la estabilidad de precios. Se establecieron como objetivos un crecimiento del PIB de alrededor del 4,7% y una inflación de fin de período entorno al 5%. En este sentido, el ente emisor precauteló el mantenimiento de niveles adecuados de liquidez y tasas de títulos públicos cercanas a cero, lo que permitió apoyar el dinamismo del crédito del sistema financiero al sector privado, particularmente el destinado al sector productivo y de vivienda de interés social, en línea con las disposiciones de la Ley de Servicios Financieros.

Debido a diferentes factores, la liquidez de la economía disminuyó significativamente hasta la penúltima semana de mayo, recuperándose posteriormente producto de las medidas adicionales adoptadas por el BCB para intensificar su posición expansiva. Adicionalmente al comportamiento estacional, el mayor dinamismo del crédito respecto a los depósitos y operaciones netas deficitarias; la disminución de la liquidez durante el semestre se acentuó por operaciones extraordinarias. En marzo, la adquisición de bonos soberanos por parte de residentes nacionales implicó una menor disponibilidad de recursos en el sistema financiero. En abril, los pagos del Impuesto sobre Utilidades a las Empresas (IUE) incrementaron la caída de la liquidez. Asimismo, en ese mes y en mayo, la liquidez también disminuyó por la cancelación de boletas utilizadas para garantizar la ejecución de proyectos de inversión pública realizadas por Corsán – Corviam.³ Como resultado, la liquidez llegó el 23 de mayo al nivel más bajo en el año. En este sentido, las EIF acudieron al BCB para proveerse de recursos mediante operaciones de reporto y créditos con garantía del Fondo RAL, el ente emisor redujo las tasas de interés de estos instrumentos de crédito para facilitar el acceso a sus ventanillas de liquidez. Por otra parte, la demanda de fondos en el mercado se reflejó en incrementos sustanciales de las tasas efectivas anualizadas de operaciones interbancarias y operaciones de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores hasta 5,13% y 10,29%, respectivamente,

³ Los bancos extranjeros, pagaron a bancos nacionales entre el 4 y 8 de mayo un total de \$us118 millones, los cuales quedaron como activos externos de los bancos nacionales. Los bancos nacionales honraron la obligación pagando al sector público con su excedente de encaje en ME.

Programa monetario
Cuadro 2.1: Metas del Programa Fiscal – Financiero,
a junio 2017
 (En millones de bolivianos y dólares estadounidenses)

| | Moneda | Meta | Ejecución (p) | Margen (+) Desvío (-) |
|--|--------|--------|------------------|--------------------------|
| VARIABLES FISCALES^{1/} | | | | |
| Déficit del Sector Público (Superávit = -) | Bs | -710 | 2.393 | -3.103 |
| Financiamiento Interno al Sector Público | Bs | -6.502 | -6.403 | -99 |
| VARIABLES MONETARIAS | | | | |
| Crédito Interno Neto total | Bs | -2.831 | -2.434 | -397 |
| Crédito Interno Neto del BCB al SPNF | Bs | -6.199 | -7.412 | 1.212 |
| Reservas Internacionales Netas del BCB | \$us | 55 | -41 | -96 |

Cuadro 2.2: Ejecución del programa monetario
 (En millones de bolivianos)

| | 2016 | | 2017 | |
|---------------------------------------|----------------|---------------|---------------|--------------------------|
| | Sem I | Prog. | Sem I (p) | Margen (+) Desvío (-) |
| EMISIÓN | -3.440 | -2.452 | -2.717 | 265 |
| CRÉDITO INTERNO NETO | 9.293 | -2.831 | -2.434 | -397 |
| SECTOR PÚBLICO | -1.449 | -6.753 | -8.130 | 1.377 |
| Crédito Neto del BCB | -824 | -6.199 | -7.412 | 1.212 |
| Cuasifiscal | -625 | -554 | -718 | 165 |
| SECTOR FINANCIERO | 10.874 | 3.922 | 5.510 | -1.588 |
| d/c Regulación monetaria | -99 | 2.086 | 4.939 | -2.853 |
| OTROS | -132 | | 186 | -186 |
| RESERVAS INTERNACIONALES NETAS | -12.733 | 379 | -283 | -662 |
| (en mill.\$us.) | -1.856 | 55 | -41 | -96 |

Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: Las cifras de RIN corresponden a la variación que registra la balanza de pagos, la misma que se obtiene de las transacciones valoradas al precio de mercado de la fecha de operación; con el propósito de excluir variaciones originadas en movimientos cambiarios o de precios que no corresponden a transacciones reales

^{1/} Las metas fiscales con información a abril

(p) Cifras preliminares

luego de haberse mantenido estas entre 0,14% y 2% durante casi dos años. De esta manera, el BCB que había mantenido una posición expansiva, reaccionó con mayor intensidad a partir de febrero y adoptó medidas adicionales en operaciones de mercado abierto, créditos de liquidez y encaje legal requerido.

Las medidas adoptadas a favor de la liquidez permitieron mantener dinámico el crédito del sistema financiero al sector privado, coadyuvando a la Ley de Servicios Financieros. En particular, contribuyeron a mantener el crecimiento dinámico de la cartera de créditos al sector productivo y de vivienda de interés social. El flujo de crédito otorgado al sector privado durante el primer semestre de 2017 fue similar al récord histórico observado en 2016.

2.1.1. Programa monetario

Con excepción del CIN del BCB al SPNF, las metas del Programa Fiscal Financiero presentaron desvíos explicados principalmente por el déficit del Sector Público No Financiero (SPNF), la compra de bonos soberanos por parte de residentes y los recursos inyectados para dinamizar el crédito del sistema financiero al sector privado. El déficit del sector público y el financiamiento interno al sector público registraron desvíos por mayores gastos y menores ingresos fiscales respecto a lo programado. Por su parte, se presentó un desvío en las Reservas Internacionales Netas (RIN) no obstante la emisión de bonos soberanos, debido principalmente a las compras de estos bonos por parte de inversionistas nacionales⁴ lo que implicó un menor ingreso de recursos externos respecto a lo esperado. En el caso del Crédito Interno Neto total (CIN), además de la compra de bonos soberanos realizada por inversionistas nacionales también contribuyó al desvío el mayor dinamismo de la colocación de créditos del sistema financiero al sector privado. Por su parte, el CIN del BCB al SPNF presentó un margen importante, debido principalmente a los depósitos en cuentas en el BCB de recursos extraordinarios (Cuadro 2.1).⁵

4 Para la compra de bonos soberanos se habrían transferido recursos al exterior entre marzo y junio.

5 Recursos captados por la emisión de bonos soberanos, los pagos recibidos de Corsán – Corviam y desembolsos externos recibidos.

Las operaciones de regulación monetaria fueron más expansivas para compensar la contracción originada en transacciones de residentes con el exterior y las mayores recaudaciones tributarias, con el objetivo de mantener el dinamismo del crédito. La disminución de las RIN fue compensada parcialmente con una menor contracción del CIN, atenuando la reducción de la emisión monetaria. Respecto a similar período de 2016, destaca la significativa reducción de la pérdida de RIN y, consecuentemente la menor contracción de la emisión monetaria (Cuadro 2.2).

2.1.2. Instrumentación de la política monetaria

Operaciones de Mercado Abierto

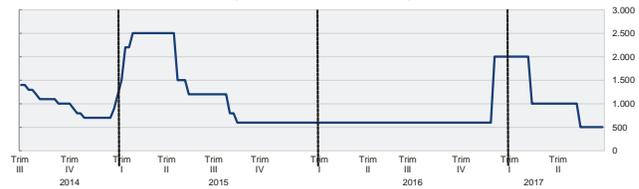
A principios de 2017 las OMA regularon los elevados niveles de liquidez registrados al cierre de la gestión anterior; a partir de marzo se realizaron importantes redenciones de títulos a fin de mantener elevados niveles de liquidez. La alta liquidez a inicios de gestión fue regulada con colocaciones netas realizadas sobre todo en enero (Cuadro 2.3). A partir de marzo, frente a la caída de la liquidez, las OMA se tornaron expansivas generándose redenciones netas, alcanzando montos importantes de redención en mayo y junio. La oferta semanal de títulos de regulación monetaria en subasta fue disminuida de Bs2.000 millones a Bs1.000 millones a fines de febrero y a Bs500 millones a mediados de mayo (Gráfico 2.1 y Cuadro 2.4). Complementado la orientación expansiva, a fines de mayo se ejerció la opción de redención anticipada de títulos reclamables por un monto de Bs1.000 millones (ver Recuadro 2.1). En este sentido, los saldos de los títulos reclamables (Gráfico 2.2) y del total de títulos de regulación monetaria descendieron de forma significativa en el semestre (Bs2.023 millones y Bs1.973 millones, respectivamente; Gráfico 2.3).

De acuerdo con la orientación expansiva de la política monetaria, las tasas de interés de los títulos de regulación monetaria se mantuvieron en niveles bajos. Desde mediados de 2014, las tasas de los instrumentos de regulación monetaria disminuyeron manteniéndose en niveles cercanos a cero en línea con la orientación contracíclica. A

Operaciones de mercado abierto
Cuadro 2.3: Operaciones de regulación monetaria
(Flujos en millones de Bs)

| | 2014 | 2015 | 2016 | Trim I | Trim II | 2017 |
|--|---------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| OMA | -3.444 | 8.307 | 2.969 | -393 | 2.366 | 1.973 |
| Colocación neta de títulos en subasta | -506 | 2.615 | 3.105 | -89 | 2.382 | 2.293 |
| Colocación neta de títulos directos a personas naturales | -814 | -125 | -136 | -304 | -16 | -320 |
| Certificados de depósitos | -2.124 | 5.817 | | | | |
| Reservas Complementarias | 1.872 | | | | | |
| Encaje legal | -6.446 | -2.667 | -333 | 80 | 3.359 | 3.439 |
| Reportos, créditos-RAL y otros | 95 | -92 | 213 | -100 | 2.097 | 1.997 |
| Regulación Monetaria | -7.923 | 5.548 | 2.849 | -414 | 7.822 | 7.408 |

Gráfico 2.1: Oferta de títulos de regulación monetaria en subasta
(En millones de Bs)



Fuente: Banco Central de Bolivia
Nota: Colocación (-); Redención (+)

Operaciones de mercado abierto
Cuadro 2.4: Oferta de títulos públicos en subasta por plazo
(En millones de Bs)

| Plazos | 2014 | | | | 2015 | | | | 2016 | | | | 2017 | |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|
| | Trim III | Trim IV | Trim I | Trim II | Trim III | Trim IV | Trim I | Trim II | Trim III | Trim IV | Trim I | Trim II | Trim III | Trim IV |
| 91 días | 20 | 150 | 150 | 50 | 50 | 150 | 150 | 150 | 200 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 182 días | 70 | 450 | 950 | 150 | 120 | 120 | 300 | 250 | 150 | 800 | 400 | 100 | 100 | 100 |
| 273 días | 210 | 500 | 900 | 200 | 150 | 150 | 100 | 100 | 150 | 600 | 300 | 200 | 200 | 200 |
| 1 año | 420 | 370 | 470 | 770 | 270 | 200 | 50 | 100 | 150 | 400 | 200 | 100 | 100 | 100 |
| 2 años | 280 | 30 | 30 | 30 | 30 | 130 | | | | | | | | |
| Oferta total | 1.000 | 1.500 | 2.500 | 1.200 | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 | 2.000 | 1.000 | 500 | 500 | 500 |

Gráfico 2.2: Letras y bonos reclamables
(Saldos en millones de Bs)

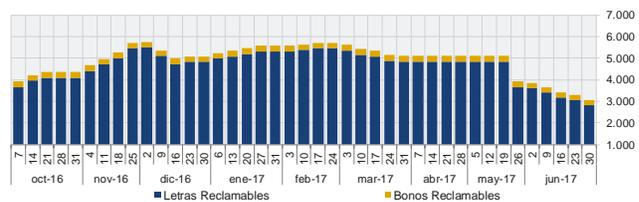
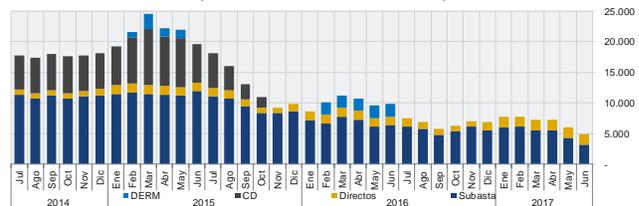


Gráfico 2.3: Títulos de regulación monetaria
(Saldos en millones de Bs)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Operaciones de mercado abierto
Gráfico 2.4: Tasa efectiva anualizada de títulos públicos de regulación monetaria
 (En porcentaje)



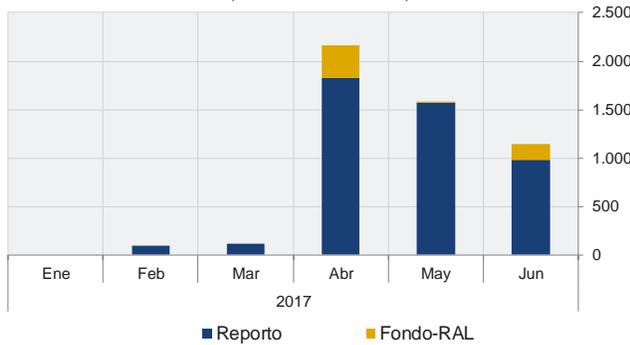
Fuente: Banco Central de Bolivia
 Nota: La tasa de 0,0005% corresponde al plazo de 2 años, cuya última adjudicación fue en noviembre de 2015; no se incluye en el gráfico

principios de año se realizaron adjudicaciones con leves incrementos de tasas, las mismas que se mantuvieron en las subastas posteriores situándose a fines del primer semestre entre 0,0005% y 0,58% (Gráfico 2.4).

Ventanillas de Liquidez

Las medidas de expansión de liquidez fueron complementadas facilitando el acceso de las entidades de intermediación financiera (EIF) a las ventanillas de créditos del BCB. Ante los bajos niveles de liquidez, a principios de abril el BCB dotó de recursos al sistema financiero mediante operaciones de reporto y créditos de liquidez con garantía del Fondo-RAL. Complementariamente, disminuyó las tasas de ambos instrumentos en 100pb⁶. En este sentido, estos créditos de liquidez alcanzaron niveles importantes en el mes de mayo, disminuyendo en el mes de junio una vez que la liquidez fue repuesta (Gráfico 2.5 y Gráfico 2.6).

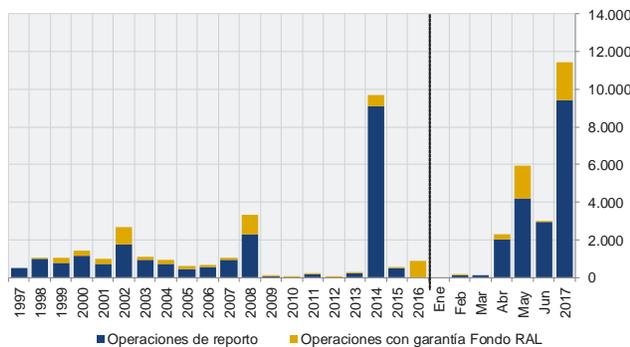
Ventanillas de liquidez
Gráfico 2.5: Saldo de Reportos y créditos de liquidez Fondo RAL
 (En millones de Bs)



Encaje legal

La instrumentación de la política monetaria a través del encaje legal continuó contribuyendo a la orientación expansiva de la política monetaria. En mayo, se realizaron modificaciones al Reglamento de Encaje Legal que se tradujeron en la disminución de las tasas de encaje en títulos tanto en MN–MNUFV como en ME–MVDOL (Resolución de Directorio N°069/2017). La modificación de la tasa en MN–MNUFV significó una inyección inmediata de recursos al sistema financiero de aproximadamente Bs820 millones (ver Recuadro 2.2).

Gráfico 2.6: Montos operados de reportos y créditos de liquidez Fondo RAL en MN
 (En millones de Bs)



Fuente: Banco Central de Bolivia

6 En la última subasta de abril, el COMA aprobó la disminución de la tasa premio de reportos en MN a 1,5%; y para créditos del Fondo-RAL a 3%. Posteriormente, luego de la liberación de recursos mediante el rescate anticipado de letras y modificaciones al encaje legal requerido (medida descrita más adelante), las tasas de créditos a corto plazo fueron incrementadas hasta su nivel anterior, 2,5% y 4,0%, respectivamente.

Con los recursos liberados de la modificación de la tasa de encaje en ME–MVDOL se constituyó el Fondo para Créditos destinados al Sector Productivo y a Vivienda de Interés Social (FCPVIS). En efecto, el 30 de mayo de 2017 se constituyó el FCPVIS con un monto aproximado de \$us349 millones (equivalente a Bs2.393 millones). Hasta junio, las EIF solicitaron recursos por Bs1.068 millones, equivalente al 44,6% del Fondo.

2.1.3 Liquidez, operaciones en el mercado de dinero e intermediación financiera

Las medidas adoptadas por el BCB permitieron reponer la liquidez hasta alcanzar niveles adecuados. En efecto, la liquidez registró una recuperación importante alcanzando a Bs7.504 millones al cierre del semestre (Gráfico 2.7). Consecuentemente, el ratio de liquidez sobre depósitos del público en el sistema financiero también se recuperó al igual que el ratio en términos del PIB (Gráfico 2.8).

La mayor liquidez indujo a que las entidades disminuyan su demanda de créditos con garantía del Fondo RAL y reportos y se produzca por tanto, una disminución en las tasas de interés en el mercado monetario. La tasa de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) en MN que se había incrementado alcanzando un máximo en la penúltima semana de mayo de 10,29%, disminuyó luego de las medidas implementadas cerrando el semestre en 5,13%; (Gráfico 2.9a). En cuanto a las tasas interbancarias, después de incrementarse en el mes de abril con fuertes fluctuaciones alcanzando su punto máximo en la segunda semana de mayo (5,13%), se redujeron hasta estar en torno a 2% en la penúltima semana de mayo. Posteriormente, se incrementaron nuevamente cerrando el semestre en torno a 4,06% (Gráfico 2.9.b).

No obstante el período de baja liquidez mencionado que derivó en incrementos en la tasa de interés pasiva, ésta se mantuvo en niveles bajos. Las tasas pasivas que habían presentado un descenso significativo desde mediados de 2014, repuntaron a partir de mayo de 2017 producto de la caída de liquidez en el sistema financiero y los aumentos de tasas observados en los mercados

Liquidez
Gráfico 2.7: Liquidez
(En millones de Bs)

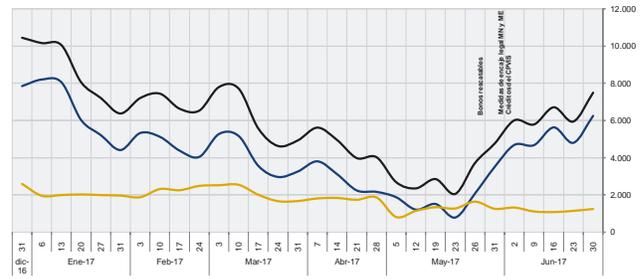
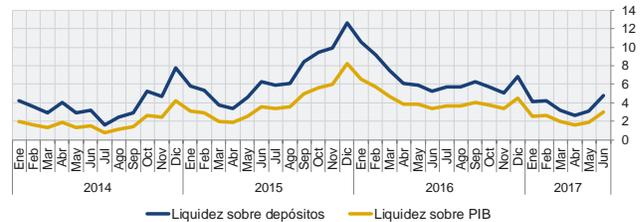
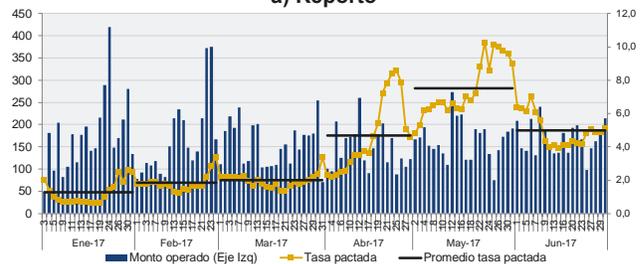


Gráfico 2.8: Ratios de liquidez
(En porcentaje)

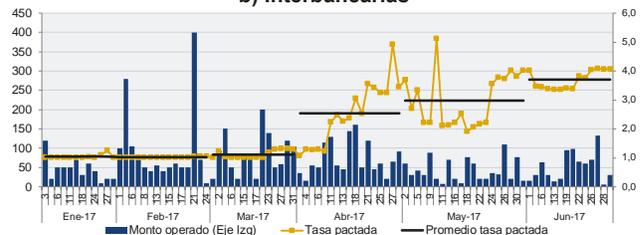


Fuente: Banco Central de Bolivia
Nota: Valor de 2017 del ratio de liquidez sobre el PIB con datos estimados de esta última variable

Operaciones en el mercado de dinero
Gráfico 2.9: Operaciones interbancarias y de reporto en la BBV en MN
(En millones de Bs y en porcentaje)
a) Reporto

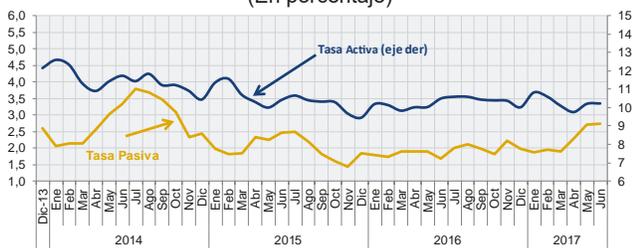


b) Interbancarias



Fuente: Banco Central de Bolivia

Liquidez y sistema financiero
Gráfico 2.10: Tasas de interés efectivas del sistema financiero
 (En porcentaje)

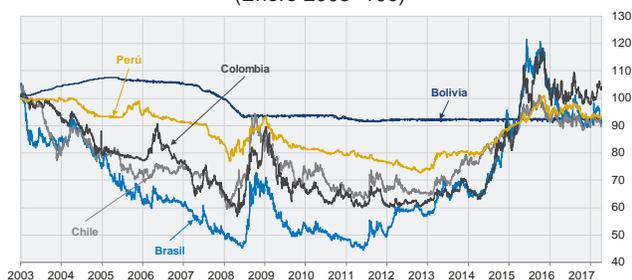


Fuente: Banco Central de Bolivia

monetarios (Gráfico 2.10). En efecto, frente a la menor liquidez las EIF reaccionaron promocionando mejores rendimientos a los depósitos. El incremento de las tasas pasivas no se reflejó en alzas proporcionales de las tasas activas, manteniéndose en niveles moderados.

Las medidas adoptadas permitieron mantener dinámico el crédito otorgado por el sistema financiero al sector privado. Ante los bajos niveles registrados de la liquidez a mediados del semestre, las medidas realizadas por el BCB permitieron preservar niveles adecuados de liquidez, manteniendo la expansión de la cartera de créditos al sector privado, que se analiza en el Capítulo 3. El flujo acumulado del crédito al sector privado en el primer semestre de 2017 alcanzó un nivel similar al récord histórico de 2016, situándose la tasa de crecimiento interanual en torno a 14%. En este sentido, los esfuerzos contracíclicos se han reflejado en mantener niveles de excedente de encaje que garanticen una adecuada expansión del crédito, han promovido la inversión y el consumo, factores que incidieron en el buen desempeño de la actividad económica en las últimas gestiones.

Gráfico 2.11: Tipos de cambio nominal en la región: 2003-junio 2017
 (Enero 2003=100)



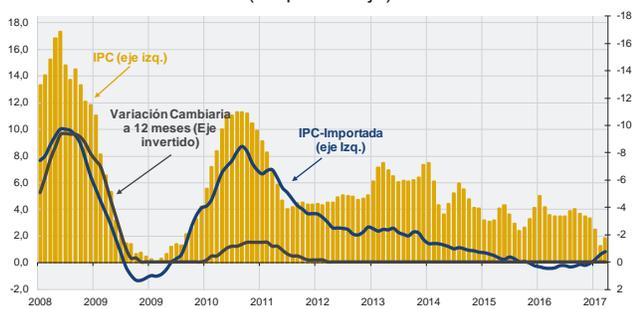
Fuente: Banco Central de Bolivia – Bloomberg

2.2. Política cambiaria

2.2.1. Orientación de la política cambiaria

En un contexto regional de paridades cambiarias volátiles, la política de estabilidad del tipo de cambio ancló las expectativas del público sobre el valor del dólar, permitió mantener baja la inflación y favoreció la orientación expansiva de la política monetaria. En efecto, el comportamiento de las paridades cambiarias de los principales socios comerciales muestra una trayectoria errática en los últimos años, afectada en gran medida por el proceso de normalización de las tasas de interés por parte de la FED en EE.UU. Por el contrario, la estabilidad del tipo de cambio en Bolivia guió las expectativas de la población acerca de la tasa de cambio del boliviano frente al dólar; asimismo, esta orientación estuvo en línea con el escenario de bajas presiones inflacionarias externas (Gráfico 2.11 y 2.12). Cabe destacar también que, sin la volatilidad que exhibieron otros países, la paridad de la moneda nacional respecto al dólar en términos nominales no presenta desfases significativos con los movimientos de las paridades de otras monedas.

Gráfico 2.12: Tipo de cambio, inflación interanual e importada
 (En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

La política de estabilidad cambiaria continuó contribuyendo al proceso de Bolivianización.

La orientación de la política cambiaria, junto con el mantenimiento de otras medidas, como el spread entre el tipo de cambio de venta y compra de dólares estadounidenses, fue determinante en el avance y consolidación de la Bolivianización de la economía (Gráfico 2.13). El anclaje de las expectativas sobre la tasa de cambio de bolivianos por dólar fue decisivo para la consolidación de la moneda doméstica como principal medio de pago, depósito de valor y unidad de cuenta.

La estabilidad del tipo de cambio nominal no ha generado desalineamientos del tipo de cambio real respecto de su nivel de largo plazo determinado por sus fundamentos. Durante el primer semestre del año, las bajas tasas de inflación en Bolivia, y las apreciaciones nominales de las monedas de los socios comerciales (luego de un período de elevadas depreciaciones) llevaron a una depreciación real del boliviano. En este sentido, el tipo de cambio real de Bolivia se mantiene acorde con su nivel de equilibrio de largo plazo (Gráfico 2.14).

2.2.2. Límites a las inversiones en el exterior y comisiones por transferencias de divisas

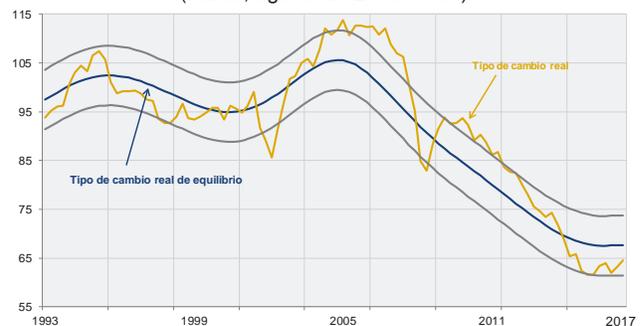
Se implementaron medidas adicionales para complementar la orientación expansiva de la política monetaria y ralentizar el flujo de divisas al exterior. La Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS), mediante Resolución Administrativa APS/DJ/UI/N° 464/2017 del 19 de abril de 2017, modificó el Reglamento de Inversiones de los recursos de los Fondos del Sistema Integral de Pensiones y el Fondo de Capitalización Colectiva, con el objeto, entre otros, de establecer un límite a la inversión directa o indirecta de los recursos de los Fondos del Sistema Integral de Pensiones en valores representativos de deuda emitidos en el extranjero por el TGN de Bolivia de 10% del monto total de cada emisión a través de los intermediarios contratados por el MEFP. Asimismo, en dos ocasiones en 2017 el BCB decidió incrementar la comisión por transferencias de fondos al exterior que las EIF realizan a través del ente emisor hasta 2,0%. Estos esfuerzos tienen el objeto de complementar la orientación expansiva de la política monetaria direccionando algunos recursos localizados en el exterior hacia la economía nacional, aspecto que contribuiría también a las expectativas

Gráfico 2.13: Tipo de cambio oficial y Bolivianización del sistema financiero
(En bolivianos por dólar y porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 2.14: Tipo de cambio real y tipo de cambio real de equilibrio
(Índice, agosto de 2003 = 100)



Fuente: Banco Central de Bolivia

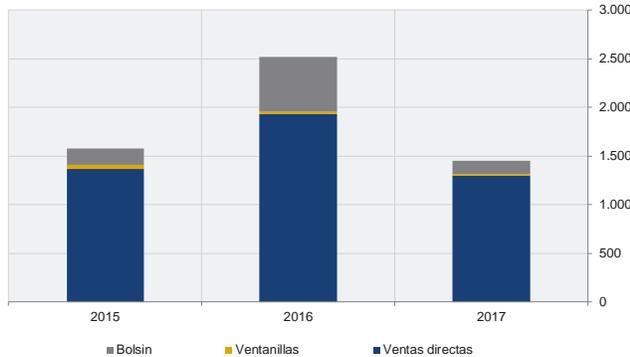
Nota: El modelo para la estimación del tipo de cambio real de equilibrio, considera como determinantes a los términos de intercambio, la política comercial aproximada por la apertura comercial y el gasto público

de los agentes sobre los esfuerzos de dinamización de la economía.

2.2.3. El Bolsín y la venta directa de dólares estadounidenses del BCB

Los diferentes mecanismos de venta de divisas que mantiene el BCB contribuyen a la confianza del público en la solidez externa del país; en este sentido, tanto las expectativas como las cotizaciones en el mercado informal de divisas se mantienen acordes al tipo de cambio oficial. Asimismo, los déficits comerciales y las transferencias netas de las EIF al exterior presentan notorias reducciones. Todo ello se tradujo en menores ventas de dólares por parte del BCB (Gráfico 2.15). Este resultado sería más destacable si no se toma en cuenta las compras de bonos soberanos por parte de residentes que implicó una mayor demanda de divisas entre marzo y abril. Como en años anteriores, la demanda de divisas fue atendida en mayor medida a través del mecanismo de ventas directas.

Gráfico 2.15: Venta de dólares estadounidenses del BCB por modalidad
(En millones de dólares estadounidenses)

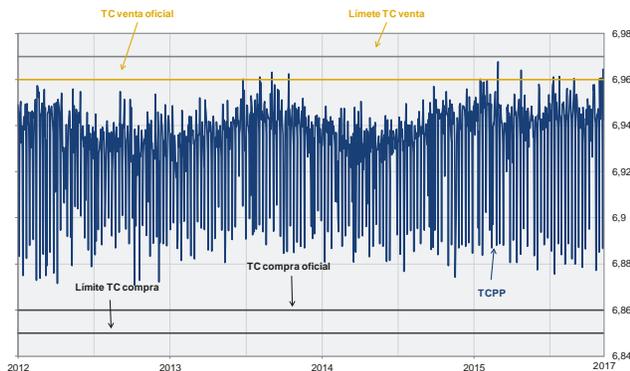


Fuente: Banco Central de Bolivia
Nota: Datos al primer semestre de cada año

2.2.4. Tipo de cambio de operaciones entre las EIF y sus clientes

La tasa de cambio de las transacciones de compra y venta de dólares estadounidenses realizadas entre las EIF y sus clientes fluctuó dentro de la banda definida por la autoridad monetaria. El Tipo de Cambio Promedio Ponderado (TCPP) de las operaciones estándar y preferenciales entre las entidades financieras y sus clientes, registró niveles variables acotados por la banda definida por el tipo de cambio oficial de venta más un centavo y el de compra menos un centavo (Gráfico 2.16)⁷.

Gráfico 2.16: Tipos de cambio oficiales y del sistema financiero
(En bolivianos por dólar estadounidense)



Fuente: Banco Central de Bolivia

2.3. Otras medidas para el control de la inflación

El Órgano Ejecutivo emitió una serie de disposiciones que coadyuvaron en el control de precios de bienes y servicios de la canasta familiar. Entre las medidas más relevantes se mencionan a las siguientes:

- Resolución bi-ministerial N°001/2017 del Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía

⁷ Mediante Resolución de Directorio N°063/2013, se establece un tipo de cambio máximo de venta de dólares, así como el tipo de cambio mínimo de compra de dólares.

Plural (MDPyEP) y el Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT) del 5 de enero, en la que se establece bandas de precios de leche cruda por zona lechera para la producción, y bandas de precios de productos lácteos seleccionados para el consumidor final.

- Decreto Supremo N°3054 de 18 de enero, se incrementó el precio base que EMAPA pagará a los productores agrícolas de maíz por bolsa de 46Kg que entreguen hasta el 31 de diciembre de 2017.
- Ley N°923 de 29 de marzo, declaró al 21 de noviembre de cada año como el “Día Nacional del Consumo de Alimentos Ecológicos para el Vivir Bien”, estableciendo que el Órgano Ejecutivo a través de las carteras correspondientes coordinará con los Gobiernos Autónomos Departamentales, Municipales, Regionales e Indígena Originario Campesinos, la promoción, concientización, difusión educativa y fomento al consumo de alimentos naturales.
- Decreto Supremo N°3127 de 29 de marzo, se liberalizó la exportación de soya a 300.000Tn adicionales, previa verificación del abastecimiento del mercado interno.
- Resolución bi-ministerial N°010/2017 de 18 de abril, el MDPyEP y el MDRyT aprobaron el Reglamento para la Emisión de Certificados de Abastecimiento Interno y Precio Justo, norma que garantiza la provisión interna de alimentos con carácter previo a la exportación.
- Ley N° 947 de 11 de mayo, mediante la cual se crea el Programa de Acceso a Materias Primas a Precio Justo para la compra en el mercado interno y/o la importación de materias primas e insumos estratégicos de las micro y pequeñas empresas del país, lo cual se reflejará en los precios finales al consumidor.
- Ley N° 952 de 23 de mayo, se amplió el plazo hasta el 31 de diciembre de 2017 del registro al Programa de Producción de Alimentos y Restitución de Bosques.
- El MDPyEP realizó la entrega en enero de equipo tecnológico para el acopio de leche a 7 organizaciones de productores lecheros de la cuenca lechera del Departamento de La Paz.

- A fines del mes de marzo, y dando continuidad al Programa Nacional de Agricultura Urbana y Periurbana (PNAUP), el MDPyEP dio inicio a 4 proyectos de agricultura urbana y periurbana en los municipios de Sipe Sipe, Sacaba, Vinto y Colcapirhua del Departamento de Cochabamba.

La Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA) llevó a cabo distintas acciones que coadyuvaron con la estabilidad de precios. En la segunda quincena del mes de enero se inauguró la segunda sucursal a nivel nacional de supermercados EMAPA en la ciudad de Cochabamba. Adicionalmente, a principios de año se inauguró la ampliación de dos silos, uno ubicado en el municipio de Cuatro Cañadas y otro en el municipio de San Pedro de Yapacaní en el Departamento de Santa Cruz. La ampliación de almacenaje permitirá elevar el acopio desde 50 mil toneladas hasta 86 mil toneladas de granos en cada silo.

Finalmente, con el objeto de fortalecer las medidas precedentes, otras instituciones públicas llevaron a cabo diferentes acciones para contribuir a la estabilidad de precios. El Servicio de Desarrollo de las Empresas Públicas Productivas (SEDEM) y la Empresa Pública Productiva PAPELBOL realizaron el lanzamiento de productos de papel reciclado, firmando convenios con empresas privadas para la provisión de este producto, que tiene un menor precio que el papel convencional y genera menores costos ambientales. En la primera semana del mes de junio, el MDPyEP y la Empresa Estratégica de Producción de Semillas (EEPS) dependiente de SEDEM inauguraron en el municipio de Montero la primera Planta Beneficiadora de Semilla y Grano Comercial que reforzará la seguridad alimentaria mediante la disponibilidad de semillas y granos de buena calidad y a precio justo.

2.4. Políticas que contribuyen al desarrollo económico y social

2.4.1. Financiamiento del BCB a las EPNE

En el primer semestre de 2017 el financiamiento a las EPNE estuvo dirigido principalmente a proyectos de la Empresa Nacional de Electricidad (ENDE) y Yacimientos de Litio Boliviano (YLB). En el marco de las leyes aprobadas para el efecto, el BCB continuó otorgando financiamiento a las

EPNE para el desarrollo de proyectos productivos estratégicos que contribuyen a la seguridad energética y alimentaria del país. En el primer semestre de 2017 el BCB desembolsó Bs2.117,3 millones para el financiamiento de proyectos de ENDE, YLB (recientemente transformada en la empresa Yacimientos de Litio Boliviano - YLB⁸), Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos (EBIH) y Empresa Azucarera San Buenaventura (EASBA), que tienen carácter estratégico para la diversificación productiva, la soberanía energética, seguridad alimentaria y la industrialización de los recursos naturales. Los recursos fueron destinados a los proyectos “Ciclos Combinados Planta Termoeléctrica del Sur”, “Desarrollo Integral Salmuera Salar de Uyuni Fase II”, “Planta Solar Uyuni - Potosí”, “Hidroeléctrica San José, Líneas de Transmisión y Subestaciones Asociadas”, “Planta Solar Yunchara - Tarija”, “Línea de Transmisión Anillo Energético del Sur”, “Planta de Tuberías y Accesorios para Redes de Gas Natural-El Alto” y el segundo y tercer crédito extraordinario a EASBA.

2.4.1.1. Avances en la industrialización de los hidrocarburos

Las Plantas Separadoras de Líquidos (PSL) Carlos Villegas Quiroga y Río Grande generaron ingresos por la comercialización de GLP y gasolinas, abasteciendo al mercado interno y generando excedentes para la exportación⁹.

Hasta junio de 2017, ambas plantas comercializaron aproximadamente 142,0 mil Tn de GLP, de las cuales 95,9 mil Tn se destinaron al mercado interno, representando el 68% del total. Este abastecimiento permitió un ahorro de \$us6,9 millones por la sustitución de importaciones. Por otro lado, estas plantas comercializaron más de 205,8 mil barriles de gasolina estabilizada; además de 73,2 mil barriles de gasolina rica en isopentanos, de los cuales la PSL Carlos Villegas Quiroga comercializó alrededor del 97%. Cabe destacar que ambas plantas contribuyeron a la generación de alrededor de 254 empleos directos.

8 Bajo tuición del Ministerio de Energía, en sustitución de la Gerencia Nacional de Recursos Evaporíticos que dependía de COMIBOL (Ley N° 928 de 27 de abril de 2017).

9 En base al Informe Técnico de YPFB: GGPQ-CI-289/2017 de fecha 17 de julio de 2017.

La planta de Urea y Amoníaco en la localidad de Bulo Bulo de Cochabamba que actualmente se encuentra en un período de pruebas técnicas para el arranque y puesta en marcha, agregará valor al gas natural para generar excedentes y promover el desarrollo integral del sector de hidrocarburos, coadyuvando a su vez con la seguridad alimentaria. Esta planta tiene una capacidad de producción de 2.100 Tn diarias de urea granulada y 1.200 Tn diarias de amoníaco. Se espera que esta producción permita abastecer el mercado interno, sustituyendo las importaciones de fertilizantes y precautelando a la vez la seguridad alimentaria y la promoción del desarrollo agroindustrial en Bolivia. Asimismo, se prevé que en el segundo semestre del año se tengan importantes ingresos por concepto de exportaciones. Desde el inicio de la construcción de la obra hasta su culminación se han generado aproximadamente 8.000 empleos entre directos e indirectos.

La planta de producción de tuberías y accesorios para redes de gas natural ubicada en la ciudad de El Alto, producirá tuberías y accesorios de polietileno de alta densidad para instalación de redes secundarias de gas natural, agua potable y sistemas de riego. Con un importante avance físico de 48,5% hasta mayo de 2017 y la culminación de la planta de procesamiento prevista para fines de esta gestión, desde 2018 se espera cubrir la demanda del mercado interno (100.000 instalaciones de gas natural domiciliario, agua potable y riego en todo el territorio nacional), y posteriormente dirigir su producción al mercado externo. Con la implementación de esta planta, se pretende lograr la generación de aproximadamente 150 empleos directos y alrededor de 5.000 empleos indirectos.

2.4.1.2. Avances en seguridad energética

Con la refundación y nacionalización de ENDE en 2008 y 2010, el Estado ha realizado importantes inversiones en diferentes proyectos de la cadena productiva de la industria eléctrica para la diversificación de la matriz productiva. La implementación de estos proyectos permitirán satisfacer de manera plena a la demanda interna, incorporar a comunidades alejadas al Sistema Interconectado Nacional (SIN), abastecer de energía a los megaproyectos del sector público y generar de

manera sostenida excedentes para su exportación, posicionando al país como el corazón energético de América del Sur de acuerdo a los objetivos del Plan de Desarrollo Económico y Social (PDES) 2016-2020 y la Agenda Patriótica 2025.

Con la implementación de las hidroeléctricas de San José en Cochabamba y Miguillas en La Paz se expandirá la generación de energía eléctrica.

Ambos proyectos son considerados como los más ventajosos dentro del Plan Óptimo de Expansión del SIN y constituyen una importante contribución a la diversificación de la matriz energética del país. El primer proyecto aportará al SIN 124 MW y el de Miguillas 203 MW. A mayo de 2017, el proyecto de San José tiene un avance físico de 61% y genera 850 puestos de empleo directo y 200 de empleo indirecto. Por su parte, el proyecto de Miguillas, a la misma fecha, tiene un 8,15% de avance físico y genera empleo directo para 400 personas y empleo indirecto para 1.400 personas. Asimismo, ambos proyectos realizan la construcción de caminos de acceso para las comunidades donde son emplazados.

Asimismo, se vienen ejecutando importantes proyectos de energías alternativas para diversificar la matriz energética del país, tales como las plantas solares fotovoltaicas Yunchara en Tarija y Uyuni en Potosí. Ambos proyectos incrementarán la capacidad de generación eléctrica en alrededor de 65 MW. A mayo de la presente gestión, estos tienen un avance físico de 29,7% y 9,8%, respectivamente. Se estima que cada uno de estos proyectos generará más de 200 empleos entre directos e indirectos.

La ampliación de las plantas de ciclos combinados como la Planta Termoeléctrica del Sur en Tarija, Entre Ríos en Cochabamba y Warnes en Santa Cruz permitirá generar excedentes de energía para su exportación. De manera conjunta estos proyectos incorporarán al SIN alrededor 1.020 MW. A mayo de la presente gestión, los mismos tienen un avance físico de 48,7%, 43,3% y 46,9%, respectivamente. Por otra parte, los tres proyectos generan de manera directa 32 puestos de trabajo y de forma indirecta 205 empleos.

A partir de 2015, el país está encarando importantes proyectos de construcción de líneas de transmisión, entre los que destacan Juana

Azurduy de Padilla Bolivia – Argentina, Anillo Energético del Sur, La Bélgica – Los Troncos, Warnes – Las Brechas, y San José II – Santiviáñez.

El proyecto Juana Azurduy de Padilla Bolivia – Argentina dotará al país de la capacidad física adecuada para la exportación de energía eléctrica de Bolivia hacia ese país. Este proyecto comprende dos etapas: la primera consiste en la construcción del tramo boliviano subestación Yaguacua - frontera Argentina y el segundo tramo desde este punto hasta la subestación San Juancito en Argentina. En el caso del proyecto “Anillo Energético del Sur”, se espera que proporcione mayor cobertura de energía eléctrica al área sur del SIN, además de satisfacer la demanda de la industria del Litio, de la fábrica de cemento proyectada por la Empresa Pública Productiva de Cementos Bolivia (ECEBOL) y de importantes proyectos de la industria minera. En cuanto al proyecto La Bélgica - Los Troncos, extenderá el Sistema Troncal Interconectado hacia el norte de Santa Cruz para cubrir la demanda del sistema aislado Misiones. El proyecto Línea Warnes – Las Brechas constituye el primer tramo de un anillo de 230 KV alrededor de la ciudad de Santa Cruz, que permitirá reducir la dependencia de la demanda del área oriental del SIN. Con excepción de los dos primeros, todos estos proyectos tienen un avance físico superior al 60% y la generación de empleo directo supera los 1.300 puestos de trabajo.

2.4.1.3. Avances en la industrialización del Litio

Según el PDES 2016-2020 y la Agenda Patriótica 2025, la industrialización de los recursos evaporíticos es prioridad nacional, siendo YLB la responsable de la implementación del proyecto integral de industrialización del litio en el Salar de Uyuni¹⁰. El proyecto consta de tres fases: la primera se concluyó en 2013 con la implementación de plantas Piloto de Sales de Potasio y Carbonato de Litio; la segunda consiste en la producción industrial de sales básicas, principalmente Cloruro de Potasio y Carbonato de Litio, además de Magnesio y Boro; y la tercera comprende la producción de materiales catódicos, electrolitos y baterías de ion Litio, que constituirían la consolidación del primer eslabón de la industrialización de los recursos evaporíticos del Salar de Uyuni. Al primer semestre de 2017 la

¹⁰ De acuerdo al Informe Técnico YLB-DPE-INF: 003/2017 de 19 de julio de 2017.

implementación y puesta en marcha de la Planta Industrial de Sales de Potasio cuenta con un avance físico de 70%, que incluye avances en obras civiles y en las gestiones de fabricación de equipos. En cuanto a la tercera fase, la implementación de la Planta Piloto Baterías de Litio tiene un avance de 60%.

En la etapa de pilotaje, hasta junio de 2017 se comercializó 4.140 Tn de cloruro de potasio, 2.988 Tn de cloruro de magnesio, 39,3 Tn de carbonato de litio y 357 Tn de cloruro de sodio. En cuanto a la generación de empleo, la segunda fase del proyecto (producción) generó 240 empleos directos y 520 empleos indirectos; por su parte, la tercera fase (industrialización) 65 empleos directos y 80 puestos de trabajo indirectos.

2.4.1.4. Avances en seguridad alimentaria

El BCB, en aplicación de la Ley N° 50 concedió financiamiento a EASBA para la implementación de la planta industrial azucarera y el cultivo de caña de azúcar, que constituye un importante aporte a la seguridad alimentaria del país¹¹. Los créditos otorgados por el BCB a EASBA desde 2012 a la fecha ascienden a Bs1.832.3 millones y están destinados a la implementación de la planta industrial azucarera y la producción de caña de azúcar en San Buenaventura. La ejecución física de la planta a junio de 2017 tiene un avance de 98,2% y las obras civiles anexas un 95,4%.

En cuanto a la producción de caña de azúcar hasta 2016 se plantó 1.467,6 ha; 1.287,63 ha en predios de EASBA y 179,97 ha en los predios de las comunidades. Esta empresa ha generado 394 puestos de trabajo directo y 657 a través de empresas contratistas, y benefició a 101 familias de más de seis comunidades con la prestación de servicios agrícolas, capacitación y asistencia técnica para la producción de caña de azúcar. La primera zafra comercial en San Buenaventura realizada en 2016 tuvo un rendimiento de 60 Tn/ha, mayor al promedio nacional de 43,7 Tn/ha. En las gestiones 2016 y 2017, más del 66% de la producción de azúcar (60.134 qq) se comercializó en el departamento de La Paz y el saldo a los departamentos de Beni, Pando, Oruro y Potosí.

¹¹ Según Informe Técnico EASBA-DP/IT/N° 003/2017 de fecha 11 de julio de 2017.

2.4.2. Préstamo del BCB para constitución de un Fideicomiso para el financiamiento de contrapartes locales

Fueron importantes los créditos otorgados a las gobernaciones a través del Fideicomiso del FNDR con el fin de financiar contrapartes locales en proyectos que dinamizan la inversión pública. En este semestre se ampliaron los desembolsos a municipios. En el primer semestre de 2017 el BCB desembolsó Bs324 millones al FNDR para los Gobiernos Autónomos Departamentales del Beni, Santa Cruz, Chuquisaca, Potosí, Cochabamba, Tarija y Oruro y para los Gobiernos Autónomos Municipales de San Lorenzo – Tarija, Punata – Cochabamba y Buena Vista – Santa Cruz. A su vez, el BCB recibió pagos de principal por Bs32 millones. Esta acción fue coordinada con el Órgano Ejecutivo, a través del MEFP y el MPD, y los recursos desembolsados se destinaron a financiar las contrapartes locales de proyectos de infraestructura fundamentalmente.

Cuadro 2.5: Beneficiarios del BJA 2009-2017
(En personas)

| Grupo beneficiario | Número |
|-----------------------------|------------------|
| Madres | 792.741 |
| Niños(as) menores de 2 años | 1.052.013 |
| TOTAL | 1.844.754 |

Fuente: Unidad Ejecutora BJA - Ministerio de Salud y Deportes
 Nota: Número de beneficiarios hasta el 30 de junio de 2017

2.4.3. Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy

El BCB, en el marco de su contribución a programas de protección social y de redistribución del ingreso, durante el primer semestre de 2017 transfirió Bs115 millones para el pago del BJA. Este beneficio tiene el propósito de reducir la mortalidad materna-infantil y la desnutrición crónica en niños menores de dos años que no cuentan con el seguro social de corto plazo. Entre 2010 y el primer semestre de 2017, el BCB transfirió al TGN Bs960 millones para el financiamiento de este bono. Desde su puesta en vigencia (mediante Decreto Supremo N° 066 de abril de 2009) hasta junio de la presente gestión, el número de beneficiarios alcanzó a un total de 1.844.754 madres, niños y niñas (Cuadro 2.5); los recursos provienen de los rendimientos generados por la inversión de las RIN que administra el BCB. De este total Bs115 millones fueron entregados durante el primer semestre de 2017.

2.4.4. Financiamiento de FINPRO para emprendimientos productivos

Los financiamientos otorgados por FINPRO¹² se destinaron en el primer semestre de 2017 principalmente a ECEBOL para la construcción de la planta de cemento en los departamentos de Oruro y Potosí. De los \$us129 millones desembolsados, Bs108 millones fueron para ECEBOL (Oruro y Potosí), Bs14 millones para ENVIBOL y Bs3 millones para PROMIEL y LACTEOSBOL, respectivamente. Es de destacar que el BCB, luego de haber apoyado a la constitución de este fondo, no interviene en la aprobación y ejecución de estos créditos, ya que dichos recursos son administrados por el Banco de Desarrollo Productivo (BDP) y aprobados mediante Decreto Supremo.

2.4.5. Financiamiento del BCB a “Mi Teleférico”

En el primer semestre de 2017, no se realizaron desembolsos al Programa “Mi Teleférico”. Este ha sido concebido como una nueva alternativa para el desarrollo de la infraestructura urbana que facilita el transporte de personas. Resalta como el medio de transporte urbano más largo en el mundo, su característica de ser ecológicamente eficiente y su atractivo turístico único dado que permite observar la ciudad desde una perspectiva aérea.

2.4.6. Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias

El BCB apoya la generación de ahorro, ofreciendo a pequeños ahorristas una opción financiera con rendimientos más atractivos que los del sistema de intermediación. Con el propósito de incentivar el ahorro del pequeño ahorrista y postergar gastos de consumo que coadyuven a contener presiones en los precios, en ciertos periodos de mayores ingresos como a fines de año, a partir de 2007 el BCB realiza colocaciones directas de títulos a personas naturales, democratizando el acceso a instrumentos de regulación monetaria. Estos títulos otorgan rendimientos atractivos y estimulan a que

¹² El FINPRO fue creado mediante Ley N° 232 de 9 de abril de 2012, con el propósito de financiar emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes y empleo llevados a cabo por empresas públicas u otras que se conformen con participación mayoritaria del Estado; es administrado bajo la forma de fideicomiso por el Banco de Desarrollo Productivo (BDP) y fue constituido con \$us1.200 millones otorgados por el BCB, compuesto por una transferencia no reembolsable de \$us600 millones y un crédito de \$us600 millones.

las entidades mejoren las condiciones de ahorro que ofrecen por la competencia inducida, favoreciendo al ahorro y la bancarización¹³. Desde el 2 de diciembre de 2016 hasta el 31 de enero de 2017, el BCB puso a disposición del público una nueva emisión del Bono Navideño con una tasa de rendimiento de 7% a plazos de 2 y 8 meses y un monto máximo de Bs250 mil por titular. Por su parte, continuó vigente la oferta de los bonos BCB directo con tasas de 3,75%, 4,5% y 6% a 91, 182 y 364 días, respectivamente, y un monto máximo de Bs100 mil por titular.

2.4.7. Política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución del ingreso

La política de estabilidad del tipo de cambio apoyó al crecimiento y a la redistribución del ingreso en Bolivia. La política cambiaria contribuyó a la estabilidad de la economía al mantener ancladas las expectativas sobre el valor futuro del dólar. Asimismo, fue importante en la reducción o mantenimiento de los costos de los insumos y bienes de capital de origen externo. Por otra parte, no condujo a repuntes inflacionarios de origen externo, los cuales podrían haber afectado en mayor medida a las familias de escasos recursos al haber ocasionado el encarecimiento de los bienes de consumo importado.

De igual manera, la política cambiaria favoreció la posición competitiva de la economía y, al igual que en gestiones anteriores, promovió la reducción de la pobreza y la desigualdad, apoyada por la orientación expansiva de la política monetaria, que al haber mantenido las tasas de interés en niveles bajos, actuó en beneficio de los sectores urbanos no transables (servicios y construcción) que emplean trabajadores con baja calificación y salarios bajos.

2.4.8. Políticas para incentivar la Bolivianización

La Bolivianización genera distintos beneficios para la economía y la población en general. Por un lado, mejora la efectividad de las políticas, aumenta los ingresos del país, permite implementar políticas para mitigar choques externos y fortalece la estabilidad del sistema financiero. En el segundo caso, disminuye costos para la población y facilita las transacciones.

¹³ De acuerdo a encuestas realizadas por el BCB, para muchos clientes ésta es la primera inversión financiera que realizan, y se ha observado que al vencimiento de estos instrumentos los recursos se trasladan a las entidades de intermediación financiera.

Las políticas implementadas por el BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, impulsaron significativamente el proceso de Bolivianización. La recuperación de la soberanía monetaria fue lograda aplicando las siguientes medidas:

- Estabilidad cambiaria y otras medidas relacionadas al tipo de cambio.
- Mayores requerimientos de Encaje Legal para ME.
- Extensión de la vigencia y ampliación de la alícuota del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) a operaciones de depósito y retiro en ME.
- Colocación de títulos públicos de regulación monetaria y de política fiscal exclusivamente en MN.
- Determinación de límites a la posición de cambios que evita el descalce de monedas en las EIF al mantener el control necesario sobre la tenencia de activos y pasivos en ME.
- Provisión oportuna de material monetario con mayores medidas de seguridad.
- Títulos directos colocados en MN a pequeños ahorristas con rendimientos atractivos, que compiten con los productos financieros de las EIF.
- Un conjunto amplio de acciones de comunicación y educación, en las que se destacan los beneficios de la Bolivianización.
- Diferencial de tasas de interés pasivas en MN respecto a las establecidas para ME. Esta medida generó rendimientos más altos para los activos financieros denominados en bolivianos.
- Estabilidad macroeconómica que fue decisiva para mantener la confianza de la población en la MN.

Recuadro 2.1: Redención anticipada de títulos reclamables

La política monetaria del BCB se caracteriza por su orientación contracíclica y su carácter heterodoxo. En este sentido, en el último trimestre de 2015, el BCB aprobó el procedimiento para emitir valores con opción de rescate anticipado permitiendo mejorar la capacidad de expandir la liquidez de la economía cuando sea necesario. Estos títulos, son valores que fueron emitidos a partir de diciembre de 2015 e incorporan una opción de rescate anticipado por decisión del Ente Emisor. Estas Letras (LR) y Bonos (BR) presentan un periodo de protección de 91 días, por lo que su redención antes de ese periodo no es posible. Este instrumento fue diseñado como una opción más para inyectar liquidez en la economía cuando sea requerido y en muy corto plazo.

Como se mencionó, el BCB mantiene una orientación expansiva de la política monetaria iniciada desde mediados de 2014. En este sentido, la opción de redimir anticipadamente permite al BCB precautelar el mantenimiento de niveles adecuados de liquidez y tasas de títulos públicos bajas, con el fin de sostener el dinamismo del crédito del sistema financiero y apuntalar el ritmo de la actividad económica. Este instrumento heterodoxo ya fue utilizado, consiguiéndose el resultado deseado. En efecto, la primera vez se lo utilizó en mayo de 2016 e inmediatamente se dispuso de Bs910 millones en el mes; Bs480 millones el 12 de mayo y Bs430 millones el 27 de mayo. Por su parte, en 2017 complementado la orientación expansiva, el 26 de mayo se ejerció nuevamente la opción de redención anticipada por un monto de Bs1.000 millones, reduciendo el saldo de estos títulos. Al 30 de junio de 2017 se dispone de Bs3.066 millones que pueden ser rescatados cuando sea requerido.

Recuadro 2.2: Modificaciones al Reglamento de Encaje Legal

El encaje legal es la proporción de los depósitos de personas naturales y jurídicas que las entidades de intermediación financiera (EIF) deben mantener como reserva, en el BCB o en sus cajas. Esta reserva tiene como objetivo resguardar una porción de los depósitos del público, para su uso en caso de necesidades excepcionales. En los últimos años, el BCB utilizó este instrumento para fines de política monetaria, además de promover la Bolivianización e incentivar la colocación de cartera total y productiva en MN.

En este sentido, en mayo de 2017, se realizaron modificaciones al Reglamento de Encaje Legal que contribuyeron a la orientación expansiva de la política monetaria que se viene implementando desde mediados de 2014. Asimismo, se mantuvo el uso de los Fondos en Custodia en cualquier plaza hasta el 50% del requerimiento de encaje legal en efectivo para MN - MNUFV; y hasta el 40% para ME - MVDOL.

La Resolución de Directorio N° 069/2017 de 22 de mayo aprueba el Reglamento de Encaje Legal que tiene dos implicaciones sustanciales:

- La primera contempla la disminución de las tasas de encaje en títulos en MN-MNUFV en 1pp que significó una inyección inmediata de aproximadamente Bs820 millones.
- La segunda consiste en la disminución de las tasas de encaje para ME-MVDOL en 10pp, con cuyos recursos se crea el Fondo para Créditos destinados al Sector Productivo y a Vivienda de Interés Social (FCPVIS; Cuadro 2.6).

En cuanto al monto liberado de recursos en ME – MVDOL por la disminución de la tasa de encaje en títulos, éstos sirvieron para constituir el FCPVIS el 30 de mayo de 2017 con un monto aproximado de \$us349 millones (equivalente a Bs2.393 millones). Estos recursos pueden ser utilizados como garantía para solicitar préstamos de liquidez en MN al BCB, a una tasa de interés de 0%, con el objetivo de incrementar la cartera de créditos destinada al sector productivo y a vivienda de interés social. Para el caso de las cooperativas de ahorro y crédito abiertas se considera la cartera bruta total. A fines de junio de 2017, las EIF han solicitado recursos por Bs1.068 millones.

Con relación a los préstamos de liquidez estos pueden ser solicitados desde la constitución del FCPVIS, el 30 de mayo hasta el 28 de diciembre de 2017 y tendrán como fecha de vencimiento el 30 de enero de 2018, no pudiendo ser cancelados anticipadamente. En la fecha mencionada, dicho fondo en ME será de libre disponibilidad de las EIF y éstas podrán cancelar los créditos obtenidos del BCB en MN.

En la primera semana de cada mes, se comparará el saldo de créditos destinados al sector productivo y a vivienda de interés social en MN de cada EIF con relación al saldo del 30 de abril de 2017 proporcionado por la ASFI. Si la diferencia es menor a los préstamos acumulados concedidos por el BCB, se pagará el interés de la tasa de reporto en MN de la fecha de evaluación por dicha diferencia hasta que la EIF la haya subsanado. Esta evaluación se realizará con cortes de cada fin de mes. Con datos a junio de 2017, las EIF solicitaron créditos equivalentes al 45% de los recursos del Fondo (Cuadro 2.7), contribuyendo a la orientación expansiva de la política monetaria y al dinamismo de la economía con énfasis en el sector productivo y de vivienda de interés social.

Cuadro2.6: Tasas de Encaje Legal
(Como porcentaje de las obligaciones sujetas al encaje)

| Tipos de depósitos | Moneda Nacional y UFV | | | Moneda Extranjera y MVDOL | | |
|---------------------------------|-----------------------|--------------------|----------------------|---------------------------|--------------------|----------------------|
| | Encaje en Títulos | Encaje en Efectivo | Total tasa de encaje | Encaje en Títulos | Encaje en Efectivo | Total tasa de encaje |
| Vista | 5 | 6 | 11 | 43 | 13,5 | 56,5 |
| Caja de ahorros | 5 | 6 | 11 | 43 | 13,5 | 56,5 |
| DPF de 30 hasta 360 días | 5 | 6 | 11 | 43 | 13,5 | 56,5 |
| DPF > a 360 días hasta 720 días | - | - | - | 43 | - | 43,0 |
| DPF > a 720 días | - | - | - | 35 | - | 35,0 |

Cuadro2.7: Créditos con garantía del FCPVIS
(En millones de Bs)

| | Saldo Al 30 junio | Límite de colocación | Márgen |
|--|-------------------|----------------------|--------------|
| Bancos | 1.058 | 2.148 | 1.090 |
| Entidades financieras de vivienda | 6 | 72 | 66 |
| Cooperativas | 3 | 154 | 150 |
| Bancos PYME | | 21 | 21 |
| TOTAL | 1.068 | 2.395 | 1.327 |

Fuente: Banco Central de Bolivia

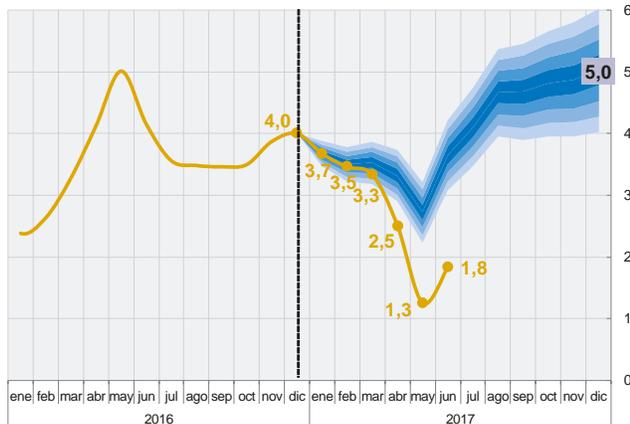
3. Resultados económicos

Hasta marzo, la inflación interanual estuvo acorde con lo esperado; sin embargo, a partir de abril, el buen año agrícola y la mayor oferta de alimentos determinaron una disminución de los precios, especialmente de la papa y el tomate. Lo anterior, junto a las expectativas dentro del rango de proyección de inflación anunciado por el BCB, la estabilidad del tipo de cambio y las variaciones moderadas de precios de los servicios provocaron una caída en la trayectoria de la inflación, por debajo del rango de proyección. La inflación acumulada en los primeros seis meses (0,14%), registró el nivel más bajo desde 2009 y el menor en la región.

En un contexto de débil recuperación económica mundial y regional, Bolivia mantuvo su fortaleza económica con un crecimiento sostenido basado en la demanda interna y sectores relacionados con las políticas fiscal y monetaria expansivas. En el primer trimestre de la presente gestión, la actividad económica creció 3,3%, una de las tasas más altas de la región. Se registraron crecimientos en la mayoría de los sectores, destacando la importante recuperación del sector agrícola. No obstante, hidrocarburos y minería presentaron contracciones, en el primer caso debido principalmente a la menor demanda de gas natural por parte de Brasil, y en el segundo, por paros por mantenimiento, además de las mayores precipitaciones pluviales que ocasionaron algunos retrasos temporales en la producción, aspectos que serían revertidos en la segunda mitad del año.

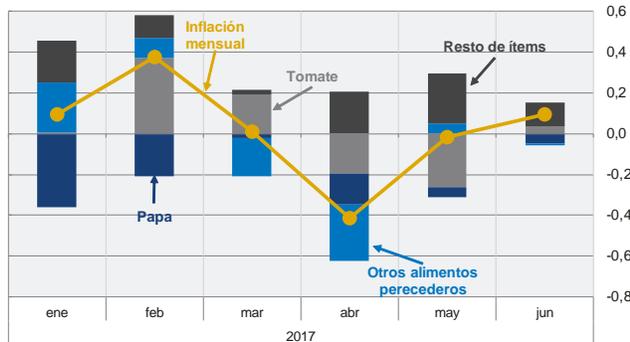
En el primer trimestre de 2017, la balanza de pagos presentó un déficit en cuenta corriente compensado por mayores flujos netos de capitales, por lo que hubo una menor necesidad de utilización de Reservas Internacionales. En la cuenta corriente destacan el incremento del valor de las exportaciones y los mayores ingresos por remesas familiares. Por su

Gráfico 3.1: Inflación interanual observada y proyectada – IPM de enero de 2017
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
 Notas: La línea dorada denota la trayectoria observada de la inflación.
 El área azul en degradación refleja el rango de proyección anunciado en el IPM de enero de 2017

Gráfico 3.2: Inflación mensual en Bolivia desagregada
(En porcentaje y puntos porcentuales)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

parte, en la cuenta financiera, la emisión de bonos soberanos del E.P de Bolivia y mayores flujos netos de Inversión Directa (ID) determinaron importantes ingresos de divisas al país.

En los primeros seis meses de 2017, los depósitos del público en el sistema financiero recuperaron su ritmo de crecimiento, sustentado por el mayor ingreso nacional. El crédito del sistema financiero al sector privado alcanzó un flujo similar al del primer semestre de 2016, que se constituye en el registro histórico más elevado, y los principales destinos de estos recursos fueron el sector productivo y de vivienda de interés social. Por tanto, las políticas coordinadas entre el Órgano Ejecutivo y el BCB para proveer liquidez y las disposiciones de la Ley de Servicios Financieros fueron determinantes para este desempeño. La Bolivianización del sistema financiero continuó profundizándose, representando el logro más destacable en el contexto regional. La solidez del sistema financiero se mantuvo, reflejada por varios indicadores.

3.1. Inflación

3.1.1. Comportamiento reciente de la inflación

En el primer trimestre de 2017, el comportamiento de la inflación interanual estuvo acorde con lo esperado; no obstante, en el segundo trimestre, la mayor oferta de alimentos ocasionó que termine por debajo del rango de proyección del IPM de enero de 2017. Durante los primeros tres meses del año, la inflación se mantuvo en el centro del rango de proyección. Posteriormente, por el buen año agrícola y mayor oferta de productos, se observó la disminución de los precios de los alimentos perecederos, especialmente de la papa y el tomate, lo que provocó una caída en la trayectoria de la inflación, debido a su alta ponderación en la canasta básica del Índice de Precios al Consumidor (IPC; Gráfico 3.1). Si bien en junio se vio un leve repunte, la inflación interanual se mantuvo por debajo del rango de proyección. Por su parte, la inflación acumulada en los primeros seis meses (0,14%), registró el nivel más bajo desde 2009 y el menor en la región.

La variación mensual del IPC se vio influenciada por una mayor producción agrícola, principalmente de productos específicos como la papa y el tomate. Condiciones climáticas favorables permitieron una alta producción agrícola interna que llevó a una caída

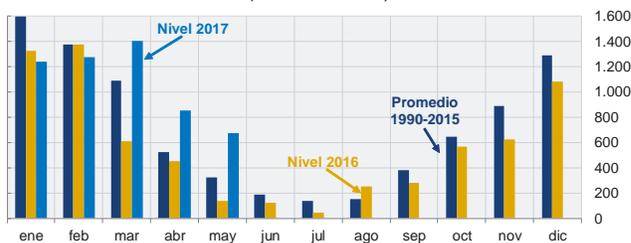
de los precios de distintos alimentos perecederos, especialmente de la papa y el tomate¹⁴ (Gráfico 3.2). Entre marzo y mayo, las precipitaciones pluviales en Bolivia alcanzaron niveles extraordinariamente elevados (Gráfico 3.3) que estuvieron en un rango (800–1.200mm) históricamente asociado con bajas tasas de inflación de alimentos. Cabe destacar que la relación entre estas variables es no lineal, puesto que cuando se vieron niveles bajos (sequías) o muy altos (inundaciones), la inflación de alimentos fue mayor¹⁵ (Gráfico 3.4).

En la primera mitad del año, no se registraron presiones inflacionarias por el lado de la demanda, lo que permitió continuar con la orientación expansiva de la política monetaria. La inflación total, luego de registrar en el primer trimestre tasas de variación interanuales por encima de los indicadores de tendencia inflacionaria¹⁶, en el segundo trimestre se situó por debajo de los mismos, debido a los factores transitorios antes descritos (Gráfico 3.5). A pesar que en los últimos meses el IPC–Núcleo e IPC–Sin alimentos mostraron un leve repunte, todavía se mantienen por debajo del rango de proyección de la inflación total (entre 4,0% y 6,0%) del IPM de Enero de 2017.

La caída en la evolución de la inflación no fue reflejo de una disminución generalizada de precios de bienes y servicios. En efecto, los porcentajes de bienes y servicios cuyos precios aumentaron y disminuyeron con relación al mes anterior se mantuvieron estables y en línea con registros de años anteriores (Gráfico 3.6).

La baja tasa de la inflación acumulada total se explica principalmente por el comportamiento de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas.

Gráfico 3.3: Nivel de precipitación pluvial en Bolivia por meses
(En milímetros)



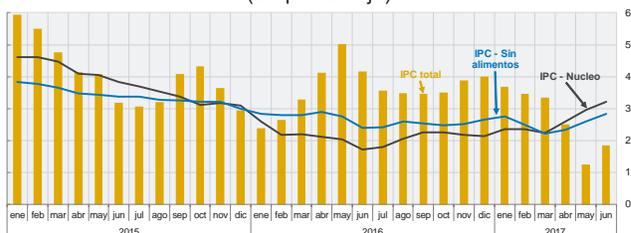
Fuente: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.4: Relación entre el nivel de precipitación pluvial y la inflación de alimentos
(En porcentaje y en milímetros)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.5: Inflación interanual total, núcleo y sin alimentos
(En porcentaje)



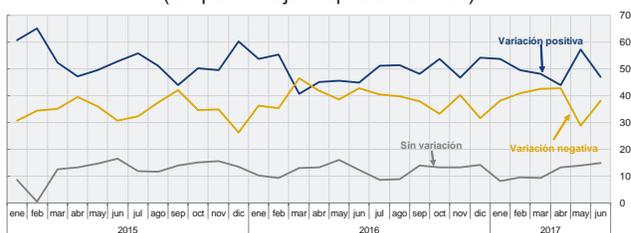
Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

14 Si bien el precio del tomate solo disminuyó en los meses de abril y mayo, estas variaciones tuvieron un impacto significativo sobre la inflación total en dichos meses. Por su parte, el precio de la papa registró caídas de diferentes magnitudes a lo largo de los primeros seis meses del año.

15 Un análisis con mayor detenimiento acerca del impacto de los fenómenos climáticos sobre los precios de los alimentos en Bolivia se encuentra en Recuadro 4.1: Choques de oferta e inflación de alimentos del IPM de Octubre de 2014.

16 Los indicadores de tendencia inflacionaria reflejan con mayor precisión el incremento generalizado y continuo del nivel de precios. Con relación a los indicadores que calcula y utiliza el BCB, el IPC–Núcleo excluye los alimentos perecederos y los productos cuyos precios son regulados (pan, servicios básicos, educación, transporte público, combustibles, entre otros). Por su parte, el IPC–Sin alimentos descarta todos los bienes alimenticios incluidos en la canasta del IPC.

Gráfico 3.6: Porcentajes de la canasta de bienes y servicios del IPC cuyos precios variaron con relación al mes anterior
(En porcentaje respecto del total)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

Cuadro 3.1: Inflación e incidencias acumuladas por divisiones del IPC
(En porcentaje e incidencia en puntos porcentuales)

| | I Sem 2016 | | I Sem 2017 | |
|--|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| | Variación (%) | Variación (%) | Variación (%) | Incidencia (pp) |
| IPC GENERAL | 2,3 | | 0,1 | |
| Alimentos y bebidas no alcohólicas | 4,8 | -1,8 | -0,61 | |
| Bebidas alcohólicas y tabaco | 0,5 | 1,6 | 0,02 | |
| Prendas de vestir y calzados | -0,4 | 0,6 | 0,03 | |
| Vivienda, servicios básicos y combustibles | 1,3 | 2,1 | 0,21 | |
| Muebles, artículos y servicios domésticos | 0,4 | 2,3 | 0,16 | |
| Salud | 2,7 | 1,7 | 0,05 | |
| Transporte | 1,2 | -1,2 | -0,13 | |
| Comunicaciones | 0,9 | -0,2 | 0,00 | |
| Recreación y cultura | -1,1 | 1,7 | 0,07 | |
| Educación | 4,3 | 4,5 | 0,19 | |
| Restaurantes y hoteles | 1,4 | 0,8 | 0,11 | |
| Bienes y servicios diversos | 0,8 | 0,7 | 0,04 | |

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Cuadro 3.2: Artículos con mayor incidencia inflacionaria
(En porcentaje e incidencia en puntos porcentuales)

| Artículos | Variación (%) | Incidencia (pp) |
|---|---------------|-----------------|
| Mayor incidencia positiva | | 0,99 |
| Cebolla entera | 33,0 | 0,30 |
| Alquiler de la vivienda | 3,7 | 0,16 |
| Empleada domestica | 6,1 | 0,16 |
| Tomate | 5,8 | 0,15 |
| Queso criollo | 16,1 | 0,09 |
| Educación superior universitaria | 6,3 | 0,08 |
| Educación primaria | 4,5 | 0,05 |
| Mayor incidencia negativa | | -1,25 |
| Papa | -23,5 | -0,84 |
| Pollo entero | -8,5 | -0,16 |
| Servicio de transporte interdepartamental | -30,0 | -0,12 |
| Mandarina | -16,7 | -0,04 |
| Presas de pollo | -11,6 | -0,03 |
| Manzana | -9,7 | -0,03 |
| Haba | -8,9 | -0,03 |

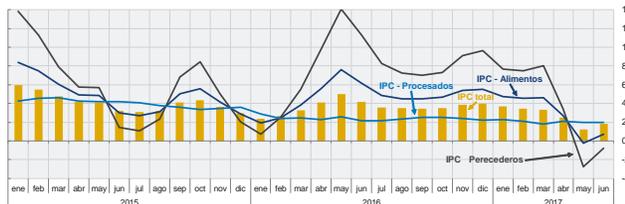
Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Cuadro 3.3: Inflación acumulada por ciudades
(En porcentaje)

| | I Sem 2016 | I Sem 2017 |
|----------------|------------|------------|
| Bolivia | 2,3 | 0,1 |
| Trinidad | 0,7 | 0,6 |
| Tarija | 10,3 | 0,4 |
| Santa Cruz | 1,5 | 0,3 |
| La Paz | 1,5 | 0,3 |
| Sucre | 2,8 | 0,3 |
| Cochabamba | 3,4 | -0,4 |
| Cobija | -0,1 | -0,4 |
| Oruro | 1,2 | -0,5 |
| Potosi | 2,7 | -0,8 |

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Gráfico 3.7: Inflación interanual total e inflación de alimentos según tipo
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

Este grupo presentó la mayor incidencia acumulada negativa con $-0,61pp$, compensando los incrementos del resto de las divisiones. Educación mostró la mayor inflación acumulada positiva con $4,5\%$, cifra similar a la registrada el año pasado en el mismo periodo, a causa del reajuste de las pensiones de educación primaria, secundaria y universitaria (Cuadro 3.1).

Los artículos con mayor incidencia acumulada negativa correspondieron principalmente a la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, denotando la focalización de las presiones a la baja en un sólo grupo. Salvo por el servicio de transporte interdepartamental, todos los demás fueron alimentos de carácter perecedero (Cuadro 3.2) como vegetales (papa y haba), carnes (pollo entero y por presas) y frutas (mandarina y manzana). Por el contrario, los ítems con mayor incidencia acumulada positiva corresponden a diferentes grupos: algunas hortalizas (cebolla y tomate¹⁷), alimentos elaborados (queso criollo), servicios relacionados con el hogar (alquiler de vivienda y empleada doméstica) y con la educación (universitaria y primaria).

Al primer semestre, todas las ciudades capitales registraron variaciones acumuladas menores a las observadas el año pasado en similar periodo. Como se explicó previamente, este comportamiento se debe a la mayor producción de ciertos alimentos perecederos; incluso, Potosí, Oruro, Cobija y Cochabamba, llegaron a presentar variaciones negativas en la inflación. Por otra parte, si bien en el resto de las ciudades se observaron variaciones positivas, estas fueron menores al 1% (Cuadro 3.3).

3.1.2. Factores que explican la evolución reciente de la inflación

3.1.2.1. Disminución de precios de alimentos perecederos por mayor producción agrícola

Los alimentos perecederos fueron los más favorecidos por el incremento de la producción agrícola. La variación interanual de este grupo mostró una caída sustancial hasta alcanzar valores negativos en los últimos meses (Gráfico 3.7). Se observó una caída de precios de diversos tipos de alimentos como vegetales (siendo la papa y el tomate los que ejercieron la mayor influencia), carnes y frutas. Por su

17 Como se mencionó, el precio del tomate solo registró caídas en dos meses (abril y mayo), el resto de los meses tendió a subir lo cual provocó que termine entre los que tuvieron mayor incidencia positiva.

parte, los alimentos procesados, al igual que en las últimas gestiones, presentaron un comportamiento estable con tasas en torno a 2% gracias a que su oferta no es tan sensible a los fenómenos climáticos u otros choques de oferta.

3.1.2.2. Expectativas de inflación dentro del rango de proyección

Al igual que en la gestión pasada, las expectativas inflacionarias de los agentes económicos se mantuvieron ancladas. Las expectativas¹⁸ sobre la inflación a fin de año reflejaron un comportamiento estable durante el primer cuatrimestre, con una ligera tendencia a disminuir en los últimos meses, en línea con el comportamiento reciente de la inflación; sin embargo, se mantuvieron en todo momento dentro del rango de proyección del IPM de enero 2017 (Gráfico 3.8).

3.1.2.3. Leves presiones inflacionarias externas

El IPC-Importado registró ligeras variaciones interanuales positivas en los últimos meses, en línea con la estabilidad del tipo de cambio en Bolivia y la apreciación de las monedas de los principales socios comerciales. En efecto, la estabilidad del tipo de cambio logró anclar las expectativas de las personas, contrariamente a las monedas de diversos países que presentaron variaciones durante los primeros meses del año, lo cual afectó a los precios de productos importados como alimentos, prendas de vestir, artículos de cuidado personal y bienes duraderos (Gráfico 3.9). En el caso de estos últimos también afectó la nivelación de los aranceles a los electrodomésticos de línea negra y blanca a inicios de año.

3.1.2.4. Variaciones moderadas de precios de los servicios

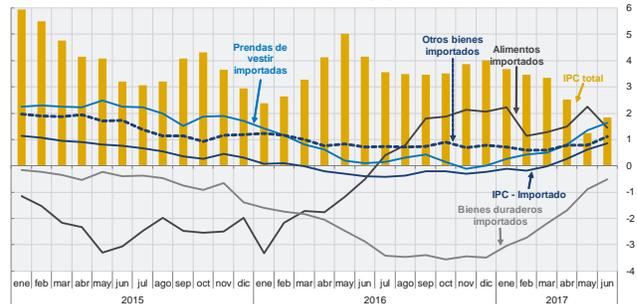
La variación a doce meses del IPC-Servicios registró niveles por debajo de los observados en gestiones pasadas. La evolución del IPC-Servicios presentó una trayectoria descendente en el primer trimestre especialmente a causa de la influencia de la disminución de las tarifas del servicio de transporte interdepartamental e interprovincial por un efecto estacional (menor demanda por el fin de

Gráfico 3.8: Expectativas de inflación a fin de año
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.9: Inflación interanual total e inflación importada por componentes
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

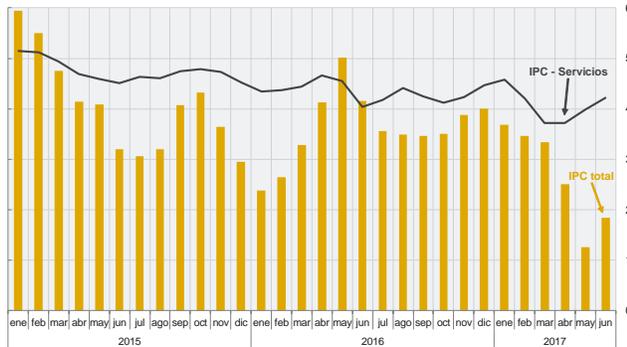
¹⁸ Los datos de expectativas se obtienen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del BCB, cuya recopilación considera una muestra conformada por ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

las vacaciones de verano). Este comportamiento se fue corrigiendo en el segundo trimestre, cuando se observó una ligera alza asociada fundamentalmente con el aumento de las remuneraciones del servicio de empleada doméstica, en línea con el incremento del salario básico y del alquiler de vivienda (Gráfico 3.10).

3.2. Actividad económica

3.2.1. Actividad económica sectorial y por tipo de gasto

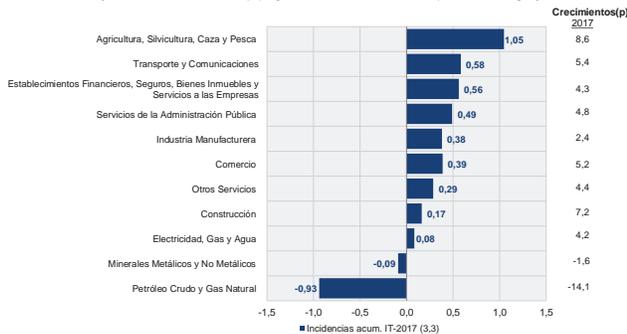
Gráfico 3.10: Inflación interanual total y de servicios
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

A pesar del contexto internacional de débil recuperación, Bolivia mantuvo un crecimiento sostenido basado en la demanda interna y sectores relacionados con las políticas fiscal y monetaria expansivas. En efecto, en el primer trimestre de 2017 se registraron expansiones importantes en la mayoría de los sectores. El crecimiento económico hasta marzo (3,3%) fue explicado principalmente por el desempeño de los sectores de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca; Transporte y Comunicaciones; Establecimientos Financieros; Servicios de la Administración Pública e Industria Manufacturera. Destaca el mayor dinamismo de la actividad Agropecuaria por el buen año agrícola, con resultados superiores al de 2016, el cual estuvo afectado principalmente por sequías. Cabe resaltar que los sectores que más aportaron al crecimiento tienen una fuerte vinculación con los impulsos de las políticas fiscal y monetaria expansivas y, por tanto, con la demanda interna. Sin embargo, dos sectores relacionados con la demanda externa (Petróleo Crudo y Gas Natural, y Minerales Metálicos y No Metálicos), tuvieron aportes negativos al crecimiento. En el primer caso, por la menor demanda de gas natural de Brasil relacionada a la mayor producción hidroeléctrica en ese país; y en el segundo, la producción de la minería fue afectada por paros por mantenimiento y mayores precipitaciones pluviales (Gráfico 3.11). Pese a ello, el crecimiento del PIB en el primer trimestre del año, sería uno de los más altos de la región.

Gráfico 3.11: Desempeño por sector económico
(Incidencias en pp y crecimiento en porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, (pp) puntos porcentuales. No se incluyen las incidencias de Servicios Bancarios Imputados ni de Derechos s/ Importaciones, IVAnd., IT y otros Impuestos Indirectos. Información del primer trimestre de 2017

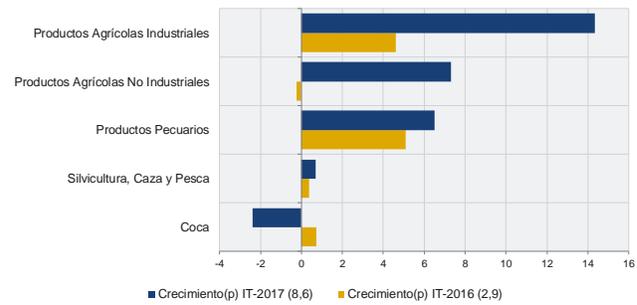
El sector de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca creció muy por encima de la gestión anterior por un buen año agrícola y el fin de las sequías experimentadas en 2016. En el primer trimestre de 2017 no se registraron fenómenos climatológicos adversos como “El Niño”, terminando las sequías

observadas en 2016. Cabe resaltar el importante desempeño de algunos productos como la soya, maíz, sorgo y trigo, que impulsaron altos crecimientos tanto en los productos agrícolas industriales como en los no industriales de 14,3% y 7,3%, respectivamente (Gráfico 3.12). Por su parte, también se destaca el mayor dinamismo de la actividad Pecuaria sustentada en la producción vacuna y avícola. Respecto a la actividad de Silvicultura, la expansión de la explotación de maderas compensó la menor producción de castaña en el norte amazónico del país por los efectos rezagados de la sequía del año anterior. Por otro lado, la producción de coca se redujo por la ampliación de las labores de erradicación en las zonas de producción no tradicionales.

El sector de Transporte y Comunicaciones registró un crecimiento dinámico, principalmente en la actividad de Transporte en todas sus modalidades, excepto por ductos. Este comportamiento fue explicado fundamentalmente por el aporte del transporte terrestre que responde en parte a la continua mejora de carreteras en el país, producto de la inversión pública realizada. Asimismo, el transporte aéreo registró una destacable afluencia de pasajeros que se benefician de más rutas y frecuencia de vuelos, y el transporte ferroviario continúa en recuperación asociado a la reactivación de la actividad minera (Gráfico 3.13).

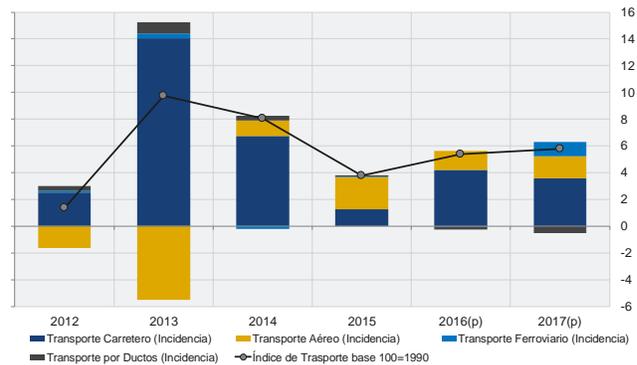
El sector de Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles, y Servicios a las Empresas, continúa con una expansión sostenida por la política monetaria expansiva y la implementación de la Ley de Servicios Financieros. El sistema financiero continuó apoyando a la inversión en sectores principalmente no extractivos. Los impulsos de la política monetaria expansiva que facilitaron la provisión de liquidez necesaria para la economía y el mantenimiento de tasas de interés en niveles bajos, junto con la implementación de la Ley de Servicios Financieros, implicaron un crecimiento sostenido de la cartera de créditos al sector privado, sobre todo la de carácter productivo y de vivienda de interés social. Este comportamiento, se reflejó en una significativa incidencia de la actividad de Servicios Financieros en el crecimiento sectorial y la expansión económica en general (Gráfico 3.14).

Gráfico 3.12: Sector de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca 2016 y 2017
(Crecimiento en porcentaje)



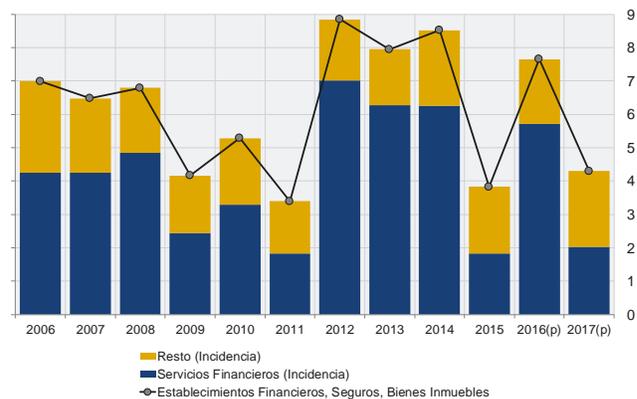
Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

Gráfico 3.13: Actividad de Transporte según modalidad
(Crecimiento en porcentaje e incidencia en pp)



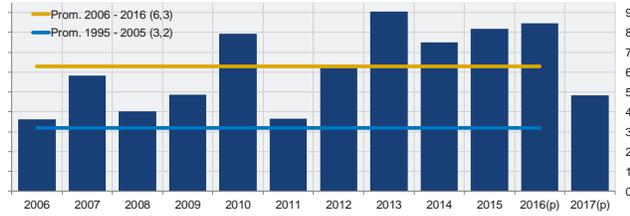
Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

Gráfico 3.14: Sector de Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresa
(Crecimiento en porcentaje e incidencia en pp)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

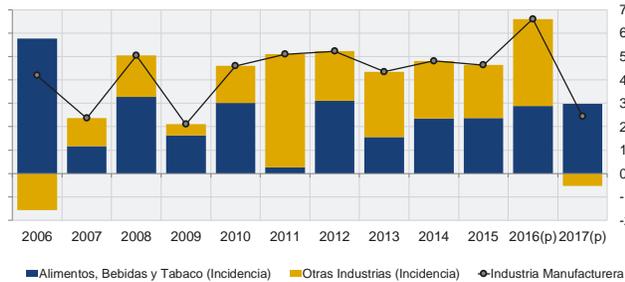
Gráfico 3.15: Sector de Servicios de la Administración Pública
(Crecimiento y promedios en porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

El sector de Servicios de la Administración Pública expone una tasa de crecimiento importante. La expansión de Servicios de la Administración Pública en el primer trimestre de 2017 es mucho mayor al del promedio en el periodo 1995-2005 (Gráfico 3.15), acorde al rol más activo del Estado en el marco del nuevo Modelo Económico Social Comunitario y Productivo, por la mejora en los servicios de las empresas estatales, así como en la administración pública gubernamental en general.

Gráfico 3.16: Sector de la Industria Manufacturera
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

En el primer trimestre del año, el crecimiento de la Industria de Alimentos continúa con un alto dinamismo en línea con la mayor producción agropecuaria, mientras que el grupo de Otras Industrias tuvo un desempeño negativo. En efecto, el buen desempeño de la producción agropecuaria también se reflejó en una importante expansión de la Industria de Alimentos, Bebidas y Tabaco, en línea con el dinamismo de la demanda interna (Gráfico 3.16). Por otra parte, el grupo de actividades de Otras Industrias fue afectado por una menor producción de Productos de Refinación de Petróleo (sobre todo combustibles líquidos), asociada a la menor explotación de gas natural por la caída de la demanda brasileña en los primeros meses del año.

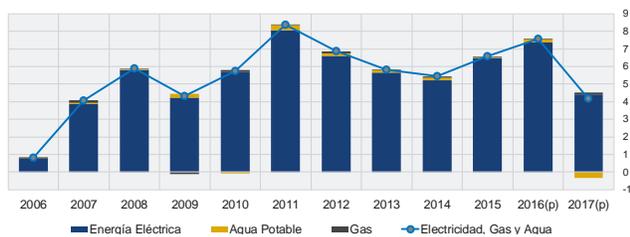
Gráfico 3.17: Inversión pública ejecutada en infraestructura
(En millones de bolivianos y porcentaje)



Fuente: Viceministerio de Inversión Pública y Financiamiento Externo
Nota: Información al primer semestre de cada gestión
La serie de inversión en infraestructura comprende la inversión pública en infraestructura para transporte, comunicaciones y recursos hídricos

El crecimiento del sector de la Construcción estuvo en línea con la inversión pública en infraestructura. En el primer trimestre del año el sector de la Construcción tuvo un desempeño positivo debido a los impulsos de la inversión pública sobre todo la de infraestructura. Asimismo, hasta junio de 2017 se registró una importante ejecución de la inversión en carreteras, comunicaciones y recursos hídricos, lo cual favorecería a sostener el crecimiento de la construcción (Gráfico 3.17).

Gráfico 3.18: Sector de Electricidad, Gas y Agua
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)



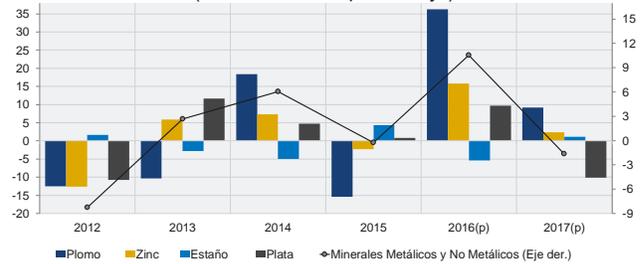
Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

La expansión del sector de Electricidad, Gas y Agua fue explicada fundamentalmente por la mayor generación de energía hidroeléctrica. Con las mayores precipitaciones pluviales en 2017, se incrementaron los volúmenes de generación hidroeléctrica en las plantas de Corani y Santa Isabel en Cochabamba y Yanacachi en La Paz. Por otro lado, debido a una gestión más eficiente y campañas de concientización para el uso responsable del agua tras la sequía acontecida en 2016, el consumo de agua potable disminuyó respecto a la gestión anterior, sobre todo en la categoría doméstica (Gráfico 3.18).

En los primeros meses del año el desempeño del sector de Minerales Metálicos y No Metálicos fue

afectado por paros por manteniendo y lluvias más intensas. En el primer trimestre del año el sector de la minería tuvo un desempeño negativo debido a paros no programados por mantenimiento en algunas de las empresas mineras más grandes, además de las mayores precipitaciones pluviales que repercutieron adversamente sobre todo en la producción de la minería chica y cooperativa. No obstante, a marzo se observó una recuperación en la producción de algunos minerales como el plomo (9,2% de expansión acumulada, Gráfico 3.19).

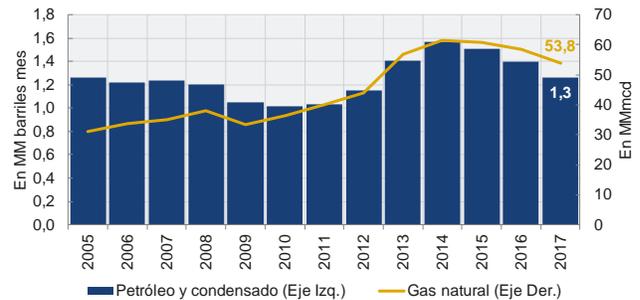
Gráfico 3.19: Sector de Minerales Metálicos y No Metálicos
(Crecimiento en porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

Como consecuencia de una menor demanda de gas natural por parte de Brasil, la producción de hidrocarburos registró una disminución, la cual fue compensada parcialmente por una mayor demanda de Argentina y del mercado interno. Entre enero y junio de 2017, la producción promedio de gas natural registró 53,8 millones de metros cúbicos día (MMmcd), nivel menor en 7,8% respecto a similar periodo de 2016. La menor producción de gas se explicó por la disminución de la demanda de Brasil debido a que este país priorizó la generación de energía hidroeléctrica, gracias a los elevados niveles en embalses. En cambio, se registraron mayores envíos de gas al mercado argentino y al mercado interno. En el mismo sentido, la producción mensual de petróleo y condensado también registró descensos (Gráfico 3.20).

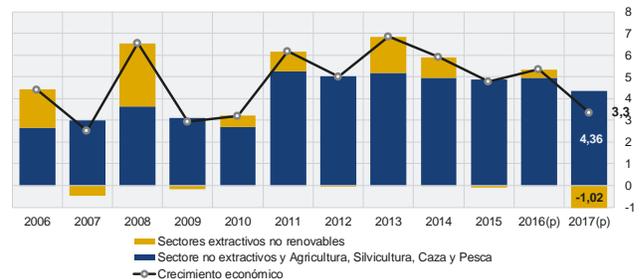
Gráfico 3.20: Producción de hidrocarburos
(En MM de barriles mes y MMmcd)



Fuente: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
Nota: Producción promedio de enero a junio de cada gestión

El crecimiento de la actividad económica fue sostenido por los sectores no extractivos en respuesta a los impulsos monetarios y fiscales. En efecto, los sectores no extractivos y Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca tuvieron un importante desempeño (4,36pp de incidencia en el crecimiento; Gráfico 3.21). Este hecho devela la resiliencia de la actividad económica en el país, en la cual, frente a un débil desempeño de los sectores extractivos no renovables (hidrocarburos y minería) por factores exógenos, los sectores no extractivos con mayor vinculación a las políticas monetaria y fiscal sostiene la fortaleza de la economía boliviana.

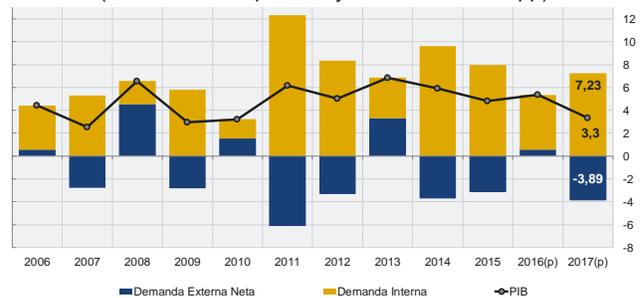
Gráfico 3.21: Sectores extractivos y no extractivos
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

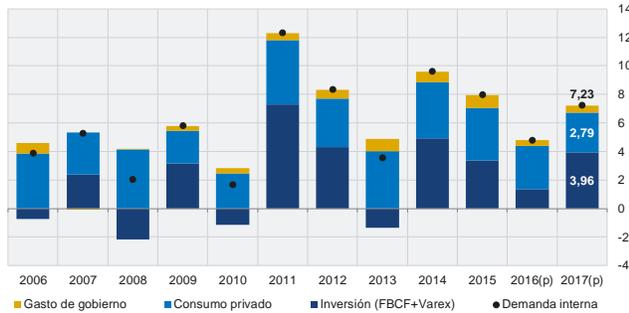
Por el lado del gasto, la fortaleza de la demanda interna continúa sosteniendo el crecimiento económico. En el primer trimestre de 2017, la demanda interna continuó siendo el principal determinante de la expansión económica (Gráfico 3.22). Dentro de la demanda interna, tanto el consumo privado (incidencia 2,79pp) como la inversión

Gráfico 3.22: Comportamiento del PIB: Demanda interna y externa
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión
Las barras corresponden a incidencias y la línea a crecimiento

Gráfico 3.23: Desempeño de la demanda interna
(Incidencias en pp)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: (p) Cifras preliminares, información al primer trimestre de cada gestión

(incidencia 3,96pp) aportaron significativamente al crecimiento (Gráfico 3.23).

3.2.2. Desempeño externo

En el primer trimestre de 2017, la balanza de pagos presentó un déficit en cuenta corriente compensado por mayores influjos netos de capitales, por lo que hubo una necesidad menor de utilización de Reservas Internacionales. En efecto, la cuenta corriente presentó un déficit de \$us801 millones (2,2% del PIB), que tuvo como principal determinante al déficit en la balanza de bienes y servicios (\$us886 millones) y los pagos netos a factores del exterior que se registran en el ingreso primario (\$us222 millones; Cuadro 3.4). Por el contrario, se registraron influjos en la rúbrica de ingreso secundario (\$us307 millones) cuyo componente principal son las remesas familiares. Por su parte, la cuenta financiera reflejó una emisión neta de pasivos similar a la del primer trimestre de 2016; destacando al interior la emisión de bonos soberanos por parte del E.P de Bolivia y mayores influjos netos de Inversión Directa (ID), compensados parcialmente por la acumulación neta de activos externos por parte de las entidades de intermediación financiera, hogares y empresas registrados en la rúbrica de Otra Inversión. En suma estas operaciones implicaron una menor necesidad de financiamiento, por tanto un menor uso de Reservas Internacionales Netas (RIN).

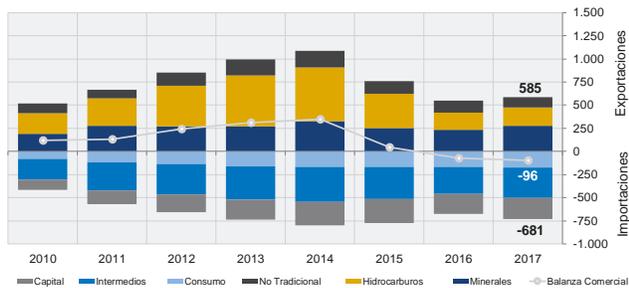
Cuadro 3.4: Balanza de pagos
(En millones de dólares estadounidenses y porcentaje)

| | T-4 2016 | | | T-4 2017 | | | Saldo / PIB (%) | |
|---|----------|--------|-------|----------|--------|-------|-----------------|----------|
| | Crédito | Débito | Saldo | Crédito | Débito | Saldo | T-4 2016 | T-4 2017 |
| CUENTA CORRIENTE | 2.264 | 2.850 | -586 | 2.342 | 3.143 | -801 | -1,7 | -2,2 |
| Bienes y Servicios | 1.878 | 2.580 | -702 | 1.936 | 2.822 | -886 | -2,1 | -2,4 |
| Bienes | 1.592 | 1.850 | -258 | 1.636 | 2.048 | -413 | -0,8 | -1,1 |
| Servicios | 286 | 730 | -443 | 300 | 774 | -474 | -1,3 | -1,3 |
| Ingreso Primario | 30 | 214 | -184 | 42 | 264 | -222 | -0,5 | -0,6 |
| Ingreso Secundario | 356 | 56 | 300 | 364 | 57 | 307 | 0,9 | 0,8 |
| CUENTA CAPITAL | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0,0 | 0,0 |
| Capacidad (+) o necesidad (-) de financiamiento | -585 | | | -800 | | | -1,7 | -2,2 |
| CUENTA FINANCIERA | -835 | | | -878 | | | -2,5 | -2,4 |
| Inversión Directa | 110 | 128 | -17 | -100 | 125 | -225 | -0,1 | -0,6 |
| Inversión de Cartera | 277 | 16 | 261 | 200 | 999 | -800 | 0,8 | -2,2 |
| Otra Inversión | -71 | 112 | -184 | 149 | -1 | 150 | -0,5 | 0,4 |
| Activos de Reserva ^{1/} | -894 | 0 | -894 | -4 | 0 | -4 | -2,7 | 0,0 |
| Errores y Omisiones | -249 | | | -78 | | | -0,7 | -0,2 |

Fuente: Banco Central de Bolivia
Nota: Información compilada con el MBP6
^{1/} Debido a que las transacciones que registra la Balanza de pagos se valoran al precio de mercado de la fecha de operación; es decir, a las valoraciones de las monedas y del oro en vigor en la fecha en que tuvieron lugar las transacciones; la variación de las reservas internacionales en la balanza de pagos puede diferir de la variación que se obtiene de la diferencia de los saldos de fin de periodo, ya que estos últimos se valoran a los precios de mercado vigentes en la fecha de referencia

En los primeros cinco meses de 2017, el valor de las exportaciones registró un incremento respecto a similar periodo de 2016, después de dos años de caídas, debido esencialmente a un repunte de los precios internacionales. Las exportaciones a mayo de 2017 alcanzaron a \$us2.926 millones, mayor en 8% al registro de similar periodo de 2016 (\$us2.710 millones), fundamentado en una mejora en los precios promedio de exportación de los sectores minería, hidrocarburos y no tradicionales.

Gráfico 3.24: Exportaciones, importaciones y balanza comercial
(En millones de dólares estadounidenses)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Promedios mensuales de los primeros seis meses del año, con excepción de 2017 que corresponde al promedio de los primeros cinco meses del año

El valor de las importaciones se incrementó en 9,7%, atribuible principalmente a un mayor volumen importado de bienes intermedios, en línea con el dinamismo de la demanda interna. En efecto, las importaciones de bienes intermedios destinados al sector agrícola e industrial muestran el mayor crecimiento y fue el principal determinante del incremento del déficit (Gráfico 3.24). Por su parte, también se observan incrementos en el valor de las

importaciones de capital y consumo, explicados por las mayores cotizaciones internacionales, consistente con la recuperación gradual de los precios de las materias primas y la apreciación de varias monedas de nuestros socios comerciales.

Las remesas familiares recibidas en los primeros meses de 2017 registraron niveles elevados, contribuyendo a incrementar el ingreso nacional. En efecto, durante los cinco primeros meses de 2017, los inlfujos de remesas a la economía nacional superaron los registros de similares periodos de las gestiones previas (Gráfico 3.25). Cabe destacar la estabilidad de estos ingresos que son una fuente importante de recursos externos que financian a las familias bolivianas.

En la cuenta financiera, destaca la Inversión de Cartera (IC) por la tercera emisión de bonos soberanos y el inlfujo de ID. El 13 de marzo de 2017, el E.P. de Bolivia colocó en el mercado internacional bonos soberanos por \$us1.000 millones, a un plazo promedio de 10 años y con un cupón de 4,5% anual. Cabe destacar que este cupón es el más bajo obtenido en emisiones soberanas. La IC muestra pasivos netos por \$us999 millones, principalmente debido a la colocación de dichos bonos (\$us1.000 millones). También destaca la ID al primer trimestre de 2017 que muestra una importante recuperación respecto al cuarto trimestre de 2016 (Gráfico 3.26). Por destino, el sector de la industria manufacturera fue la principal actividad receptora, seguida de hidrocarburos, minería y transportes. El descenso de la ID observado en los últimos años se debió principalmente a menores utilidades reinvertidas, las cuales muestran una estrecha correlación con los precios internacionales de las materias primas. Cabe aclarar que la disminución de ID fue un efecto que también se dio en varios países de la región.

El saldo de las RIN como porcentaje del PIB (28%) se encuentra entre los más altos de la región y registró un incremento de \$us225 millones en el primer semestre de 2017. Este resultado (Gráfico 3.27 y Gráfico 3.28) se debe a las operaciones descritas anteriormente, principalmente en la cuenta financiera. Además, en el segundo trimestre se recibieron importantes desembolsos de Organismos Multilaterales y otros inlfujos.

Los ratios de deuda externa pública de mediano

Gráfico 3.25: Remesas familiares
(En millones de dólares estadounidenses)

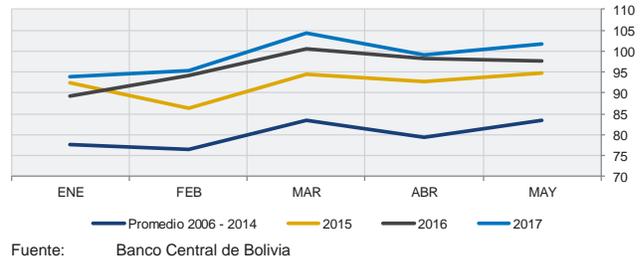


Gráfico 3.26: Inversión Directa Bruta
(En millones de dólares estadounidenses)

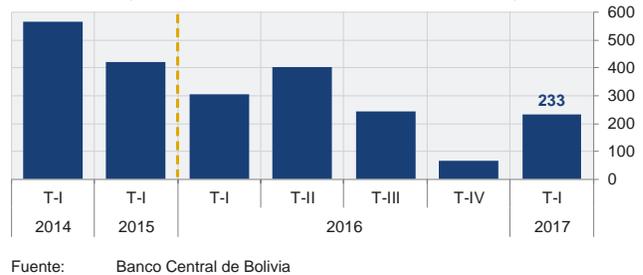


Gráfico 3.27: Reservas Internacionales Netas de países seleccionados
(En porcentaje del PIB)



Gráfico 3.28: Saldo de Reservas Internacionales Netas
(En millones de dólares estadounidenses)



Gráfico 3.29: Deuda externa pública de corto, mediano y largo plazo
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Bolivia
Nota: Para 2017 la información corresponde a mayo

y largo plazo muestran un endeudamiento bajo y sostenible. A mayo de 2017, el ratio de deuda externa pública sobre el PIB (23,1%) es sustancialmente menor al umbral de referencia (40%), lo cual significa que no existen riesgos de insostenibilidad de la deuda pública externa (Gráfico 3.29).

Con cifras a junio, las transferencias al exterior realizadas por el BCB a solicitud de las EIF se redujeron con relación a las de similar periodo de 2016, en línea con los mejores precios de las exportaciones y mayores inlfujos de capital. Luego de haberse registrado un incremento significativo de las transferencias al exterior en el mes de marzo de 2017 y parte de abril (por la adquisición de activos externos –bonos soberanos de Bolivia– por parte de inversionistas nacionales), durante el segundo trimestre se observa una importante reducción de las mismas, de tal forma que en el primer semestre éstas se sitúan incluso por debajo de los registros de similar periodo de 2016, consistente con la ligera recuperación del IPPBX y los mayores inlfujos en la cuenta financiera (Gráfico 3.30). En esta misma dirección, tanto personas naturales como jurídicas solicitaron a las EIF menores transferencias de recursos al exterior.¹⁹

Gráfico 3.30: Transferencia de dólares al exterior a través del BCB
(En millones de dólares estadounidenses)



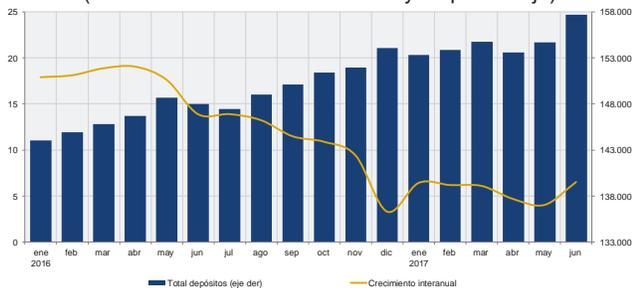
Fuente: Banco Central de Bolivia
Nota: Promedio trimestral

3.2.3. Mercados financieros y monetarios

3.2.3.1. Intermediación financiera

En el primer semestre de 2017, los depósitos del público en el sistema financiero evidenciaron una recuperación en su ritmo de crecimiento, sustentado por el mayor ingreso nacional. A fines de junio, el saldo de depósitos superó los Bs157 mil millones mostrando un flujo semestral de más de Bs3.593 millones y un crecimiento interanual de 6,5%, tasa superior a la registrada a finales de 2016 (Gráfico 3.31). Se ha observado un incremento en la tasa de crecimiento a pesar de que agentes institucionales (principalmente AFP y SAFI) utilizaron sus depósitos para realizar inversiones en el exterior. Los depósitos

Gráfico 3.31: Depósitos en el sistema financiero
(Saldos en millones de bolivianos y en porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

¹⁹ Las medidas consideraron incrementos en la comisión que el BCB cobra a las EIF al momento de enviar sus recursos al exterior (hasta el 1 de febrero de 2016 el BCB cobraba el 1% del monto transferido, el 2 de febrero la comisión se incrementó a 1,6% y el 21 de marzo de 2017 subió a 2%, estas reformas se encuentran en las Resoluciones de Directorio N°18/2016 y N°39/2017. A su vez, la Autoridad de Pensiones, mediante Resolución Administrativa APS/DJ/UI/N°464/2017 reguló a las AFP's la adquisición de bonos soberanos de Bolivia.

a plazo fijo mostraron un comportamiento destacable, presentando el flujo más alto de los últimos años y un crecimiento interanual alrededor de 20% (Gráfico 3.32).

El crédito del sistema financiero al sector privado registró un flujo importante, particularmente el destinado al sector productivo y de vivienda de interés social, explicado en gran medida por las disposiciones en el marco de la Ley de Servicios Financieros y las políticas implementadas por el BCB para proveer liquidez. En efecto, para mantener el dinamismo del crédito el BCB llevó a cabo importantes inyecciones de liquidez a través de redenciones netas de títulos, redención anticipada de bonos reclamables, disminuciones de las tasas de encaje legal y otorgación de créditos de liquidez, explicadas con mayor detalle en el Capítulo 2. En este sentido, el flujo de crédito en el semestre alcanzó a Bs8.086 millones (crecimiento interanual de 13,7%; Gráfico 3.33a); destacando el crecimiento de los créditos al sector productivo y a vivienda de interés social (tasas interanuales de 22% y 50%, respectivamente; Gráfico 3.33b).

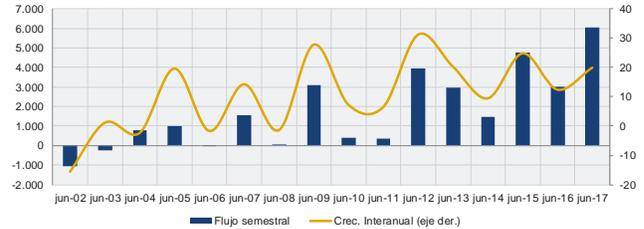
La Bolivianización del sistema financiero continuó profundizándose, representando el logro más destacable en el contexto regional. Las medidas implementadas para la recuperación de la soberanía monetaria se han plasmado en una mayor Bolivianización financiera. A junio de 2017, la Bolivianización de la cartera alcanzó a 97,3% y la del ahorro financiero a 85,2%; lo que representa aumentos a 12 meses de 1,1pp y 1,3pp, respectivamente (Gráfico 3.34).

La solidez del sistema financiero se mantuvo, medida por varios indicadores. El ratio de mora de la cartera se mantuvo estable, continuando entre los más bajos de la región y del mundo. Por su parte, el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) se encuentra en un nivel de 12,3%, superior a lo exigido por la normativa vigente de 10%, en tanto que el indicador de rentabilidad mantiene un ratio adecuado (Cuadro 3.5).

3.2.3.2. Agregados monetarios

Durante el primer semestre de 2017 el crecimiento de la Base Monetaria registró una reversión importante, de tasas negativas mayores a 10%

Gráfico 3.32: Depósitos a Plazo Fijo
(Flujos en millones de bolivianos y porcentaje)



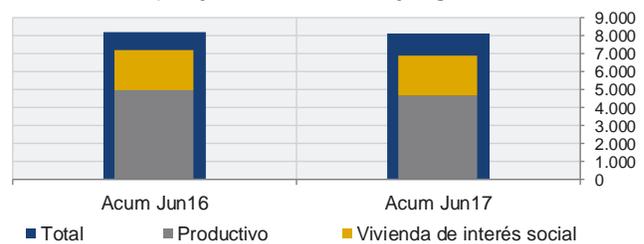
Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.33: Créditos del sistema financiero al sector privado

(En millones de bolivianos y en porcentaje)
a) Flujos y tasas de crecimiento

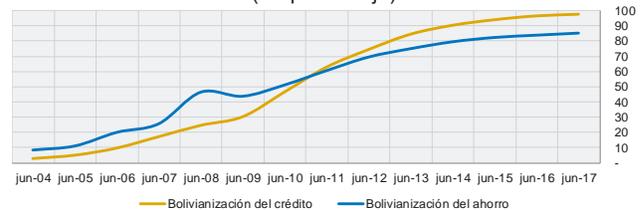


b) Flujos de crédito total y regulado



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
Nota: (*) Corresponde a vivienda de interés social, en base a información de balances

Gráfico 3.34: Bolivianización financiera
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

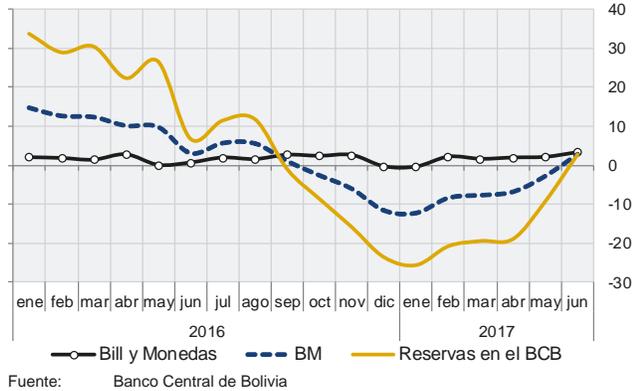
Cuadro 3.5: Indicadores financieros de bancos múltiples
(En porcentaje)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | jun-16 | 2016 | jun-17 |
|--|------|------|------|------|------|--------|------|--------|
| Pesadez de Cartera (%) | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,5 | 1,7 |
| Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) | 12,3 | 12,6 | 12,7 | 12,3 | 12,0 | 12,4 | 12,1 | 12,3 |
| ROE | 19,5 | 17,6 | 14,2 | 16,9 | 15,1 | 11,9 | 15,3 | 13,2 |

Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
Nota: Hasta 2013 la cobertura corresponde al sistema bancario

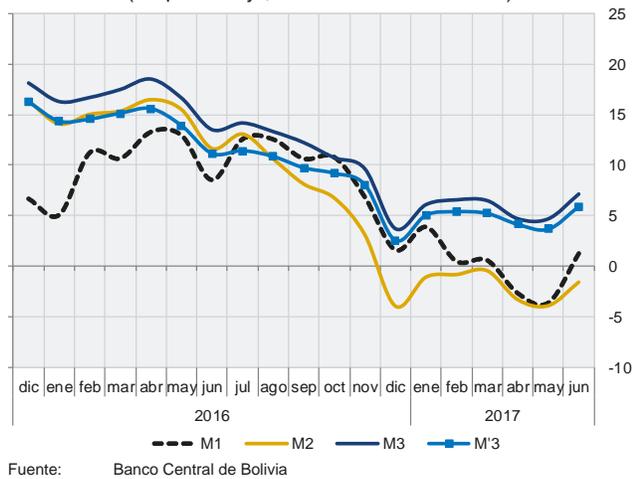
a tasas positivas a finales de junio, situación asociada a la mejora en los indicadores de liquidez producto de las medidas adoptadas por el BCB. La recuperación se hizo más pronunciada en mayo, mes en el que se aprobaron la redención anticipada de bonos reclamables y la disminución de las tasas de encaje legal, medidas que influyeron directamente en el incremento de las reservas que las EIF mantienen en el BCB (Gráfico 3.35).

Gráfico 3.35: Base Monetaria
(En porcentaje)



Durante el semestre, los agregados monetarios mostraron tasas de crecimiento más elevadas que en diciembre de 2016, producto principalmente del mayor ingreso nacional. Las tasas de crecimiento interanual (entre 6% y 7%) de los agregados más amplios (M3 y M'3) son resultado de la dinámica en la evolución de los depósitos a más largo plazo que representan casi la mitad del total (Gráfico 3.36). Los agregados más estrechos reflejan la disminución de los depósitos a la vista y en caja de ahorro explicados anteriormente y su posterior corrección por las medidas adoptadas.

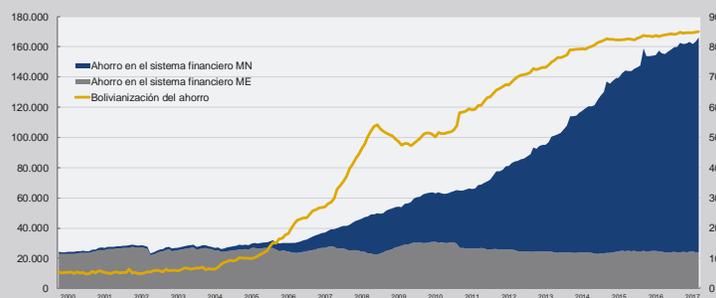
Gráfico 3.36: Agregados Monetarios
(En porcentaje, variaciones interanuales)



Recuadro 3.1: El ahorro en el sistema financiero y sus determinantes

Una de las variables macroeconómicas que experimentó incrementos notables en los últimos años fue el ahorro del sistema financiero nacional. En efecto, esta variable pasó de Bs34.584 millones en 2006 a Bs166.048 millones en Junio de 2017, lo que representa un incremento de casi 5 veces durante dicho período.²⁰ A la par de dicho crecimiento, tuvo lugar un proceso de recomposición, con una creciente participación de la moneda nacional, pasando de 25,69% a 84,96% del total en el período mencionado (Gráfico 3.37). Como se analiza en este IPM, las políticas implementadas por el BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, impulsaron significativamente dicho proceso de Bolivianización.

Gráfico 3.37: Evolución del ahorro financiero y de la Bolivianización del ahorro
(En millones de bolivianos y en porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

La importancia del comportamiento de esta variable radica en el hecho que el ahorro desempeña un rol central en el proceso de desarrollo de las economías, al constituirse en una de las fuentes principales de financiamiento para proyectos de inversión, con los consiguientes efectos multiplicadores sobre la actividad económica. Asimismo, dicho proceso puede reflejar un mayor grado de inclusión financiera, lo que puede redituar mejoras en el bienestar de la población.

En ese sentido, resulta relevante analizar los factores que afectan el comportamiento del ahorro en la economía boliviana. En esa línea, se realiza una aproximación cuantitativa a los factores macroeconómicos que determinaron la dinámica del ahorro. Los determinantes incorporados en la especificación del modelo son habituales en la literatura; así, se incluyó: una variable que refleje el dinamismo de la actividad económica; a la tasa de interés de los depósitos; y al circulante en Moneda Extranjera (ME), además de variables *dummies* que rescatan los efectos de episodios específicos experimentados en gestiones recientes.

²⁰ El ahorro en el sistema financiero incluye: i) Depósitos en el sistema financiero, ii) Certificados de Depósitos (CD) emitidos por el BCB para las administradoras del sistema integral de pensiones y las compañías de seguros y reaseguros y iii) Títulos del BCB en poder del sector privado no financiero que incluyen los Bonos BCB-Directo, BCB-Aniversario, BCB-Navideño y BCB-Plus.

El modelo utilizado es uno Autorregresivo de Rezagos Distribuidos (ARDL, por sus siglas en inglés); su estimación con datos mensuales para el período Enero 2000 – Marzo 2017, es el siguiente:

$$\log\left(\frac{Ahorro_t}{IPC_t}\right) = -1.7939 + 1.9200 * \log(IGAE_t) - 0.2352 * \log\left(\frac{CirME_t}{IPC_t}\right) + 0.0191 * Tasa_t - 0.9585 * Dum_t$$

Donde:

Ahorro_t: Ahorro en el sistema financiero

IGAE_t: Índice General de Actividad Económica acumulada

CirME_t: Circulante de ME expresado en bolivianos

Tasa_t: Tasa de interés real de los depósitos

IPC_t: Índice de Precios al Consumidor

Dum_t: Dummies de pulso para Jul:2002, Oct:2003, Dic:2006 y Dic:2010.

Como puede observarse, los resultados indican que el principal determinante del ahorro es la actividad económica, seguido del circulante de ME y de la tasa de interés pasiva real. En ese marco, el notable desempeño de la economía boliviana durante las últimas gestiones, sería el principal factor impulsor del crecimiento del ahorro de las familias, aspecto que se vio complementado (aunque en menor medida) por un proceso de remonetización de la economía nacional.

En efecto, la expansión del ahorro tuvo lugar en un contexto de elevado dinamismo de la actividad económica en los últimos diez años que, teniendo como motor a la demanda interna, generó ingresos importantes para la economía y para las familias en general. Del mismo modo, la confianza en la moneda nacional y en el sistema financiero fueron determinantes para el incremento del ahorro.

4. Perspectivas y riesgos de la inflación y el crecimiento

Las perspectivas de crecimiento para el cierre de 2017, si bien se mantienen de acuerdo a lo esperado para la economía global, se destaca el sesgo de los riesgos hacia un menor crecimiento y un menor dinamismo esperado para nuestros principales socios comerciales. En ese sentido, se espera que las economías avanzadas continúen con el débil ritmo de recuperación observado desde finales de 2016, mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo permanecerían impulsando la dinámica mundial, aunque internamente continuarían los desempeños heterogéneos. En América del Sur, los mayores niveles de incertidumbre política que atravesaron las principales economías y una recuperación más lenta de los términos de intercambio originaron la revisión a la baja de las perspectivas de recuperación.

Las revisiones sobre el desempeño de los principales socios comerciales, determinaron una corrección a la baja del PIB externo relevante y al alza en la inflación externa relevante para la economía boliviana con relación a la anterior edición del IPM; no obstante, al cierre de 2017, nuevamente se alcanzaría una de las tasas de crecimiento más altas y una de las inflaciones más bajas de la región.

Respecto a la economía nacional, en el segundo semestre se espera una mayor expansión de la actividad económica; sin embargo, el balance de la gestión se inclina a una revisión a la baja con respecto a la proyección de crecimiento del IPM de enero, por lo cual en el escenario más probable, el crecimiento previsto para 2017 estaría en el rango de 4% a 4,5%. Esta proyección se sustentaría en el buen desempeño de la actividad agropecuaria, la recuperación de

la minería y un mejor dinamismo de los sectores con mayor vinculación a la expansión monetaria y fiscal: Industria Manufacturera, Establecimientos Financieros, Servicios de la Administración Pública y Construcción. Por el lado del gasto, el crecimiento económico estaría sostenido principalmente por la demanda interna, dado el dinamismo previsto para el consumo y la inversión, aunque también se prevé una incidencia menos negativa de la demanda externa, por mejoras moderadas en la expansión económica regional y en el nivel de precios de los principales productos de exportación.

En el caso de la inflación, la proyección base señala que esta terminaría en torno a 4,3% y 4,5% para finales de 2017 y 2018, respectivamente. Asimismo, para finales de esta gestión se considera que la inflación podría terminar dentro un rango entre 3,0% y 5,0%. Este rango sesgado a la baja se explica por un mayor número de eventos que de concretarse podrían ocasionar que la inflación termine por debajo de la proyección base.

En relación a las políticas económicas, el BCB, realizando un balance cuidadoso entre preservar la estabilidad de precios y apuntalar el dinamismo económico, mantendrá la orientación expansiva de la política monetaria. Por su parte, la política cambiaria se orientará a reforzar la estabilidad de precios, consolidar la Bolivianización y preservar la estabilidad del sistema financiero. Finalmente, cabe destacar que Bolivia mantiene importantes colchones financieros para continuar la orientación contracíclica, aún en un contexto más adverso que el previsto.

4.1. Contexto Internacional

Si bien las perspectivas del crecimiento global para el cierre de 2017 se mantienen, al interior destaca un menor crecimiento esperado de nuestros principales socios comerciales y que los riesgos se encuentran inclinados hacia la baja. En efecto, se espera que la débil recuperación de las economías avanzadas y los menores efectos adversos hacia el bloque de economías de mercados emergentes y en desarrollo se traduzcan en tasas de expansión del producto mundial en un rango del 2,7%

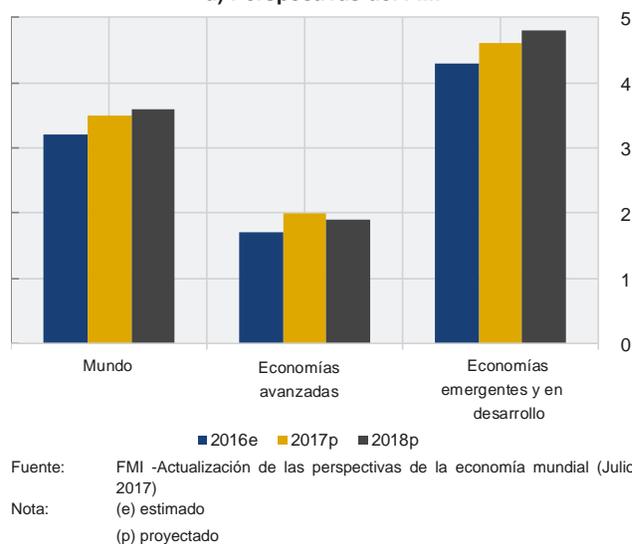
y 3,5%, cobrando ímpetu en 2018 en la medida en que la recuperación de las economías exportadoras de materias primas llegue a afianzarse (Gráfico 4.1). De esta manera, en el corto plazo el balance de riesgos se encontraría en términos generales con un sesgo a la baja.

Las economías avanzadas mantendrían su débil ritmo de recuperación observado desde finales de 2016. Las revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento de 2017 para el grupo de economías avanzadas realizadas por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, sugieren un dinamismo ligeramente superior a las previsiones iniciales de enero, con una expansión entorno al 1,9-2,0%. No obstante al interior, se espera que la actividad económica de EE.UU. sea menor a lo esperado inicialmente. A diferencia de la versión anterior del IPM, la expansión económica esperada en esta economía se asocia a la inversión y al comercio exterior, y no así a la expansión fiscal, debido a la incertidumbre sobre la implementación de los impulsos. En contraste, se estima una mayor expansión para las principales economías de la Zona Euro, entre ellas Alemania, España, Francia e Italia.

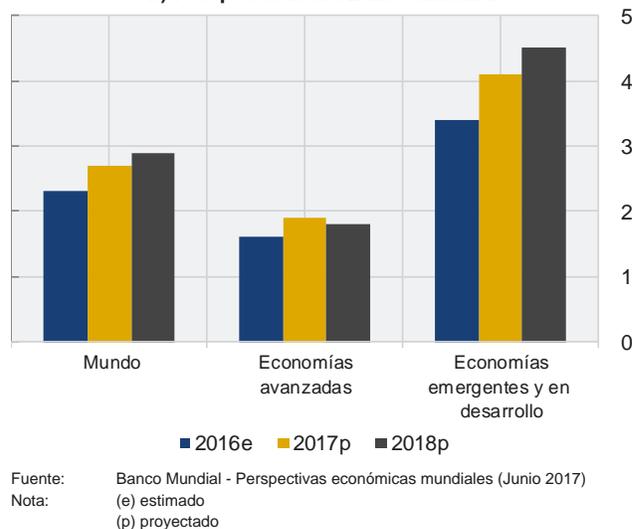
Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuarían impulsando la dinámica mundial, aunque internamente persisten los desempeños heterogéneos. Se espera que las economías de este grupo de países mantenga el dinamismo global, proveyéndose una gradual recuperación de un grupo importante de economías, entre ellas Brasil, Rusia y Argentina. En el caso de China, la revisión al alza de las proyecciones de crecimiento hasta 6,7% para 2017 se originaron en el dinamismo observado en la primera parte del año y la expectativa de continuidad en las políticas de impulso fiscal. Para India, se espera que la expansión económica sea ligeramente superior al 7,0%.

En América del Sur, los mayores niveles de incertidumbre política que atraviesan las principales economías y una recuperación más lenta de los términos de intercambio originaron la revisión a la baja de las perspectivas de recuperación. Es así que las proyecciones actuales

Gráfico 4.1: Perspectivas de crecimiento económico
(En porcentaje)
a) Perspectivas del FMI



b) Perspectivas del Banco Mundial



Cuadro 4.1: Crecimiento anual en regiones y países seleccionados
(En porcentaje)

| | 2015 | 2016 | 2017 (p) | | |
|---|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | | | FMI | BM | CEPAL |
| Economía Mundial | 3,4 | 3,2 | 3,5 (3,5) | 2,7 | |
| Economías Avanzadas | 2,1 | 1,7 | 2,0 (2,0) | 1,9 (1,8) | |
| Estados Unidos | 2,6 | 1,6 | 2,1 (2,3) | 2,1 (2,2) | |
| Zona del Euro | 2,0 | 1,8 | 1,9 (1,7) | 1,7 (1,5) | |
| Japón | 1,1 | 1,0 | 1,3 (1,2) | 1,5 (0,9) | |
| Economías Emergentes y en Desarrollo | 4,3 | 4,3 | 4,6 (4,5) | 4,1 (4,2) | |
| China | 6,9 | 6,7 | 6,7 (6,6) | 6,5 (6,5) | |
| India | 8,0 | 7,1 | 7,2 (7,2) | 7,2 (7,6) | |
| América Latina y El Caribe | 0,1 | -1,0 | 1,0 (1,2) | 0,8 (1,2) | 1,1 (1,3) |
| América del Sur | -1,8 | -2,4 | 0,4 (0,5) | 0,3 (0,9) | 0,6 (0,9) |
| Argentina | 2,6 | -2,2 | 2,4 (2,5) | 2,7 (2,7) | 2,0 (2,3) |
| Brasil | -3,8 | -3,6 | 0,3 (0,2) | 0,3 (0,5) | 0,4 (0,4) |
| Chile | 2,3 | 1,6 | 1,6 (1,7) | 1,8 (2,0) | 1,4 (2,0) |
| Colombia | 3,1 | 2,0 | 2,0 (2,4) | 2,0 (2,5) | 2,1 (2,7) |
| Perú | 3,3 | 3,9 | 2,7 (3,5) | 2,8 (4,2) | 2,5 (4,0) |
| R.B. de Venezuela | -5,7 | -9,7 | -12,0 (-7,4) | -7,7 (-4,3) | -7,2 (-4,7) |
| E.P. de Bolivia ^{1/} | 4,9 | 4,3 | | 4-4,5 | |
| PIB externo relevante para el E.P. de Bolivia^{2/} | 2,0 | 1,0 | | 2,4 (2,8) | |

Fuente: FMI – Actualización de las perspectivas de la economía mundial (Enero y Julio 2017), Perspectivas más recientes de las Américas: Se reanuda la marcha, pero a baja velocidad, (Julio 2017)
Banco Mundial – Perspectivas económicas mundiales (Enero y Junio 2017)
CEPAL - Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (Diciembre 2016), Estudio económico de América Latina y el Caribe (Agosto 2017)
Datos de países para 2015 y 2016 según estadísticas oficiales, con excepción de la R.B. de Venezuela que corresponden a estimaciones de la CEPAL
Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2017
Los datos y perspectivas para India corresponden a un año fiscal
^{1/} En el caso del E.P. de Bolivia se toman las cifras y proyecciones oficiales
^{2/} Crecimiento promedio anual ponderado de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia
(p) proyectado

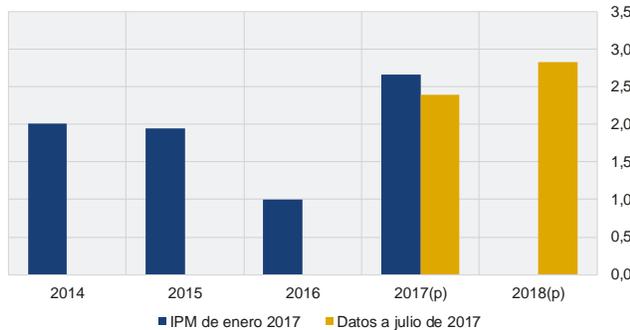
apuntan a una recuperación en torno al 0,6% (0,3pp menos con respecto al anterior IPM). Para varias economías de la región se revisaron a la baja las perspectivas iniciales (Cuadro 4.1).

La frágil demanda interna registrada en algunos de los principales socios comerciales de Bolivia afectó negativamente la proyección del PIB externo relevante para 2017. En efecto, la expansión esperada para 2017 del PIB externo relevante para la economía boliviana fue revisada a la baja con relación a la anterior edición del IPM, alcanzando un crecimiento cercano al 2,4% (Gráfico 4.2). El resultado sería consistente con las revisiones a la baja para varias economías de América del Sur y con los mayores niveles de incertidumbre política.

Con relación al precio del petróleo, la volatilidad y la mayor oferta deterioraron sus perspectivas de corto plazo. En efecto, los mayores niveles de inventarios y producción de petróleo de esquisto registrado en EE.UU., y el incremento de producción de petróleo por parte de Libia, coadyuvaron a una perspectiva de frágil recuperación del precio internacional del petróleo. En ese sentido, el rango de alza previsto para 2017 descendió a un rango de 21%-24% (Gráfico 4.3), desde un rango entre 20%-30% esperado en la anterior edición del IPM. Hacia adelante, los riesgos a la baja surgirían de la fortaleza de la industria del petróleo de esquisto y del grado de cumplimiento de los recortes de producción determinados por la OPEP y otros países no miembros. En el otro extremo, las interrupciones de producción en Irak, Nigeria, República Bolivariana de Venezuela e incluso Libia, así como compromisos adicionales de recortes de producción se constituirán en los principales factores que podrían elevar los precios del petróleo.

Se espera que el resto de los precios de materias primas mantengan una leve recuperación o estabilidad. El crecimiento de la demanda interna registrada en China y las restricciones de oferta observadas a principios de año originaron el fortalecimiento de los precios de los metales, los mismos que se mantendrían al cierre de 2017 pese a la gradual normalización de los choques de oferta, alcanzando con ello una recuperación promedio del

Gráfico 4.2: Crecimiento del PIB externo relevante del E.P. de Bolivia
(En porcentaje)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de los países, FMI, Actualización de las perspectivas de la economía mundial (Julio de 2017) *Latin Focus Consensus Forecast*.
Nota: Corresponde al promedio de crecimiento de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia, ponderado por su participación en el comercio exterior boliviano.
(p) proyectado

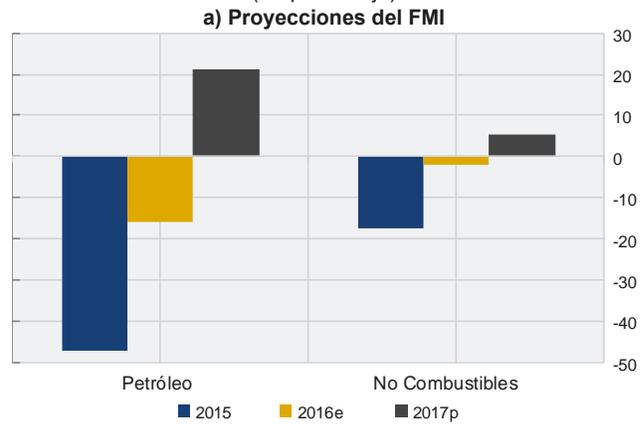
16%, con relación a los precios de 2016. En esta línea, se espera además que los precios de los productos agrícolas se mantengan estables.

La recuperación de los precios de las materias primas explicaría la aceleración en los indicadores de inflación de los socios comerciales. Hacia adelante se espera que el dinamismo observado en los socios comerciales, principalmente por el lado de las economías emergentes, especialmente China, origine presiones inflacionarias mayores a las proyectadas en la anterior edición del IPM, de esta manera la inflación externa relevante alcanzaría un nivel de 5,5% en 2017 (Gráfico 4.4).

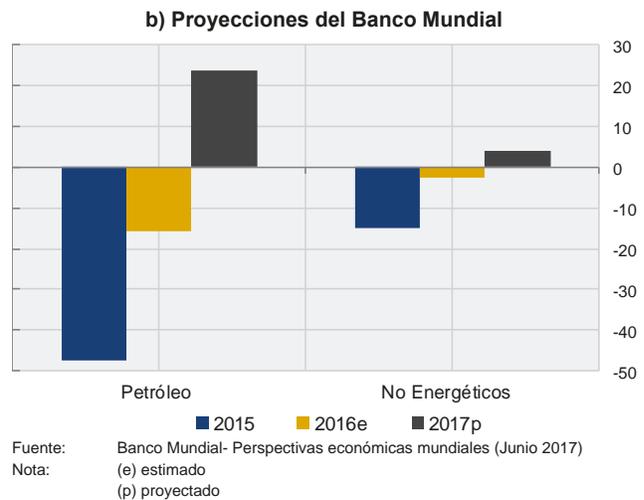
La orientación de la política monetaria en las economías avanzadas estará marcada por la normalización de la política monetaria en EE.UU. y la divergencia con la orientación de la política monetaria en Europa. En línea con la anterior edición del IPM, en la primera parte del año la Reserva Federal de EE.UU. mantuvo el proceso de incrementos de tasas de interés; sin embargo, todavía existe incertidumbre en cuanto al ritmo futuro de la normalización de su política monetaria debido a que la tasa de desempleo se encuentra por debajo del nivel considerado por la FED como de pleno empleo, mientras que la tasa de inflación todavía se encuentra por debajo de la meta fijada por dicha institución. En la Zona Euro, a pesar de haber reducido el ritmo de compra de activos financieros, la fragilidad de los indicadores de inflación alentaría al BCE a mantener invariante su política monetaria este año, manteniendo su tasa de referencia en el nivel actual como también su programa de compra de activos. En esa misma línea, se espera que el Banco de Japón mantenga también sus políticas no convencionales que han coadyuvado a estabilizar las tasas de interés de largo plazo.

En América del Sur, la mayoría de los países continuarían con los impulsos monetarios con el fin de dinamizar la actividad económica. Las menores tasas de crecimiento económico registradas al cierre del primer trimestre del año en la mayoría de las economías de la región, combinadas con niveles de inflación convergiendo a los rangos de tolerancia, motivó a las autoridades monetarias a adoptar una

Gráfico 4.3: Proyección de crecimiento de los precios de materias primas (En porcentaje)

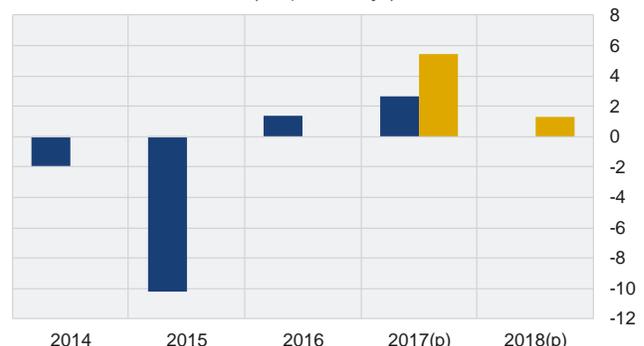


Fuente: FMI - Actualización de las perspectivas de la economía mundial (Julio 2017)
 Nota: (e) estimado (p) proyectado



Fuente: Banco Mundial- Perspectivas económicas mundiales (Junio 2017)
 Nota: (e) estimado (p) proyectado

Gráfico 4.4: Inflación externa relevante para el E.P. de Bolivia (En porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística de los países. FMI- Perspectivas de la economía mundial (Abril de 2017)
 Nota: Corresponde al promedio ponderado por el comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia. (e) estimado (p) proyectado

postura expansiva. En esta línea, se espera que dicha orientación se mantenga con la misma intensidad en Brasil y Colombia y en menor ritmo en Perú y Chile. Por su parte, Argentina que se encuentra encarando un proceso de recuperación económica, mantendría una política monetaria restrictiva con el fin de disminuir su inflación y alcanzar el rango meta establecido por su banco central. Esta divergencia con la orientación esperada en EE.UU. y otras economías avanzadas podría tener un efecto en los flujos de capitales y las paridades cambiarias de los socios comerciales de Bolivia.

4.2. Perspectivas del contexto nacional

En el segundo semestre de la gestión, la actividad económica presentaría un mayor dinamismo que el observado en el primer semestre; sin embargo, el balance para la gestión estaría indicando un crecimiento entre 4% y 4,5% por la contracción del sector de hidrocarburos que representó una incidencia negativa de aproximadamente 1pp en el primer trimestre, debido a una menor demanda de gas natural por parte de Brasil. En efecto, en el escenario más probable, el crecimiento previsto hasta fines de la gestión estaría en el rango de 4% a 4,5%, lo cual implicaría una corrección a la baja respecto a la previsión del IPM de enero (4,7%), principalmente por el menor desempeño al esperado inicialmente en el sector de hidrocarburos. La expansión económica se sustentaría en un buen desempeño de la actividad agropecuaria, la recuperación en la minería y un mayor dinamismo en los sectores vinculados a la expansión fiscal y monetaria. En este marco, la demanda interna compensaría una posible débil recuperación de los sectores no extractivos con mayor vinculación a la demanda externa.

Se tiene previsto un desempeño positivo en la actividad agropecuaria, asumiendo la ausencia de los efectos adversos de las sequías registradas en el año anterior. La mayoría de los productos agrícolas (industriales y no industriales) tendrían un mayor dinamismo que en 2016, por los incrementos de las superficies cultivadas y del rendimiento en la campaña de invierno, debido principalmente a una base de comparación muy baja por las sequías registradas el año anterior. Asimismo, se espera un dinamismo sostenido de la actividad pecuaria

sustentada en la expansión de la producción de ganado para la industria de carnes y la actividad avícola, en línea con el buen comportamiento en el primer semestre del año.

Se prevé el repunte del sector de la Industria Manufacturera explicado por el crecimiento sostenido de la Industria de Alimentos asociada a la demanda interna y a la producción agropecuaria.

Un mejor desempeño de Otras Industrias se sustentaría en la recuperación de la actividad de Productos de Refinación de Petróleo (asociada a la expansión en la elaboración de GLP y recuperación en la producción de líquidos), además de la puesta en marcha de algunos proyectos de industrialización como la Planta de Urea y Amoniaco en Bulo-Bulo, entre otros.

El sector de Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles, y Servicios a las Empresas mantendrá un ritmo de crecimiento acorde con la implementación de la Ley de Servicios Financieros y la orientación expansiva de la política monetaria. Se espera que las medidas de política monetaria expansiva mantengan una repercusión positiva sobre la expansión sostenida del crédito, lo cual coadyuvará a estimular el crecimiento económico.

En el caso de Construcción, se espera un desempeño robusto apuntalado por la inversión pública. Con base en la programación efectuada en el Presupuesto General del Estado, se espera la aceleración de la ejecución de la inversión pública programada para este año, sobre todo la concerniente a infraestructura y la productiva. Esto sería favorable para el sector de la construcción dado que se tienen previstos importantes proyectos carreteros y productivos (entre ellos los hidroeléctricos).

La actividad de Electricidad tendrá un mayor dinamismo producto de la puesta en marcha de algunos proyectos de generación eléctrica y la instalación de líneas de transmisión adicionales.

En efecto, se prevé un incremento en la capacidad de generación y la cobertura del servicio de electricidad a través de la culminación de algunos proyectos como las hidroeléctricas de Misicuni y Corani V en Cochabamba, además de la planta solar Yunchara en Tarija, entre otros. Asimismo, para mejorar la calidad de las redes que alimentan de energía eléctrica a

los diferentes departamentos del país, se instalarán líneas de transmisión en las comunidades de San Jose – Santivañez (Cochabamba) y la Bélgica – Los Troncos (Santa Cruz).

El desempeño del sector de Minerales Metálicos y No Metálicos sería positivo en el segundo semestre de la gestión. En efecto, se espera que la producción de la minería mediana (principalmente de plomo, zinc y plata) muestre un ascenso moderado en ausencia de los eventos adversos del primer semestre (como las mayores precipitaciones pluviales) y en respuesta a leves mejorías esperadas en el precio de la plata, el plomo y el zinc. En el caso de la minería estatal se prevé una producción ascendente en relación al primer semestre, debido a la mayor refinación prevista de estaño y a perspectivas de mejoras relativas en precios. Por su parte, la producción de la minería chica y cooperativista (principalmente de plata y oro) se mantendría en los niveles observados en el primer semestre.

En el sector de Hidrocarburos, se espera mejoras en la demanda de gas natural por parte de Brasil y el aumento de los volúmenes enviados a la Argentina. En efecto, se prevé una mejoría en los volúmenes de gas demandados por Brasil, producto de la recuperación paulatina de su sector industrial y la moderación en su producción hidroeléctrica (alternativa a la termoeléctrica). Asimismo, en el caso de Argentina se tiene previsto un pequeño incremento para cubrir los requerimientos mínimos establecidos hasta septiembre (temporada de invierno) y en el último trimestre del año. En cuanto al mercado interno, se espera que este sea más dinámico en la segunda mitad del año por la mejora en la ejecución de los programas de ampliación del uso doméstico del gas natural, así como la puesta en marcha de algunos proyectos de industrialización.

Por su parte, el aporte sostenido de la demanda interna continuaría impulsando el crecimiento económico por el lado del gasto. La orientación contracíclica de las políticas fiscal y monetaria continuará apoyando al dinamismo de la demanda interna; la política monetaria estaría orientada a mantener la liquidez en niveles adecuados y la política fiscal propiciaría una mayor expansión de la inversión pública, sobre todo la destinada a infraestructura y a proyectos productivos.

En este sentido, en el segundo semestre de 2017 la política monetaria continuará con la implementación de impulsos con el propósito de apuntalar el crecimiento económico preservando la estabilidad de precios. En efecto, el BCB mantendrá un nivel de liquidez adecuado y bajas tasas de regulación monetaria, lo que permitirá sostener el crecimiento del crédito y continuar apuntalando la actividad económica, evitando que se generen presiones inflacionarias.

La política cambiaria se mantendrá estable contribuyendo a anclar las expectativas de la población sobre el precio de la divisa. La estabilidad cambiaria, sin generar desalineamientos persistentes del tipo de cambio real con respecto a su nivel de equilibrio de acuerdo a sus fundamentos, permite también profundizar la Bolivianización, contribuye a la estabilidad del sistema financiero y reduce las presiones en las operaciones de cambio, sin afectar al sector externo del país.

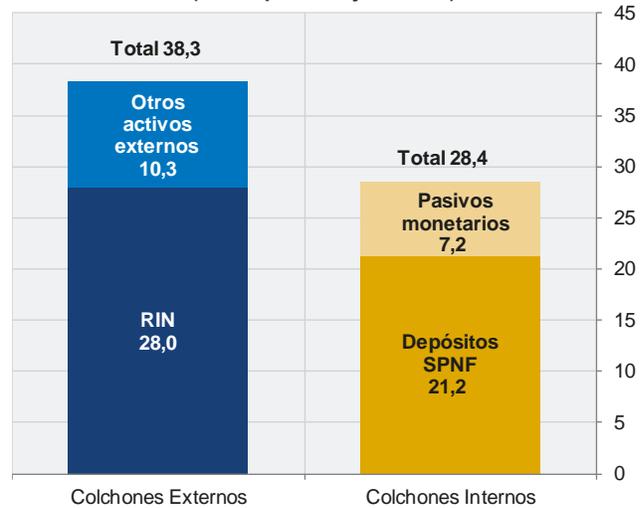
Cabe destacar que el E.P. de Bolivia mantiene importantes colchones financieros para continuar la orientación contracíclica, aún en un contexto más adverso que el previsto. En efecto, a pesar de la orientación expansiva de las políticas económicas desde mediados de 2014, se mantienen importantes colchones externos e internos que proporcionan espacios para continuar inyectando liquidez a la economía, aspecto que destaca la fortaleza de la economía boliviana (Gráfico 4.5).

4.3. Perspectivas de la inflación

Las proyecciones señalan que en el escenario base la inflación al cierre de las gestiones 2017 y 2018 estaría en torno a 4,3% y 4,5%, respectivamente. Las nuevas proyecciones son levemente menores a las presentadas en el IPM de enero 2017, debido a los bajos registros observados por parte de la inflación durante los primeros seis meses. Para este año se espera que la inflación termine, con un 90% de probabilidad, dentro un rango de proyección entre 3,0% y 5,0% (Gráfico 4.6). El sesgo a la baja de este rango se debe a que existen mayores probabilidades de eventos que podrían determinar que la inflación termine la gestión por debajo del escenario base.

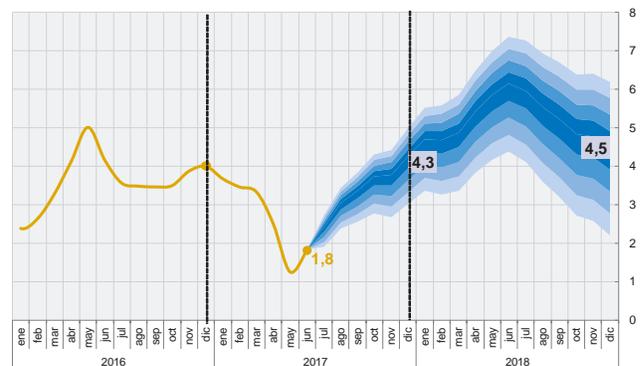
La proyección base de la inflación indica que durante el segundo semestre se observará una tendencia

Gráfico 4.5: Espacios de política (Como porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Bolivia
 Información al 30 de junio de 2017
 Notas: Otros activos externos incluyen activos del FINPRO, Fondos de protección, Fondo RAL ME y otros
 Pasivos monetarios incluyen títulos de regulación monetaria y encaje legal constituido en MN y otros

Gráfico 4.6: Inflación observada y proyectada (En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia
 Notas: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central. La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%

ascendente debido a diferentes factores. Por un lado, en el contexto interno, se tiene en cuenta la disipación de las presiones a la baja que se observaron durante el primer semestre. Históricamente, en el tercer trimestre se registran altas tasas de inflación por el incremento de precios de alimentos debido a una menor oferta a causa de las heladas. Adicionalmente, se espera un mayor dinamismo económico interno por los factores antes señalados. Por el lado externo, se considera principalmente el alza de los precios internacionales de materias primas que podrían ocasionar un repunte mayor de la inflación importada.

4.4. Balance de riesgos

Existen un mayor número de eventos que de concretarse podrían ocasionar que la inflación termine por debajo de la proyección base. Entre estos se considera: i) una alta oferta de productos alimenticios debido al buen desempeño del sector agropecuario nacional; ii) depreciaciones en las paridades cambiarias de los socios comerciales; y iii) menor recuperación o caída de los precios internacionales de las materias primas. En contrapartida, un aumento mayor al esperado de los precios de los alimentos podría originarse por los efectos de fenómenos climáticos adversos (heladas que reducirían la oferta de alimentos perecederos; retraso de cosechas por las lluvias y la probabilidad de ocurrencia del fenómeno de “La Niña” o el “El Niño” en la segunda parte del año). Aún considerando los diferentes escenarios posibles, se espera que la inflación se mantenga en niveles acotados durante el resto del año, proporcionando un margen de acción para que la política monetaria continúe con su orientación expansiva.

Respecto al crecimiento económico, se puede señalar riesgos a la baja de origen interno y externo que podrían generar desvíos respecto a su trayectoria prevista hasta fin de año. Entre los riesgos de origen interno se pueden mencionar a: i) una baja pero aún latente probabilidad de fenómenos climatológicos adversos, y ii) la posibilidad de retrasos en el gasto interno. Por su parte, entre los riesgos externos se encuentran: i) la lenta recuperación económica de los principales socios comerciales y/o menor demanda de gas natural por parte de Brasil, y ii) menores precios de los principales productos de exportación.

Como en los últimos años, las políticas fiscal y monetaria continuarán orientadas a contrarrestar los efectos adversos de los ciclos económicos, sosteniendo el dinamismo de la actividad económica y los programas de protección social. En ese sentido, el Órgano Ejecutivo y el BCB, en el marco de sus competencias y de manera coordinada, implementarán diferentes políticas y medidas con el propósito de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda y, de esta forma, contribuir al desarrollo económico y social de la economía boliviana.

Abreviaturas y siglas de utilización frecuente en esta publicación

| | |
|-----------------|--|
| € | Euro |
| \$us | Dólares estadounidenses |
| AFP | Administradora de Fondos de Pensiones |
| APS | Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros |
| ARDL | Modelo Autoregresivo con Retardos Distribuidos (<i>Autoregressive Distributed Lag</i>) |
| ASFI | Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero |
| BBV | Bolsa Boliviana de Valores |
| BCB | Banco Central de Bolivia |
| BCE | Banco Central Europeo |
| BDP | Banco de Desarrollo Productivo |
| BID | Banco Interamericano de Desarrollo |
| BJA | Bono Juana Azurduy de Padilla |
| Bs. | Bolivianos |
| CAP | Coficiente de Adecuación Patrimonial |
| CD | Certificados de Depósito |
| CEPAL | Comisión Económica para América Latina y el Caribe |
| CIN | Crédito Interno Neto |
| CIN-SPNF | Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero |
| COMA | Comité de Operaciones de Mercado Abierto |
| COMIBOL | Corporación Minera de Bolivia |
| DPF | Depósitos a Plazo Fijo |
| (e) | Estimado |
| E.P. de Bolivia | Estado Plurinacional de Bolivia |
| EASBA | Empresa Azucarera San Buenaventura |
| ECEBOL | Empresa Pública Productiva de Cementos Bolivia |
| EEPS | Empresa Estratégica de Producción de Semillas |
| EE.UU. | Estados Unidos |
| EEE | Encuesta de Expectativas Económicas |
| EBIH | Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos |
| EIF | Entidades de Intermediación Financiera |
| EMAPA | Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos |
| ENDE | Empresa Nacional de Electricidad de Bolivia |
| EPNE | Empresas Públicas Nacionales Estratégicas |
| ENVIBOL | Empresa de Envases de Vidrio de Bolivia |
| FCPVIS | Fondo para Créditos destinados al Sector Productivo y a Vivienda de Interés Social |

| | |
|--------------|---|
| FED | Reserva Federal |
| FI-SPNF | Financiamiento Interno al Sector Público No Financiero |
| FINPRO | Fondo de Revolución Industrial Productiva |
| FMI | Fondo Monetario Internacional |
| FNDR | Fondo Nacional de Desarrollo Regional |
| FONDO RAL | Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos |
| FONDO RAL-ME | Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en Moneda Extranjera |
| GLP | Gas Licuado de Petróleo |
| IC | Inversión de Cartera |
| ID | Inversión Directa |
| IGAE | Índice Global de Actividad Económica |
| IPC | Índice de Precios al Consumidor |
| IPM | Informe de Política Monetaria |
| IPPBX | Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (Considera cotizaciones internacionales excepto para el gas natural) |
| IT | Impuesto a las Transacciones |
| IUE | Impuesto sobre Utilidades a las Empresas |
| IVAnd | Impuesto al Valor Agregado no deducible |
| LACTEOSBOL | Empresa Productiva de Lácteos de Bolivia |
| M1 | Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV |
| M2 | Agregado monetario conformado por: M1 + Caja de Ahorros en MN y UFV |
| M3 | Agregado monetario conformado por: M2 + Depósitos a Plazo y Otros depósitos, en MN y UFV |
| M'3 | Agregado monetario conformado por: M'2 + Depósitos a Plazo fijo y otras obligaciones en ME y MVDOL |
| MBP6 | Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, sexta edición |
| MDPyEP | Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural |
| MDRyT | Ministerio de Desarrollo Rural y Tierra |
| ME | Moneda Extranjera |
| MEFP | Ministerio de Economía y Finanzas Públicas |
| mm | Milímetros |
| MM | Millones |
| MMmcd | Millones de Metros Cúbicos Diarios |
| MN | Moneda Nacional |
| MPD | Ministerio de Planificación del Desarrollo |
| MVDOL | Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor |
| MW | Megawatt |
| OMA | Operaciones de Mercado Abierto |
| OPEP | Organización de Países Exportadores de Petróleo |
| (p) | Cifras Preliminares |
| PAPELBOL | Empresa Pública Nacional Estratégica Papeles de Bolivia |
| pb | Puntos básicos o puntos base |
| PDES | Plan de Desarrollo Económico y Social |
| PIB | Producto Interno Bruto |
| PMI | Índice de Gerentes de Compra (<i>Purchasing Managers Index</i>) |
| PNAUP | Programa Nacional de Agricultura Urbana y Periurbana |
| pp | Puntos porcentuales |

| | |
|-------------------|---|
| PROMIEL | Empresa Pública Productiva Apícola |
| PSL | Plantas Separadoras de Líquidos |
| qq. | Quintales |
| R.B. de Venezuela | República Bolivariana de Venezuela |
| RIN | Reservas Internacionales Netas |
| SAFI | Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión |
| SEDEM | Servicio de Desarrollo de Empresas Públicas Productivas |
| SIN | Sistema Interconectado Nacional |
| SPNF | Sector Público No Financiero |
| TCPP | Tipo de Cambio Promedio Ponderado |
| TGN | Tesoro General de la Nación |
| Tn/ha. | Toneladas por hectárea |
| UFV | Unidad de Fomento de Vivienda |
| YLP | Yacimientos de Litio Boliviano |
| YPFB | Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos |



Ayacucho y Mercado
Tel: (591-2) 2409090
Fax: (591-2) 2406614
Casilla: 3118
www.bcb.gob.bo
La Paz - Bolivia