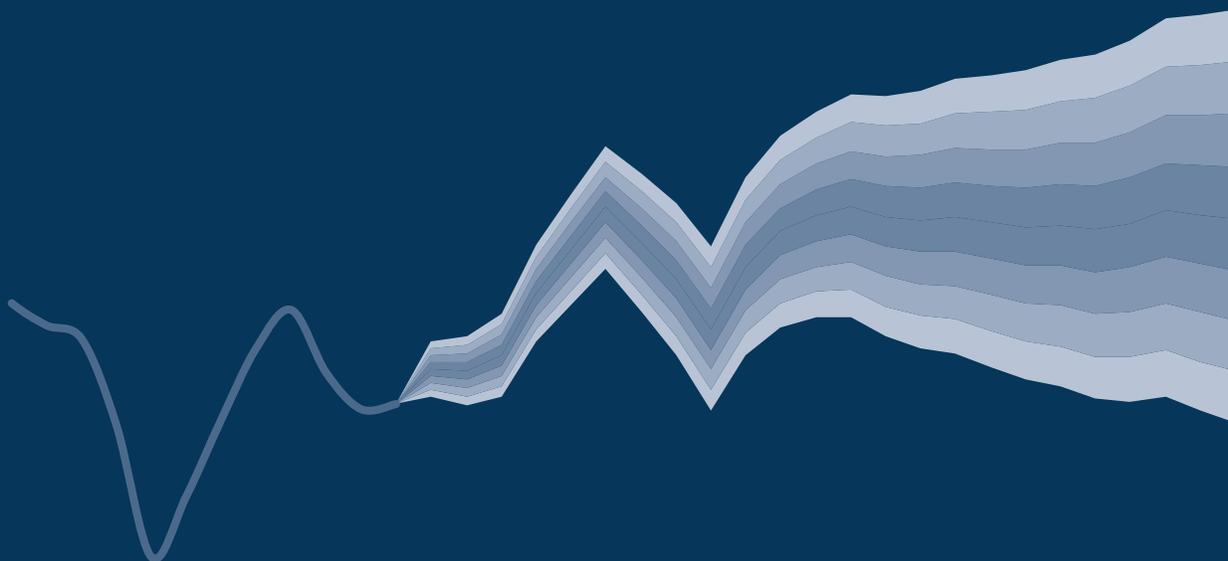


INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA



ENERO 2018



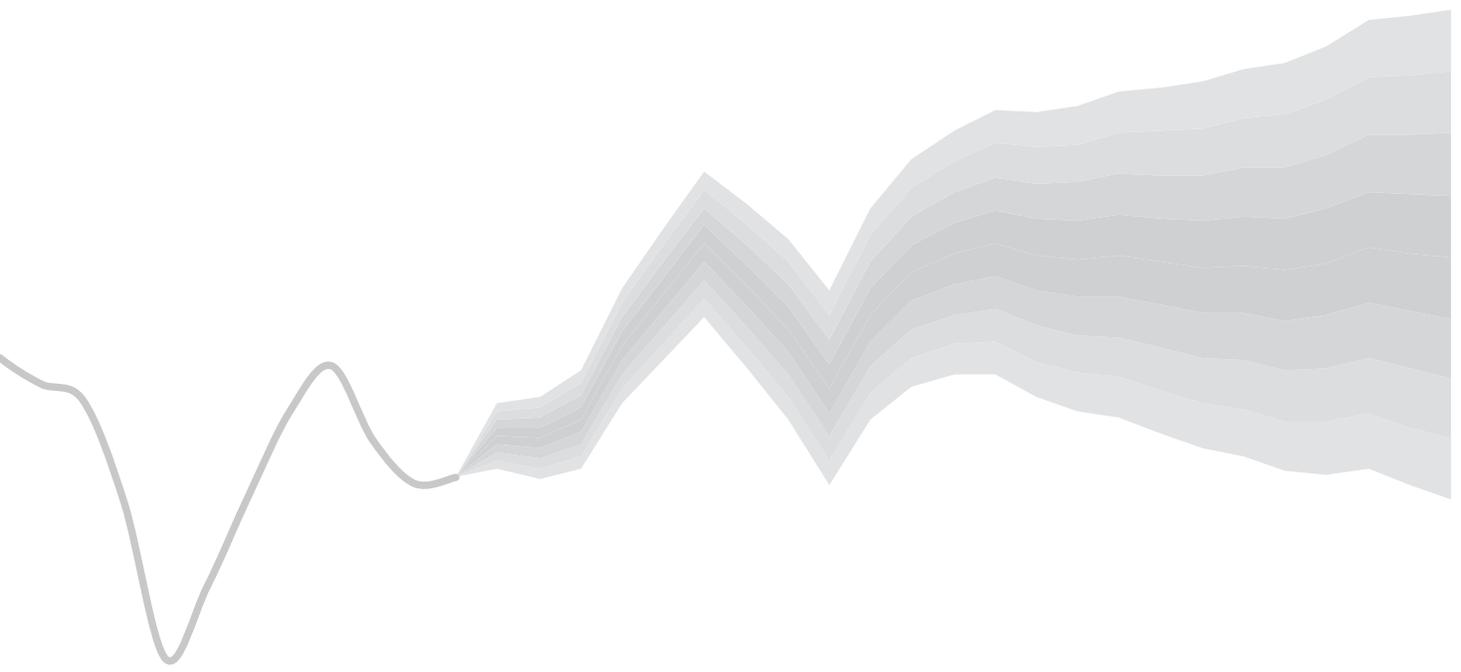
Banco Central de Bolivia

El BCB 90 años contribuyendo al desarrollo económico del país

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

ENERO 2018

Banco Central de Bolivia



Informe de Política Monetaria Enero 2018

400 copias impresas

Fecha de Publicación • Febrero 2018

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	1
1.2. Precios de los productos básicos de exportación	8
1.3. Inflación internacional y política monetaria	9
1.4. Mercados financieros	11
2. POLÍTICAS DEL BCB PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS Y EL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL	13
2.1 Política monetaria	13
2.1.1. Programa monetario	14
2.1.2. Instrumentación de la política monetaria	15
2.1.3. Liquidez, operaciones en el mercado de dinero e intermediación financiera	18
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	20
2.2.3. El Bolsín y la venta directa de dólares estadounidenses del BCB	20
2.2.4. Tipos de cambio de operaciones entre las EIF y sus clientes	22
2.2.5. 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	26
2.4.3. Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy (BJA)	27
2.4.4. Financiamiento de FINPRO para emprendimientos productivos	27
2.4.5. Financiamiento del BCB a "Mi Teleférico"	27
2.4.6. Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias	27
2.4.7. Política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución del ingreso	28

2.4.8. Políticas para incentivar la Bolivianización	28
Recuadro R1: Evolución del grado de anclaje de las expectativas de inflación en Bolivia.....	30
Recuadro R2: Inversión pública en infraestructura y crecimiento económico.....	33
3. RESULTADOS ECONÓMICOS	35
3.1. Inflación.....	36
3.1.1 Comportamiento reciente de la inflación.....	36
3.1.2 Factores que explican la evolución reciente de la inflación	39
3.2. Actividad económica	40
3.2.1. Actividad económica sectorial y por tipo de gasto	40
3.2.2. Desempeño del sector externo	46
3.2.3. Mercados financieros y monetarios	51
4. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	55
4.1. Contexto internacional.....	56
4.2. Perspectivas del contexto nacional.....	60
4.3. Perspectivas de la inflación	63
4.4. Balance de Riesgos	63
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE UTILIZACIÓN FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN.....	65

Presentación

En el marco de la transparencia y rendición de cuentas, el Banco Central de Bolivia (BCB) tiene el agrado de presentar el Informe de Política Monetaria (IPM) de Enero de 2018, documento semestral que expone las políticas implementadas por la Autoridad Monetaria, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, en procura de cumplir el mandato constitucional de mantener el poder adquisitivo interno de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social. Asimismo, incluye el análisis del contexto económico internacional y nacional, los resultados económicos alcanzados y presenta las perspectivas de crecimiento e inflación para este año.

En el IPM se resalta el crecimiento moderado de la economía mundial en 2017, una recuperación por debajo de la esperada de los precios internacionales de las materias primas, una frágil recuperación en América del Sur luego de dos años de contracción aunque por debajo de lo estimado inicialmente, apreciaciones de las monedas de la región que conllevaron a presiones inflacionarias moderadas y políticas monetarias expansivas.

En Bolivia se mantuvieron las políticas expansivas, que fueron implementadas desde la caída de los precios de las materias primas en 2014 para sostener el dinamismo de la actividad económica y los programas de protección social de lucha contra la pobreza. Estas acciones permitieron que Bolivia se destaque una vez más con una inflación entre las más bajas y un crecimiento entre los más altos de América del Sur, pese al débil contexto internacional.

En efecto, en 2017 el BCB intensificó la orientación expansiva de la política monetaria frente a un descenso excepcional de la liquidez, inyectando un volumen importante de recursos que permitió mantener la liquidez en niveles adecuados y bajas tasas de interés; de esta manera, se ha contribuido a sostener el dinamismo del crédito, coadyuvando a la Ley de Servicios Financieros.

En política cambiaria, se mantuvo la estabilidad del tipo de cambio nominal, lo que contribuyó a implementar la política monetaria expansiva, fijar las expectativas del público sobre el valor del dólar, mantener baja la inflación importada e impulsar el proceso de Bolivianización. Todo esto, sin registrar un desalineamiento del tipo de cambio real respecto de su nivel de largo plazo.

En línea con el carácter heterodoxo de las políticas, el BCB continuó aportando directamente al desarrollo económico y social a través del financiamiento a las EPNE; créditos para contrapartes de proyectos de las gobernaciones y municipios; y las transferencias para el pago del Bono Juana Azurduy (BJA).

Para 2018, se estima que la inflación se sitúe alrededor de 4,5%, nivel concordante con un mayor dinamismo de la tasa de crecimiento económico, estimada en torno a 4,7%. Este buen desempeño estaría sustentado por la implementación de políticas monetarias y fiscales contracíclicas que favorecerían la dinámica de los

sectores no extractivos principalmente. Para este fin, se destaca que Bolivia continúa manteniendo importantes recursos financieros internos y externos que le permiten sostener sus políticas.

En efecto, la política monetaria continuaría con su orientación expansiva, aunque en menor magnitud que en las anteriores gestiones en la medida que continúe la corrección prevista del sector externo. La política cambiaria mantendría su objetivo de profundizar la bolivianización, mantener las expectativas ancladas y controlar la inflación importada.

El Banco Central de Bolivia renueva su compromiso de ejecutar todas sus políticas con el objetivo de cumplir su mandato constitucional para el Vivir Bien de las bolivianas y bolivianos.

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

La Paz, Enero de 2018

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 31 de diciembre de 2017. Contiene también las perspectivas, objetivos y políticas para la gestión 2018.

Resumen Ejecutivo

La economía mundial tuvo un crecimiento moderado en 2017, reflejando un rebote cíclico, con registros por debajo de los alcanzados antes de la crisis financiera internacional. La producción industrial, la actividad manufacturera y el comercio mundial mantuvieron un desempeño positivo aunque contenido, los precios internacionales de las materias primas mejoraron pero por debajo de lo esperado a inicios de año; mientras aún persiste el lento crecimiento de los salarios en economías avanzadas y la recuperación diferenciada entre países, lo que estaría restando impulso a la actividad mundial.

El desempeño de los países avanzados mejoró; sin embargo, sigue siendo frágil y menor al crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo que continúan mostrando comportamientos mixtos. En América del Sur, luego de dos años continuos de contracción, se estima una débil recuperación en 2017, aunque menor a las proyecciones iniciales, con crecimientos acotados en la mayor parte de los países. En este contexto, nuevamente destaca Bolivia con una de las menores inflaciones y uno de los mayores crecimientos de América del Sur por cuarto año consecutivo, pese al choque externo a raíz de la menor demanda de gas natural por parte de Brasil.

Las condiciones de los mercados financieros internacionales permanecieron favorables y con baja volatilidad, lo que junto a una recuperación moderada de la economía mundial y tasas de interés internacionales aún bajas, favorecieron a la entrada neta de capitales a los mercados emergentes y en desarrollo. En este escenario, el dólar estadounidense se depreció, en tanto que la mayor parte de las monedas de la región mostraron apreciaciones,

destacando la estabilidad del tipo de cambio en Bolivia.

Las apreciaciones de las monedas de la región contribuyeron al descenso de sus tasas de inflación, dando paso al inicio de impulsos monetarios en estos países. Contrario a este comportamiento, el BCB inició la orientación expansiva de la política monetaria a mediados de 2014, en respuesta a la caída de los términos de intercambio y la desaceleración económica global; aspecto que se tradujo en tasas monetarias y de intermediación financiera muy bajas, lo que ha coadyuvado a mantener dinámico el crédito y la actividad económica, complementado los impulsos fiscales. En este sentido, las políticas fiscal y monetaria se han caracterizado por su orientación contracíclica con el objetivo de sostener el dinamismo de la actividad económica, preservando los programas de protección social y lucha contra la pobreza y la desigualdad.

En 2017, el BCB continuó con la orientación expansiva de la política monetaria y en el segundo cuatrimestre tuvo que intensificar esta orientación con medidas adicionales frente a un descenso excepcional de la liquidez. Entre las medidas implementadas que permitieron restituir la liquidez y mantenerla en niveles adecuados, destacan la disminución de la oferta de títulos de regulación monetaria, la reducción de las colocaciones semanales, el sostenimiento de tasas monetarias bajas, la redención anticipada de títulos reclamables, la reducción de las tasas de encaje legal y la disminución de las tasas de interés para reportos y créditos con garantía del Fondo RAL. Con ello, se normalizaron los mercados monetarios y financieros y las tasas de interés se corrigieron a la baja luego de un incremento transitorio. Esto contribuyó a sostener

el dinamismo del crédito del Sistema Financiero a empresas y familias, coadyuvando al cumplimiento de la Ley de Servicios Financieros puesto que el destino principal de estos recursos fueron el sector productivo y la vivienda social.

En un ambiente de inestabilidad de las paridades cambiarias de los países de la región, la política de estabilidad cambiaria en Bolivia continuó anclando las expectativas del público sobre el valor de la moneda extranjera, contribuyó a mantener la inflación importada bajo control, coadyuvó a profundizar el proceso de Bolivianización y a reducir las presiones sobre las reservas internacionales. Es de destacar que manteniendo estable el tipo de cambio nominal se ha logrado una considerable depreciación real de nuestra moneda en 2017 (en 5,1%), debido a la baja inflación interna y la apreciación nominal de las monedas de los socios comerciales. En este sentido, no se generaron desalineamientos del tipo de cambio real con respecto a su nivel de largo plazo explicado por sus fundamentos.

El BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo, continuó aportando de forma directa al desarrollo económico y social del país a través del financiamiento a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE), créditos a las gobernaciones y municipios mediante el Fideicomiso del Fondo Nacional de Desarrollo Regional (FNDR) y transferencias para el pago del Bono Juana Azurduy (BJA).

La inflación en 2017 reflejó un comportamiento estable con variaciones acotadas, terminando el año en 2,7%, la segunda tasa más baja de los últimos doce años y, como se ha señalado, entre las más bajas de la región. Dicho comportamiento estuvo principalmente explicado por el buen desempeño del sector agropecuario nacional, la estabilidad cambiaria que coadyuvó a reducir la inflación importada y la conducción adecuada de la política monetaria que se reflejó en indicadores moderados de tendencia inflacionaria y expectativas inflacionarias ancladas.

Asimismo, fue destacable el dinamismo de la actividad económica, principalmente de los sectores no extractivos. En efecto, nuevamente Bolivia registró uno de los crecimientos más altos de la región, explicado por la fortaleza de la demanda interna en línea con los impulsos que ejercieron las políticas fiscal y monetaria. Entre los sectores productivos, el

dinamismo de la actividad se sustentó principalmente en la producción agropecuaria, transportes y comunicaciones, y establecimientos financieros. Con cifras del PIB al tercer trimestre, el crecimiento acumulado de la actividad real fue 3,8%, próximo a su rango de proyección¹ (4% y 4,5%). El crecimiento observado alcanzaría a 4,7% de no contabilizarse la incidencia negativa de hidrocarburos y minería, ambos afectados por choques exógenos, como la menor demanda de gas natural por parte del Brasil, la menor ley de algunos minerales y paros por tareas de mantenimiento en la minería mediana.

Las reservas internacionales se incrementaron como resultado de altos flujos netos de capitales que registró la cuenta financiera, la apreciación de divisas distintas al dólar y el incremento del precio del oro; compensando el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El saldo de las reservas internacionales netas al cierre de 2017 alcanzó a \$us10.261 millones que representan 11 meses de importación y 27% del PIB, *ratios* que superan ampliamente a niveles referenciales considerados adecuados, aspecto que refleja la fortaleza externa del país que se destaca en la región y a nivel mundial.

Por otro lado, se registraron incrementos considerables en depósitos y cartera de créditos, sustentados por las medidas que sostuvieron la liquidez y las mejoras en el ingreso nacional por el dinamismo de la actividad interna. El ritmo de crecimiento de los depósitos del público en el Sistema Financiero evidenció una recuperación considerable con un incremento anual que se sitúa entre los registros más elevados de los últimos años. Con estas medidas implementadas de manera coordinada entre el BCB y el Órgano Ejecutivo, el crédito del Sistema Financiero al sector privado continuó con un importante dinamismo, el flujo anual fue similar a los registros históricamente más elevados que se presentaron en las dos gestiones anteriores. Este crédito se orientó principalmente al sector productivo y de vivienda de interés social de conformidad con la Ley de Servicios Financieros. La bolivianización de la cartera y ahorro continuó profundizándose a niveles cercanos al 100%, aspecto que ningún otro país de la región con dolarización parcial ha logrado y en tan corto tiempo.

¹ Informe de Política Monetaria julio de 2017

Los agregados monetarios, incluyendo al circulante, mostraron mayores tasas de crecimiento interanual, reflejando la orientación expansiva de las políticas sin que ello se haya traducido en desequilibrios del mercado de dinero como muestra la baja inflación registrada y el incremento de las reservas internacionales.

Al respecto de las perspectivas, en 2018 se espera un mayor dinamismo de la economía mundial impulsada principalmente por el desempeño de las economías emergentes y en desarrollo. En América del Sur, se prevé que el ritmo de expansión se acelere en la mayoría de las economías, aunque quedan pendientes desafíos en materia fiscal y definiciones políticas en algunos países. Por el contrario, las proyecciones de crecimiento de las principales economías avanzadas, con excepción de EE.UU., mostrarían un menor dinamismo. En este marco, el PIB externo relevante para Bolivia registraría un repunte en el año, aunque esta estimación no está exenta de riesgos que podrían sesgarla a la baja.

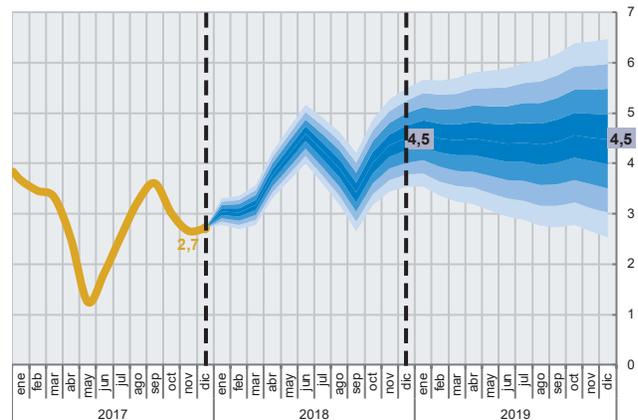
A su vez, los precios internacionales de las materias primas tenderían, en promedio, a estabilizarse en 2018. En el caso del precio del petróleo, si bien se prevé que continúe recuperándose, el incremento sería menor al registrado en 2017. Este resultado, explicaría en parte el menor nivel de inflación externa proyectado. En cuanto a la política monetaria, la normalización seguiría siendo gradual en las principales economías avanzadas; mientras que en la mayoría de los países de la región la orientación seguiría siendo expansiva aunque a un menor ritmo, salvo en Argentina donde se mantendría un sesgo contractivo. En este contexto, si bien la perspectiva es que la liquidez continúe elevada, existen riesgos que podrían precipitar reversiones de los flujos financieros y menores inversiones en los mercados emergentes y en desarrollo.

Respecto a la actividad económica nacional, las perspectivas son favorables para 2018. El PIB de Bolivia aceleraría su crecimiento hasta alcanzar una tasa alrededor del 4,7%. Este desempeño estaría sustentado por la dinámica de sectores extractivos y, sobre todo, no extractivos. En el primer caso,

será determinante el repunte económico mundial y sobre todo regional; mientras que en el segundo, la orientación de las políticas monetaria, fiscal y financiera proveería importantes impulsos. Liderarían la expansión del PIB los sectores de: Electricidad, Gas y Agua; Construcción y Obras Públicas, Servicios de la Administración Pública; y Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca. Por el lado del gasto, la fortaleza de la demanda interna continuaría sustentando el crecimiento, en tanto, que la demanda externa reduciría su impacto negativo.

Por su parte, al cierre de la gestión 2018, la proyección señala que en el escenario base la inflación estaría alrededor de 4,5% en un rango entre 3,5% y 5,5%. De igual manera, la previsión para finales de 2019 apuntaría a 4,5%.

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%

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 aunque en menor magnitud que las anteriores gestiones en la medida que continúe la corrección prevista del sector externo. 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

Global economic activity exhibited moderate growth rates in 2017 (as part of the cyclical rebound) with figures below those reached before the international financial crisis. Although contained, industrial production, manufacturing activity and world trade maintained a positive performance. Moreover, international prices of commodities improved but remained below the levels expected at the beginning of the year. In this context, the slow increase in wages in advanced economies and the differentiated pace of economic recovery between countries are some of the main reasons why the global activity would be slacking off.

The performance in advanced economies improved; however, it is still fragile and growth rates observed in these countries are lower than the ones of emerging and developing economies (which still present mixed behaviors). In South America, after two continuous years of contraction, a weak recovery is expected for 2017 (although slower than the initial projections, with bounded growth rates in most countries). In this setting, once again Bolivia stands out as one of the economies with the lowest inflation rates and the highest growth figures in the region (for the fourth year in a row), despite the external shock originated by the decrease of Brazil's demand for natural gas.

Conditions of international financial markets remained favorable, exhibiting low volatility. This fact, along with the moderate recovery of world economy and low interest rates, favored the net inflow of funds to emerging and developing markets. In this scenario, the US dollar depreciated, meanwhile most currencies of the Latin America region showed appreciations, in contrast to the stability of the nominal exchange rate in Bolivia.

The appreciation of currencies contributed to decrease inflation rates in countries of the region, making more suitable conditions to implement monetary impulses. In the meantime, the Central Bank of Bolivia (BCB) maintained its accommodative monetary stance, which was initiated in mid-2014 in response to the fall in terms of trade and the global economic slowdown.

This event implied very low monetary and financial intermediation rates which, along with fiscal impulses, helped to boost credit and economic activity. In this sense, fiscal and monetary policies followed a countercyclical orientation, with the aim of sustaining the dynamism of economic activity while preserving social protection programs and tackling poverty and inequality.

In 2017, the BCB continued its accommodative monetary stance and, in the second quarter, intensified this orientation with additional policy actions in the face of an exceptional liquidity decrease. Among the actions that allowed liquidity to be restored to adequate levels, were the decrease in supply of BCB Bonds, the preservation of low monetary interest rates, the early redemption of callable bonds, the reduction in legal reserve requirements, and the decrease in interest rates for repo operations and for credits supported by the Fund of Liquid Assets Requirement (RAL).

With these measures, monetary and financial markets were normalized and interest rates corrected downwards after a temporary increase. This contributed to sustain the dynamism of the credit of the financial system to firms and households, contributing to the fulfillment of conditions established by the Law of Financial Services (provided the main destination of these resources were the productive sector and social housing).

While the exchange rates of countries in the region were volatile, the exchange rate stability in Bolivia continued to anchor public expectations regarding the level of the nominal exchange rate. This contributed to keep imported inflation under control and to deepen the dedollarization process, relieving pressures on international reserves. It is noteworthy that the stability of nominal exchange rate allowed to obtain a sizable real depreciation of the Bolivian currency in 2017 (5.1%), mostly due to low domestic inflation and the appreciation of currencies of trading partners. Within this setting, no persistent misalignments of the real exchange rate with respect to its long-term level (explained by its fundamentals) were observed.

Furthermore, the BCB, in coordination with the National Government, continued contributing directly to the economic and social development of the country by financing Strategic Public National Enterprises (EPNE, for its acronym in Spanish), granting credits to regional Governments and municipalities through the National Fund for Regional Development (FNDR), as well as by providing the required funds for the Juana Azurduy cash transfer program.

In 2017, inflation rate reflected a stable behavior with slight fluctuations, ending up at 2.7%, the second lowest rate in the last twelve years and, as noted, among the lowest in the region. This behavior was mainly explained by the good performance of the agricultural sector, exchange rate stability that contributed to reduce imported inflation and the careful management of monetary policy (reflected in moderate indicators of inflationary trends and anchored inflationary expectations).

Likewise, economic activity reflected a dynamic behavior, mainly due to non-extractive sectors. As a consequence, once again Bolivia registered one of the highest growth rates in the region as a result of the strength of domestic demand in line with impulses generated through fiscal and monetary policies.

Among the productive sectors, the good performance of economic activity was based mainly on agricultural production, transport and communications, and financial establishments. Up to the third quarter of 2017, the cumulative growth of real activity was 3.8%, close to the projection range for the year (between 4% and 4.5%). The growth rate would have been equal to 4.7%, if the negative shocks which affected

hydrocarbons and mining sectors would not have taken place (i.e. exogenous shocks such as the lower natural gas demand by Brazil; lower purity of some minerals and productive stoppages due to maintenance tasks in mid-size mining).

International reserves increased as a result of high net inflows of capital (which correspond to the financial account), regional currencies appreciation and the increase in the international price of gold. These movements counterbalanced the deficit in the current account of the Balance of Payments. At the end of 2017, foreign exchange international reserves reached USD10,261 million, equivalent to eleven months of imports and 27% of GDP, ratio above reference levels considered adequate. These aspects reflect country's external strength which stands out in the region and throughout the world.

On the other hand, there were significant increases in loans and deposits of the financial system, stimulated by policy actions which held liquidity in adequate levels and by improvements in national income due to the domestic activity dynamism. The growth rate of deposits in the financial system showed a considerable recovery, with an annual rate for 2017 among the highest in recent years.

Moreover, as a result of the actions implemented in a coordinated way by the BCB and the National Government, the financial system credit to the private sector continued growing notably. The annual flow was similar to the historic records presented in the two previous years. These loans were mainly devoted to the productive sector and to funding social interest housing, in accordance with the priorities established by the Law of Financial Services. Financial dedollarization of credits and savings continued to deepen to levels of participation of the domestic currency close to 100%. This is a remarkable result that no other country in the region with partial dollarization has achieved in such a short time.

Los agregados monetarios, incluyendo al circulante, mostraron mayores tasas de crecimiento interanual, reflejando la orientación expansiva de las políticas sin que ello se haya traducido en desequilibrios del mercado de dinero como muestra la baja inflación registrada y el incremento de las reservas internacionales.

Monetary aggregates (including the currency), showed higher year-on-year growth rates, reflecting the accommodative stance of policies without affecting the equilibrium in the money market, as evidenced by the low inflation and the increase in international reserves observed by the end of the year.

In terms of economic outlook, in 2018 a greater dynamism of world economy is expected, driven mainly by the good performance of emerging and developing economies. In South America, the pace of growth is expected to accelerate in most economies, although fiscal challenges and internal political processes (i.e. election campaigns) are still pending in some of these countries. On the contrary, growth projections of the main advanced economies, with the exception of the United States, reflect lower dynamism. In this framework, the external GDP relevant to Bolivia would register a rebound in this year, although this is not exempt from risks that could affect its expected behavior downwards.

In turn, international commodities prices would tend, on average, to stabilize in 2018. In the case of the price of oil, although it is expected to continue recovering, the increase would be lower than the one registered in 2017. In part, this result would explain the lowest rates of world inflation expected by the end of the year.

As for monetary policy, normalization would remain gradual in main advanced economies; while in most countries of the region the orientation would continue to be accommodative although at a slower pace (except in Argentina where a contraction bias would remain). In this context, although the liquidity forecast remains high, there are risks that could trigger reversals of financial flows and lower investment levels in emerging and developing markets.

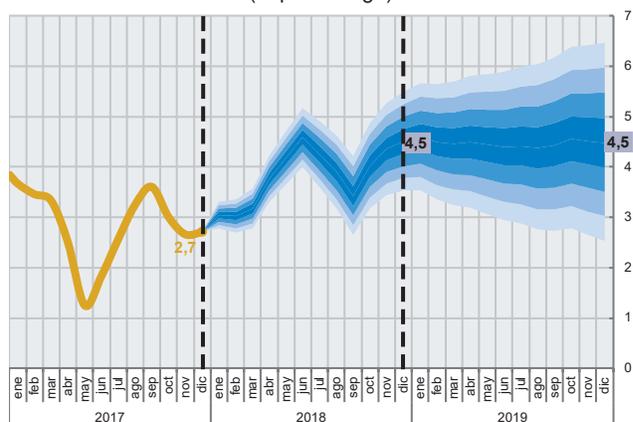
Regarding domestic economic activity, the outlook is favorable for 2018. Bolivia would accelerate its growth rate, reaching a rate around 4.7% by the end of the year. This performance would be supported by the dynamics of the extractive sectors and, especially, the non-extractive ones. In the first case of extractive sectors, the recovery of regional economic growth

would be decisive; while regarding the non-extractive sectors, the impulses provided by monetary and fiscal authorities will be important.

The expansion of Gross Domestic Product would be led by the following sectors: Electricity, Gas and Water; Construction and Public Works, Public Administration Services; and Agriculture, Forestry, Hunting and Fishing. On the expenditure side, the strength of domestic demand would continue to boost growth, while external demand would reduce its negative impact.

In terms of domestic inflation outlook, the baseline scenario forecast indicates that at the end of the 2018 the inflation rate would be around 4.5%, in a range between 3.5% and 5.5%; a similar inflation rate of 4.5 is also expected by the end of 2019.

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



Source: Central Bank of Bolivia

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

While preserving a careful balance between its objectives of preserving price stability and supporting economic dynamism, the BCB will maintain the accommodative stance of monetary policy, albeit to a lesser extent than in previous years provided the external sector reflects signals of further recovery. On the other hand, the exchange rate policy will be aimed at preserving price stability, financial dedollarization as well as the stability of the financial system. Finally, it should be noted that Bolivia still possesses important financial buffers to continue with the counter-cyclical orientation of the economic policies.

Ch'umthapiyata Arunaka

Aka uraqpachan economiyax 2017 maranxa mä juk'akwa jiltawayarakina, pachpar muytatakwa uñacht'ayi, janir jan walt'awinak utjkipan anqa markanakan ukhamarjamaw qilqatanxa. Kuna lurawinakati utjki aka industriana, amaparanakam luratanaka ukat aljañ alañ uraqpachana ukanakaxa khusakwa nayrar sarantapxäna. Materias primas chaninakapax anqa markanakanxa walirukiw sarantanxa kunaki mara qalltkasin suyatakän ukhamarjamaw juk'aqtawiyaraki; ukhamakipanxa jach'a markanakan qulqi jiltatapaxa payllaw chaninakapaxa juk'at juk'atwa jiltaskaraki ukat markapura jiltañ tuqit mayxa mayxakiw sari, ukanakampix aynacht'akispaw sartañ satakipan kunayman lurawinakati utjki urakpachan ukanakana.

Jach'a markanak jiltatapax walt'akirakiwa; ukhamakipanxa mä juk'a jallk't'akirakiwa ukampis juk'akwa jisk'a markanan jilatapax tantiy tantiyukiw lilapxarakinxä, Pä mara juk'aqtawipax aka América del Sur tuqinxä, amuyutarakiwa aka 2017 maranx juk'akwa sartawayaraki, kunjamati amuyatakan qalltkasin ukhamarjama, walxa jach'a markanakan kikipakiw jiltatapax sari. Ukhamakipanxa, Bolivia markaxa mayampiw juk'a inflación uñast'ayaraki, ukat walxpach jilti aka América del Sur tuqita, Brasil markawa juk'aki gas natural alistuxa ukampirusa janiw ukampix aynacht'atakiti.

Kunjamti mercados financieros internacionales ukan amuyunakaparux yäparakiwa saräna ukat, tasas de interés anqa markanakan juk'aqtawipax mä juk'at juk'atwa sartaraki qulqi apnaqañ tuqi uraqpachana, yanapt'arakinwa aka entrada neta de capitales mercados emergentes ukanakaruxa. Ukhamä uñjkasinxa, estadounidense dolarapaxa juk'aqtawiyiwi, ukat akawj markanakan qulqinakapax

munatakinwa, juk'ampachas uñast'ayasapini thuruñchastapa dólar turkakipaw bolivianuru.

Akawj markanakan qulqir munataxa yanapt'arakinwa inflacionanaka saraqañapataki, ch'amañchasa qullqi tuqit aka markanakaru. Maysa tuqitxa, BCBxa 2014 chika maratwa qalltarakina kunkachasa política monetaria miratatañapataki, economía global tuqin aynacht'awiparu kutt'ayasa; uñast'ayasirakinwa tasas monetarias de intermediación financieras juk'aqtawipa, ukax yanapt'arakinwa qulqi tuq apnaqaña jiltañapataki, impulsos fiscales phuqxjatata. Ukhamakipanxa kuna amtanakatí utjki qulqi apnaqaw tuqitxa kunkañcharakinwa amuyasapini thurkatañataki apnaqawja, uñaqipasapuni kuna amtañanakati utjki khuskhak qamasñañataki.

Aka 2017 maran BCBxa sarantaskakinwa kunjämti kunkañchataki jiltayañataki política monetaria ukhamarxama, ukat aka payir cuatrimestrinxa juk'ampachaw sartayän pacha amuyunakampi qulqi aynacht'awir chillpkatañataki. Aka liquidez yäparjama uskuñatakix, lurapxarakinwa, alxaña títulos de regulación monetaria juk'aqtayana, colocaciones semanales juk'aqtayapxaraki, juk'a tasas monetarias pachpakirakinwa, redención anticipada de títulos reclamables, tasas de encaje legal ukxa juq'aqtayatanwa, tasas de interés para reportos ukat créditos con garantía del Fondo RAL ukxa juk'aqtayarakinwa. Ukanakampixa, yäparukiw mercados monetarios finanaciononakax saräna ukat mä incremento transitoriutxa aka tasas de interés ukax askichasiwiyänwa saraqawipaxa. Akaxa yanapt'awiyiwa jank'aki sarañapataki bankunakat qulqi mayt'awi empresanakaru ukat familianakaru, yanapt'asina aka Ley de Servicios Financieros phuqhañapataki kunalaykutixa aka qulqinakaxa

sarayatanwa sector productivo ukat vivienda social tujiru.

Aka jak'a markanan qullqi mayjt'atanakakipanxa, Bolivia maraksanxa walikiw sarantixa kunjamti markachirinakax munki ukhamarxama, controlt'awiyiwa anqax marqat inflación puririrusa, yanapt'asa bolivianización laqañchañataki, juk'aqtayañataki presiones sobre reservas internacionales. Wakisiwa qhanañchañax tipo cambio nominal thuruñchataxa jikikipatarakinwa qulqisasa munata 2017 maranxa (5,1% sipans jila), juk'a inflación uthataparua markasana, qulqisar wali munataparusa. Ukhamakipanxa janiwa mayxa mayx sarkiti tipo de cambio realaxa kunjamti jayar kunkañchati ukhamarjama.

BCBxa Órgano Ejecutivump aruskipasa desarrollo económico y socialatakixa, churarakinwa qulqina aka EPNE ukaru, ukat Gobernacionakakaru, Municipionakaru Fideicomiso taypima FNDR ukat churarakinwa Bono Juna Azurduy payllañatakisa.

2017 maranxa inflacionax pachparukiw sayt'anxa, mara tukuyañatakixa 2,7%, payir tasa wali iraqt'ata aka tunka payan maranakana ukat kunjamti khanañchataki, ukhamarjama, juk'a juk'a iraqti akawj markanakat sipansa. Ukham unjtawixa sector agropecuario nacional tuqitwa yanapt'arakinxa, qullqi mayxt'ayañ sayt'awipaxa, yanapt'arakinwa inflación anqa markat apanitaru juk'aqtayañataki, ukhamarusa suma kunkañchayaña política monetariaxa uñjatarakinwa indicadores moderados de tendencia inflacionaria ukat expectativas inflacionarias ancladas.

Ukhamakipanxa, wali sumwa apnaqatan economiixa, juk'ampachasa sectores no extractivos tuqita. Ukatxa, mayampiw Boliviaxa uñsat'ayi wali suma jiltatapa akawx markanakt sipansa, uka jiltawixa amuyasirakinwa ch'amampi sartatapa demanda interna markasana, ukat políticas fiscal y monetaria. Productivunakapuraxa, nayraqataruw sartatarakinxa, producción agropecuaria, transporte y comunicaciones, ukat establecimientos financieros. PIB uka jakhuwipampi tercer trimestrinxa, 3,8%raqwa jiltatayna, uka tasax jikkatarakinwa 4,7%raki jani walt'asp aka hidrocarburos, minería ukaxa, panpachaniw choques exógenos ukaw jan waltataspa, ukat Brasil juk'a gas alatapata mineralanak iraqtawipata ukat minería medianan paro sayt'awipata.

Reservas internacionales ukax jiltawayarakinwa kunjamti walxa influjos netos de capitales uñast'ayki cuenta financiera ukhamarjama, maymaya divisas dólar munataru ukat quri orun chanip jiljattatapata, cuenta corriente balanza pagunakat askichañataki. Qulqi jilt'ir reservas internacionales netas ukaxa aka 2017 maratakix jikkatarakinwa \$us10.261 millunanaka ukaxa 10 phaxsik importacionwa represente ukat PIB tuqitsti 27%raki, uka jakhuwinakax atiparakinwa jaypachata, ukaxa uñast'ayarakiwa anqa markanakan aka marqasaru ch'amañchawipa uñast'ayasa aka anqa uraqpachana.

Maysa tuqitxa, depositunakana ukat cartera de creditunakansa sumpachwa jiltarakinxa, yanapt'asa kunjamti amtatakan ukhamarxam liquidez uthañapataki anqata qulqi mantanirixa walikirakinwa aka markasan qulqi unxtawipaxa. Markachirinaka qulqi bankunakaru apirinakaxa jilatarakinwa ukax uñjatarakinwa qhanpachaja mä jiltawi marpachana aka qhip qhipha maranakanxa walpachwa jiltaraki. Jay ukham amuyunakampi aruskipasapuni aka BCBmpi ukat Órgano Ejecutivumpi crédito sistema financierutxa aka sector privaduruxa sarantaskakinwa yäparjama, kunjamti nayra pachanak wal jiltirikän ukhamarjampachaw jilaskakinxa uñast'ayarakinwa aka nayrir pämaranakana. Aka credituxa chiqpachansa thaqhiñcharakinwa aka sector productivo ukat vivienda de interés social kunjamti Ley de Servicios Financieros siski ukhamarjama. Boliviano qulqi munañaxa sarantaskakinwa sumpacha niya jak'achasa 100%narua, ukaxa jak'a anqa markanakan parcial dolarizacionapaxa jikkatkapxiti juk'a pachanaki.

Qulqi tuqi apthapiwinaka, muyurinakampacha, uñast'ayapxarakinwa jilpacha jiltatapa marat mararjama, uñast'ayasapini kunjamatati amtataki ukhamarjama ukanakax janiw mayjt'aykiti qulqi apnaqawinxu juk'a inflación uñast'ayata ukat reservas internacionales jiltatapsa.

Ukhamakipanxa kunjamatati amuyutaki, 2018 maratakix suyatarakiwa walpacha sartawi uraqpachan qulqi tuq apnaqawixa economías emergentes y en desarrollo ukanak nukkatawipampi. América del Sur tuqinxu, amuyatarakiwa qulqi tuq apnaqawixa walpachaw jiltarakini, maysatxa sapa marka taypinxa utharakiwa ma amtawi aka materia fiscal tuqita ukhamaraki sumpach amuyunaka kunkañchaña yaqhir

markanakansa. Maysa tuqitxa, kuna amuyunakati jiltañapataki utjki qulqi tuqi apnaqawinakaxa, aka jani EE.UU. markampi, uñast'ayapjarakispawa juk'a sartawi. Ukhamakipanxa, aka PIB anqa markanakanxa uñast'ayarakispawa suma jiltawi marpachana, aka jiltawija janis phuqhasikirakispawa.

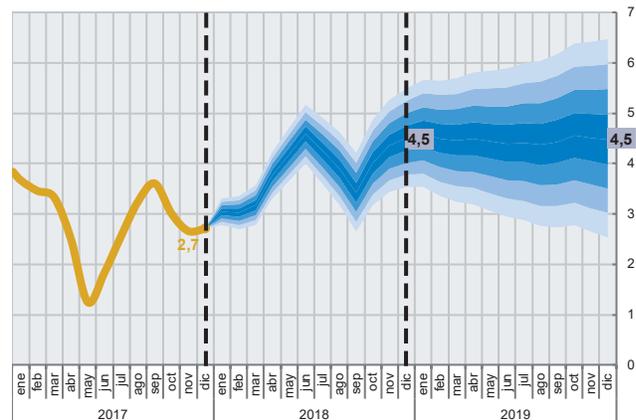
Ukhamarusa, materias primas chaninakapa anqa markanakanxa sayt'akirakispawa, 2018 matakix sayt'as thuruñchasingirakispawa. Aka petroliun chanipanxa, kunjanti amuyutaki jiltañapax, uka jiltawix juk'jakirakispawa 2017 maran sipansa. Aka qhanstawija, khanañcharakispawa juk'a inflacion anqax markan amuyutarjama. Qulqi tuq amuyun tuqinxaxa, sumat sumatakwa sarantarakispaxa aka economías avanzadanakanxa; ukañkamax waljpach akawj anqa markanakanxa thaqhiñchatapax juk'at kuk'atakiraqwa sasrantaspaxa, Argentina markan janirakiwa ukhamakaspasi. Qulqi walpacha uthaschi ukaxa jan walt'awi utharakispawa flujos financieros ukanakana ukat juk'a inversión jisk'a markanakana.

Qulqi apnaqawi aka markasanxa, 2018 maratakixa yäparukiw uñakipatarakixa. Aka PIB Bolivia markasanxa walpachwa jiljatarakina 4,7% tur niya jikkatañataki jiltatapxa. Aka irnaqawixa yanapt'atarakiwa sectores extractivos ukan sartawipampi, juk'ampachasa, jan extractibunakatsa. Nayririkanxa, kunjanti uraqpachan economía laqñchini ukhamarjamaw yatisini, juk'ampachasa akawj jak'a markanakana; payirikänsti, políticas monetaria, fiscal ukat financieran thakhinakapax nukt'arakiniwa jiltawiparu. Píqiñchapxarakispawa PIB ukan miratatawipa aka: electricidad, gas ukat uma; construcción de obras públicas, servicios de la administración Pública; ukhamaraki Agricultura, Servicultura, Caza, y Pesca. Gastu tuqitsti, ch'amañchawipa aka markatuqinxaxa pachpakirakiwa jiltaskaspaxa, ukhamakipanxa, anqa market

munirinakaxa juk'añcharakispawa jan walt'awipxa.

Ukakistanxa, 2018 mara tuqt'aykasinxaxa, kunjanti amuyutaki anflacionaxa purirakispawa mä 4,5% ukat 3,5% ukat 5,5%raki. Kikpkirakiwa, amuyuta aka 2019 maratakixa mä 4,5%raki.

Inflación observada y proyectada
(Porcentajisnti)



Fuente: Banco Central Boliviatawa

Notanaka: Jamuqatanxa utharakiwa intervalos de confianza en torno al escenario central. Sumpach uñakipañatakixa jamuqatanwa qhanakana uñjasirakixa mä intervalo 90%tuna

BCBxa, sumitatwa uñakipaskaraki qulqi chaninakapa yäpar sarañapataki ukat qulqi apnaqaw jank'achañatakisa, pachpa amuyumpikipiniw saratatarakini kunjanti amuyutaki qulqi apnaqañax ukhamarjama kunakti mä juk'a minust'ayasa nayrir maranakat sipansa kunjanti anqa markanakan uñakipatak ukhamamarjama. Ukakistanxa, política cambiaria ch'amañcharakiniwa chaninaka sayt'añapataki, bolivianizacionakana ukat qulqi apnawaw thuruñchataki. Tukt'ayañatakixa, wakisiwa qhanañchaña Bolivia markaxa suma thuruñchatawa colchón financierupaxa, sarantañatakix thakhiñchatawa contraciclica políticas económicanakata.

Tuymichi wanllapa

Economía mundial wiñan pisillata kay iskay waranqa chunka qanchisniyuq watapi, rikhuchispa rebote cíclico kaqta registros kaqpi pisita niraq crisis financieran kashaqtin chayman jina. Producción industrial, manufactura ukhupi llankaqkuna, jinataq comercio mundial khuskachan allillanta, precios internacionales materias primas kaqpata allinyan, chaywampis mana wata qallakuypi jinachu, jinataq pisi wiñaypi salarios, economías avanzadas kaqta khawarispa, kay pisiyachishankallpata actividad mundialpata.

Países avanzados kaqpata llankaynin allinyan, jinaspapis mana allin kallpayuqchu wiñaynin economías emergentes kaqpata, desarrollo kaqpi rikhuchin comportamiento mixto kaqta. América del Sur japiypi iskay watata contracción khuskachakun, chaywampis pisi wiñaynin pasaq Iskay Waranqa Chunka Qanchisniyuq watapi, chaywampis mana qallkuypi jinachu, ashkha suyuspi. Kayta qhawarispa wateqmanta Bolivia suyunchis allin qhawasqa, pisi inflación kasqan rayku, América del Sur ukhupi, aswampis ashkha miraynin, choque externo, mana Brasil gas Natural kaqta rantinñachu, chaywan mana chaywan allin khawasqa

Condiciones mercados financieros Internacionales kaqpata khuskachakun allimpi, pisi volatilidadniyuq, khuska recuperación moderada economía mundial kaqwan khuska, tasas de interés Internacionales, pisipi yanapan entrada neta capitales kaqwan mercados emergentes, jinataq desarrollo kaqman. Kayta qhawarispa dólar Estado Unidense depreciakun, kaywan rikhukun estabilidad cambio kaqpi Bolivia ukhupi

Apreciaciones qolqepata kay región ukhupi yanapan inflación pisi kanampaq, ñanachaspa

impulsos monetarios kaqta kay suyuspi. Kayta qhawarispa BCB qallarín orientación expansiva kaqta maychus política monetaria khuskachakorqa Iskay Waranqa Chunka Tawayuq watapi chayman jina, kutichispa desaceleración económica globalman, kaytaq reqsichikurqa tasas monetarias jinataq intermediación financiera pisipi, kaytaq yanapan crédito kaqmanuqchaspa impulsos fiscales kaqta ima. Chayman jina política monetaria fiscal khuskachakun orientación contracíclica kaqwan, kanampaq sumaq thaskiy actividad económica kaqpi, yanapaspa programas de protección social kaqman jinataq lucha contra la pobreza y desigualdad kaqman ima.

Iskay waranqa Chunka Qanchisniyuq watapi BCB thaskillampuni orientación expansiva kaqwan jinataq política monetaria kaqwan ima, pusaq quilla wasaykuypi kallpachakun astawan kay orientación, liquidez pisiyasqan rayku. Medidas mayqenkunachus restitución liquidez kaqta khuskachanku allin niveles kaqman, kayqa kashan pisiyachiy oferta de títulos de regulación monetaria kaqwan, jinataq pisiyachiy colocaciones semanales kaqpi, jinataq pisiyachiy tasas de encaje legal kaqpi ima, quiquillantaq pisiyachiy tasas de intereses para reportos y créditos Fondo RAL paq yanapayninwan. Chaywan normalizakun mercados monetarios jinataq financieros, tasas de interés kaqta allinyan, incremento transitoriowan. Kay yanapan dinamismo de crédito sistema financiero kaqpi, empresas, jinataq familias kaqman juntanankupaq maychus ley de servicios Financieros kamachisqanman jina, jinapis kay qolqe kaqqa chayachikun sector productivo kaqman jinataq vivienda social kaqman ima.

Kay región ukhupi inestabilidad paridad cambiaria kaqpi rikhukun, Bolivia suyunchispitaq estabilidad

rihkukun maychus moneda extranjera kaqta qhawarispá, inflación kaq allin controlwan, kaytaq astawan kallpachan proceso de Bolivianización kaqta, jinapapis pisiyachisn prresion reservas Internacionales kaqpata. Allin rikhuchiy tipo de cambio nominal estable kasqanta, mana ancha depreciación kanchu kay Iskay Waranqa Chunka Qanchisniyuq Watapi (5,1% kaqpi) pisi inflación interna kasqan rayku, jinataq apreciación monedaspata socios comercialespata. Kaywan mana dealiniamientos khuskachakunchu tipo de cambio real kaqpi, nivel largo plazo kaqpi.

BCB Organo Ejecutivo kaqwan coordinaciompi yanapallampuni desarrollo económico, social kaqman Bolivia suyupi, chayachispa EPNE kaqwan financiamientosta, créditos kaqta Gobernacionesman, jinataq municipios kaqman ima FNDR neqta, quiquillamtaq Bono Juana Azurduy kaqpaqpis

Iskay Waranqa Chunka Qanchisniyuq watapi inflacion rikhuchin estabilidad kaqta, 2,7 % kaqman chayaspá, aswan pisi kay chunka iskayniyuq watapi, reqsichikun aswan pisi kasqanta kay región ukhupi. Kaytaq sector agropecuario allin llankasqaman jina a nivel Nacional, estabilidad cambiaria yanapan inflación importada pisi kanampaq, jinapapis sumaq apaykachay política monetaria kaqta ima.

Quiquillantaq allin khawariy sumaq thasquiyta dinamismo actividad económico kaqpi, sectores no extractivos kaqkunawan. Bolivia suyu wateqmanta rikhuchin, sumaq wiñayta kay región ukhupi, sumaq demanda interna kasqan rayku, maychus policía fiscal monetaria kasqanman jina. Sectores productivos kaqpitaq sumaq thasquiynin, producción agropecuaria, transportes, comunicaciones, jinataq establecimientos financieroswan ima. PIB reqsichisqanman jina quisa kaq trimestre kaqpmiray kaqqa chayán 3,8% man kay tasa chayanan tiyan 4,7% kama maychus incidencia negativa hidrocarburospata jinataq minería pata ima, pisi demanda de gas natural kasqan rayku Brasil suyu rayku, ley pisiyasqan rayku waquin mineralespi mana chayri mantenimiento minería mediana kaqpi.

Reservas Internacionales yapakun ashkha inflijo neto capitales kaqpata kasqan rayku, cuenta financiera ukhupi, divisas dólar kaqta khawarisqaman jina jinaspapis precio oro kaqpata yapakusqan rayku,

khuskachaspá déficit cuenta corriente balanza de pagospí ima. Reservas Internacionalespata saldo Iskay Waranqa Chunka Qanchisniyuq wata tukukuyupi chayán 10.261 millones kama, kayqa ninayan chunka quill importación, 27% PIB kaqmanta, kayqa yapasqa niveles referenciales kaqmanta, kaytaq kallpachan suyunchista región ukhupi jinallataq a nivel mundial.

Waq cheqata khawarispá khawakun yapakuy depósitos, jinataq cartera de créditos kaqpi ima, kallpachasqa liquidez rayku, quiquillantaq actividad interna allin kasqan rayku. Wiñallantaq depósitos del público sistema financiero ukhupi pasaq watakunamanta aswan ashkha. Kay medidas khuskachasqawan, BCB jinataq Organo Ejecutivo kaqwan ima, crédito sistema financiero sector privado kaqpata ñawpaqllmanpuni thasquin, flujo anual imaynacha pasaq iskay watapi jina. Kay crédito khawarikun sector productivo, vivienda de interés socialpaq ima, maychus Ley de Servicios Financieros kamachisqanman jina. Bolivianización cartera, jinataq ahorro kaqpata ima aswan kallpachakun qayllaspá 100% kama, kay región ukhupi ni mayqen suyu chayanchu chayman pisi wataspi.

Agregados monetarios, khuskachaspá circulante kaqta ima, chayán sumaq mirayman, rikhuchispa orientación expansiva políticas kaqpata, kaywantaq mana desequilibrio mercado ukhupi kanchu, pisi inflacionwan, jinaspapis yapakun reservas Internacionales.

Kay Iskay Waranqa Chunka Pusaqniyuq watapaq suyakun dinamismo economía mundial kaqpi, kallpachasqa economías emergentes jinataq desarrollo kaqwan. América del Sur ukhupi khawakun yapakunanta economías, nivel interno kaqpi kan desafíos materia fiscal kaqpi, definiciones políticas kananta waquin suyuspi. Proyecciones de crecimiento principales economías avanzadas kaqta khawarispá, rikhuchinqanku pisi dinamismo kaqta, chaypitaq mana EE. UU. Rikhukunchu. Kay khawaypi PIB externo Bolivia suyupaq khuskachanqa repunte kaqta kay watapi, chaywampis atinman kayta riesgos pisiyachinampaq.

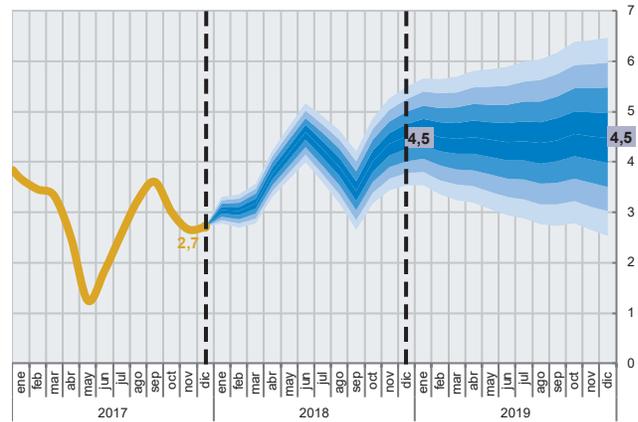
Precios Internacionales materias primas kaqpata khuskachanqa estabilidad kaqta Iskay Waranqa Chunka Pusaqniyuq Watapi. Precio petróleo kaqpataq yapakunqa, pisillapi, mana pasaq watapi jinachu. Kayqa reqsichikun khawarispá

pisi inflación externa kaqta suyaspa. Política monetaria kaqta khawarispataq, normalización kanqa pisimanta, economías avanzadas kaqpi, región ukhupitaraq kallañqapuni expansiva, kaypitaq Argentina karunchasqa sesgo contractivowan. Kay qhawarisqaman jina liquidez patallapipuni kanqa, chaywampis khawarina kanqa riesgos kaqta flujos financieros kaqpi, pisi inversiones mercados emergentes y desarrollo kaqpi ima.

Actividad Económica Nacionalta khawarispá perspectivas manchay waleq kay Iskay Waranqa Chunka Pusaqniyuq watapaq. PIB Bolivia suyupata yapanqa mirayninta chayaspa 4,7% kama. Kayqa yanapasqa sectores extractivos rayku, jinaspá aswanqa no extractivos rayku. Awpáqkaqpiqa repunte económico mundial khuskachanqa, aswampis regional, iskay kaqpaqtaq, orientación políticas monetarias, fiscal y financiera kallpachanqa. PIB kaqta kallpachanqa, sector Electricidad, Gas, Silvicultura, Caza, Pesca ima. Gasto kaqta qhawarispá, demanda interna khuskachanqa allin thasquiyta, demanda externa kaqtaq pisiyachinqa impacto negativo kaqta.

Iskay Waranqa Chunka Pusaqniyuq wata tukuchaynimpáq qhawasqa kashan inflación 4,5% chayanampáq, 3,5% jinataq 5,5% kama. Quiquillanataq Iskay Waranqa Chunka Jiskonniyuq wata tukukuypaqtaq 4,5% kama chayanampáq.

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%

BCB ruwaspa balance kaqta allin qhawariwan, estabilidad de precios kaqpi, kanampáq dinamismo económico, khuskachanqa orientación expansiva kaqta política monetaria ukhupi, mana pasaq watakunapijinachu, allinchanapaq sector externo laqta. Política cambiaria khuskachakunqa kallpachanapaq estabilidad de precios kaqta jinataq Bolivianizaciónta ima, jinataq estabilidad sistema financieropata. Tukuchanapaq reqsichina Bolicvia suyupata kan colchones financieros ñawpaqllamampuni rinapaq orientación contracíclica políticas económicas ukhupi.

Ñamomichi ñemongeta

Korepoti tēta tuicha rupi mbeguerupi okuakua ojo arasa 2017 rupi, oesape rambueve metei saguariko ikavigue, oyekuatia òi rambueve opiti ndei ou rambueve övae mbaraete opaete rupi. Oyeapovae industria regua, mbaraviki manufacturera jare comercio opaete tēta rupi jekuaeño oyeapo kavi rupi, mbaereta jepi vae tēta tuicha reta rupi vae materias primas regua ikavi rupi ojo iguirupi oñearo rami arasa iyipi rupive vae; ereingātu oime mbae mbegue ojo òi tēta reta rupi, kuae oechaukata kerei mbaraviki ojo öivae opaete teta tuicha reta rupi vae.

Mbaraviki reta oyeapo vae opaete teta tuicha vae rupi jeta rupi öikavi; erei jekuae oatague jare michi okuakuape economía emergentes jare mbaraviki jekuae oechauka kerei oipea ojo tape vae opaete peguara. América de Sur pe, oasa rambueve mokoi arasa iyapi mbae contracción regua, ñande puere yaecha kerei òi vae arasa 2017 pe, yepetei iguirupiyae oñemboipi rambueve, okuakua rambueve opaeteseri tēta rupi. Jaerambue, jekuae tēta Bolivia tape ikavi rupi ojo òi yaecha rambueve inflaciones ogueyi jare jaeko jeta okuakua America del Sur pe, oasa rambueve ñemboavai raimi mbaeti vate oñemee kavi gas natural Brasil jekopegua ramo.

Oasa ñogüinoi vae opaete mercados financiero internacionales reta jaeko ipuera vaera jekuae òi oirami iguirupi yae vitalidad jee vae, jaerambue opaete oyeapota metei rami economía mundial jare tasas de interés internacionales reta jee vae yepetei ogueyi, kuae ombori katu ipuere vaera oike ipia katu reve capitales reta opaete mercados emergente rupi jare omotenonde reve. Kuaeramo, dólar estadounidense jeta rupi ogueyi, jaerambue opaete rupiseri korepoti reta región pegua oechauka ikavirupi, rambueve mirata ndive tipo de cambio Bolivia pe.

Oyeapo katu kavi vae korepoti regua opaete rupi vae ombori katu ogueyi vaera inflaciones reta, ipuere vaera omee metei tape ikavigue omboipi vaera oñemee monetarios kuae tēta reta rupi. Jaerambue, BCB omboipi omboyupavo políticas monetaria arasa 2014 guivema, oñemee rambueve kerei oasa ojo términos de intercambio reta jare desaceleración económica global jee vae; kuae oñemee tasas monetaria jare intermediación financiera igui rupi yae, kuae ombori katu ipuere vaera oime oiporu vae jare mbaraviki korepoti regua, oimoiru rambueve impulsos fiscales. Jaerambue, políticas monetaria jare fiscal omegātu chupe contraciclicacon jee vae ipuere vaera omomirata mbaraviki korepoti regua, oñuvātu reve opaete programas de protección social jare lucha contra la pobreza jare desigualdad regua.

Arasa 2017 BCB jekuae ñemoikavi ndive ojo expansiva de la política monetaria jee vae mokoïa irundi yasi rupi oyapo katu ipuere vaera okuakua ikavi rupi opaete oyeapo òi vae aniara oime vaereta ogueyi vae liquidez rupi. Mboroagu reta oyeapo rupi vae oechauka kerei oyeapo katu vaera liquidez jee vae jare kerei ñamae vaera niveles tuicha rupi, oechauka kerei ogueyi ojo òi vae títulos de regulación monetaria jee vae, ogueyi vae oñemoi semana rupi ñavo vae, oñemomirata rambueve tasas monetaria iguirupi, oñevae rambueve títulos reclamables jee vae, ogueyi rambueve tasas de encaje legal jare ogueyi rambueve tasas de interés para reportos jee vae jokoraiño créditos con garantía Fondo RAL jee vae. Kuae reta ndive, ipiakatu kavi mercados monetarios jare financieros jare tasas de interés ombosive ogueyi vae jokogui okuakua transitorio vae. Kuae omborikatu ipuere vaera omoaguata dinamismo del crédito del sistema financiero opaete empresas reta peguara jae tētara reta peguara, ombori reve ipuere

vaera oñemoañetete mborokuai guasu Servicios Financieros regua oyekua rambueve korepoti reta kioti ojtavae kuae opa ojo sector productivo jare vivienda social peguara.

Metei mboavai oyeapotãa vae ñembovairita ambueyeta iru tētagui rami, política de estabilidad jee vae ambueyeta tēta bolivape jare jekuaeta mbae ikavigue òe opaete peguara korepoti jepi reguavaere ikatupegua, ombori katu ipuere vaera inflación ou iru kotivae ovaekavi vaera, ombori katu omboesape Bolivianizacion òi vae ipuere vaera omoatagātu reservas internacionales regua. Ñande puere vaera yayapo kavi ñañangareko reve mirata ndive tipo de cambio nominal jee vae oyeapoko mbaraviki ipuerevaera òi kavi ñande korepoti arasa 2017 pe (5% ivate rupi) ogueyi rambueve inflación interna jare ikavi ramo korepoti socios comerciales jee vae. Jaerambue mbaeti mbate ñemboavai tipo de cambio añete ndive kuae jekopegua oime güinoi nivel kuti katu ipuere vaera oñembori opaete rupi.

BCB oñemoiru rambueve Órgano Ejecutivo ndive, jekuae oporombori katu desarrollo económico jare jokoraiñovi metei rami tēta güasu kuae oyapokatu EPNE ndive, omee créditos gobernaciones pe jare municipios retape, omeevae jaeko Fideicomiso del FNDR Jare omee oñemboepi vaera Bono Juana Azurduy jee vae.

Inflación arasa 2017 pe oechauka metei tape ikavi vae erei ambueye ñemongueta ndive, oparambueve arasape 2,7% ndive, mokoia tasa jaeko mbovi yae pañandepo mokoi arasape oasarami erei, oyecha rami igui rupi yae opaetegui. Jaerambue kuae teko reta jaeko omoesaka yoguireko ikaviara oguata sector agropecuario opaete rupi, oñemomirata vae ambueye ombori rambueve omaekavi inflación importada jare conducción adecuada jee vaere políticas monetaria oyeapovae indicadores moderados de tendencia ndive jare inflacionaria expectativas inflacionarias ancladas ndive.

Jokoraiño oyeapokavi opaete mbaraviki korepoti regua, kuae oyeapo tenondete jaeko sectores mbaeti vate ikavivae. Jaerambue teta Bolivia jekua ipiauvae oechauka jeta rupi okuakua vae iru región rupi, omoesaka rambueve mirata demanda internagui òi rambueve taperupi omboikuere rambueve mbaraviki políticas fiscal jare monetaria re. Òi rambueve

sectores productivos re, dinamismo mbaraviki regua ombori tenondete producción agropecuariape, transportes jare comunicaciones pe jare financieros omborikatu. Metei cifras PIB pegua ndive mboapia trimestre pe, okuakua rambueve oyeapoko 3,8% mbaravikipe, tasa ojo rambueve opiti 4,7 % rupi oimeyave ñemboavai ikavi mbae hidrocarburos jare minería ndive, mokoireve òi ñemboavai ndive ogueyi rambueve demanda gas natural Brasil jekopegua, kuae oyeapo oime rambueve amogue minerales jekopeguavae oyapo kavi ñoguinoi minería mediana.

Oñeñuvatü internacionales regua ombipi oñemoiru metei resultado ivate rupi influjos neto de capitales jee vae oechauka rambueve cuenta financiera, oeyapokavi vae ñemboereve korepoti dólar reguare jare oñemoiru oro jepire; ombori rambueve déficit cuenta corriente pe balanza jepire. Reservas internacionales reta jembire vae jaeko ikia mbae oasa rambueve arasa 2017 oipitiko \$us10.261 millones omojaganga 10 yasi oyapovae jare 27% PIB pegua, oyeapo ikavira oguata metei rami opaeterupi, jaerambue oechauka mirata tēta guasu ikaturupi jokoraiñovi región jare anivel mundial.

Irurupi, ñande puere yaecha kerei okuakua tuicharupi depósitos jare cartera de créditos jee vae, ombori karu mborokuai guinoi vae liquidez ndive jare òikaviara mbaereta jepi mbaraviki oyeapo kavi ramo opaete rupi. Yaecha rambueve kerei okuakua depósitos reta opaete publico retagui sistema financiero oechauka kerei oñemopüa tuicha rupivae metei ñemboayao arasa rupiñavo oyecha rambueve metei tupapirepe ivate rupiyae arasa oasarupiva. Kuae ñemongueta ndive oyeapota metei ñemongueta ikavigue BCB jare Organo Eajecutivo ndive, crédito de sistema financiero sector privado pe jekuaeta ikavigue ñemongueta ndive, oasa arasa rupi ñavo vae jaeko registros históricamente rami jetape yae oyeupi mokoi arasape oasarami. Kuae crédito oñemoikavi tenondete sector productivo jare vivienda de interés social jee vaepe mborokuai guasu jei rami Servicios Financieros. Bolivianizacion cartera regua jare oñeñuvatü vae jekuae okuakua niveles kõi rupi jaeko 100% yaecharambueve mbaeti meteivae iru teta guasu oyapo kuae imambae rupi.

Oñemoiru korepoti regua vae, omoigüe rambueve circulante, oechauka ikavigue tasas okuakua vae arasa ñavo, oemboesape ñemboete reve políticas

regua jaereta mbaeti guiraja ñemboavai rupi mercado korepoti rami yepetei oechauka kerei inflación ogueyi òi vae jare oyeupi reservas internacionales vae oechauka.

Jaerambue tekoreta, arasa 2018 rupi oñearo ikavigue mbaraviki economía mundial regua omoatagātu tenondete vae jaeko mbaraviki regua economía emergentes jare ñogüinoi mbaepöa vaepe. America del Sur pe ipuereyave ñande puere yae ritmo de expansión oñemotenonde opaete economías retagui, erei ngatu nivel interno rupi opita mbaraviki jekuae ipuere vaera oyeapo materia fiscal jare definiciones políticas jee vae amogue teta tuicha vaerupi. Jaerambue oyeapo okuakua rambueve tenondete economías avanzadas jee vae, erei EE.UU oechaukata mbovi yae imbaraiiki, jaerambue, PIB externo ikaviko tēta Bolivia peguara oechauka rambueve ipiau vae kuae arasape, erei mbae jepi mbaeti ikavi òi ipuereta ogueyi.

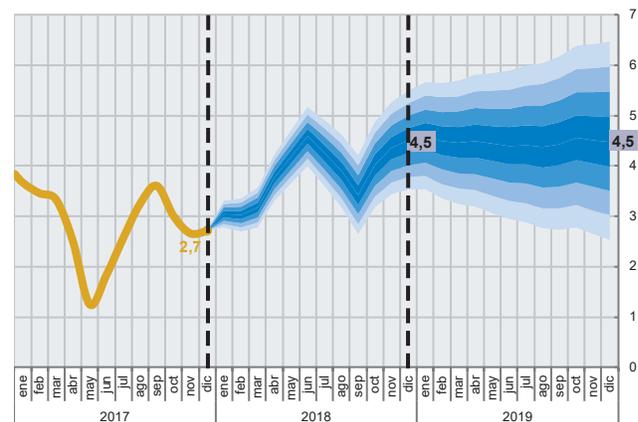
Jaerambue, mbaereta jepi iru tētagui materias primas regua oime güinoi, mbite, ipuere vaera ikavi òi arasa 2018 pe. Petróleo jepigüepe, ikaviko ñamoerakua jekuaeta oyupavo ojo, ñemoiru jekuaetako mbovi arasa 2017 pe oasarami. Kuae mombeu, omoesakata iperasorupi michi oasavae nivel de inflación externa oychata vae ndive. Ñamaerambueve política monetaria, normalización jee vae jekuaeta ojo iyapimbae opaete economías avanzadas rupi; ereingatu opareveseri tēta reta región pegua oñemoikavi vae jekuaeta tuicha yepetei mbegue rupi, ipuereyave Argentinape jokope jekuae oime mbae oyeapo, jaeyave, ñamaerambueve liquidez jekuaeta jepi, ipuere oimeta ñemboavai jare ipuereta mbae reta jepiyae oasa òi flujos financieros ndive jare mboviyae mbae oñemboepi mercados emergentes jare desarrollo rupi.

Ñamaerambueve mbaraviki korepoti regua opaete rupi, ñemongueta reta ikaviko arasa 2018 peguara. PIB Bolivia pegua omoanguketa okuakua vaera ipuere vaera oipiti tasa de variación jee vae kuae ojotako övae 4,7%. Kuae mbaraviki oimetako ombori dinámica de sectores extractivos jare, opate mbaeti

extractivos vae, tenondetepe, jaeko korepoti iñeñovatua opaete región rupi, ereingatu moköia orientación de las políticas monetaria jee vae, fiscal jare financiera omeeta ikavigue ñemongueta. Oguatata tenonde vae jaeko PIB jare sectores: Electricidad, Gas y Agua; Construcción y Obras Públicas, Servicios de la Administración Pública; jare Agricultura, Silvicultura, caza jare Pesca. Iru rupi, mirata demanda internagui jekuaeta oyeko okuakua vaere, jaerambue, demanda externa ogueyita jaikuere ikavi mbae.

Iruvae, arasa 2018 iyapi rupi, oyeapo katuvae omombeu teko reta base de inflación oimetako òi 4,5% metei ikaviape 3,5% jare, 5,5% jaeramiño, oyupavotako arasa 2019 peguara güinoivaera 4,5%.

Inflación observada y proyectada
Inflación oechaukavae jare omaevae
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Omombeua: kuae mbaechauka reta oime güinoi ikavivae yerovia reve opaete rupi. Jesaka kavi kuae mbaechaukaguivae jaeko oime metei intervalo de 90%

BCB pe, oyeapo rambueve metei yupavo mbegue vae oipiti vaera mbae reta jepi omomirata vaera dinamismo económico, oimeñotai guinoi orientación expansiva política monetaria regua oime rambueve igui rupi ñemboavai reta iru arasape rami émongueta jekuaeta tapekavi rupi sector externo peguara. Jaerambue, política ambueyeta oimetako mirata ndive òi estabilidad de precios jee vae, bolivianización jare estabilidad del sistema financiero. Opavaera, ñande puere yae Bolivia oime guinoi ikavigue ñemimonde financieros jekuae vaera oime orientación contracíclica de las políticas económicas opaete rupi.

1. Entorno internacional

En 2017, la economía mundial tuvo un crecimiento moderado, reflejando un rebote cíclico, con registros por debajo de los alcanzados antes de la crisis financiera internacional. En este marco, la producción industrial, la actividad manufacturera y el comercio mundial mantuvieron un desempeño positivo aunque contenido, los precios internacionales de las materias primas mejoraron por debajo de lo esperado a inicios de año; mientras aún persiste el lento crecimiento de los salarios en economías avanzadas y la recuperación diferenciada entre países, lo que estaría restando impulso a la actividad mundial.

El desempeño de los países avanzados mejoró, pero continúa siendo frágil y menor al crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo que siguen mostrando comportamientos mixtos. En la región, luego de dos años continuos de contracción, se espera una débil recuperación en 2017, aunque menor a las estimaciones iniciales; con crecimientos acotados en la mayor parte de los países en un contexto regional de apreciaciones nominales, inflaciones bajas y políticas monetarias expansivas. Destaca Bolivia, con una de las menores inflaciones y uno de los mayores crecimientos de América del Sur por cuarto año consecutivo, pese al choque externo a raíz de la menor demanda de gas natural por parte de Brasil.

Las condiciones de los mercados financieros internacionales permanecieron favorables y con baja volatilidad, lo que junto a una recuperación moderada de la economía mundial y tasas de interés internacionales aún bajas, favorecieron a la entrada neta de capitales a los mercados emergentes y en desarrollo. En este escenario, el dólar estadounidense se depreció, en tanto que la

mayor parte de las monedas de la región mostraron apreciaciones, destacando la estabilidad del tipo de cambio en Bolivia que permitió anclar las expectativas de la población respecto a la divisa norteamericana, sostener el proceso de bolivianización y reducir las presiones en las reservas internacionales.

1.1 Actividad económica mundial

La economía mundial presentó una recuperación moderada, reflejo principalmente de un rebote cíclico, con un crecimiento menor que el alcanzado antes de la crisis financiera internacional. El desempeño en las principales economías avanzadas sigue siendo moderado; mientras que los países emergentes y en desarrollo, con mayores tasas de crecimiento, mostraron comportamientos mixtos. Las tasas estimadas de crecimiento en 2017 mejoraron para la economía mundial y, en general, para las economías avanzadas y emergentes, debido principalmente a un rebote cíclico luego de un periodo caracterizado por desaceleraciones de la actividad económica (Gráfico 1.1). América del Sur, habría registrado una expansión luego de dos años de contracción (Gráfico 1.2); si bien la previsión se revisó a la baja, las estimaciones de organismos internacionales coinciden en un crecimiento positivo para la región en este año, impulsado por los desempeños de Brasil y Argentina. No obstante, en la mayor parte de los países las expansiones serían débiles, destacando Bolivia con uno de los mayores crecimientos estimados para 2017 pese al choque externo que absorbió debido a la menor demanda de gas natural por parte de Brasil, como resultado de mayores precipitaciones pluviales que favorecieron la generación hidroeléctrica en este país y la caída de su producción industrial.

El crecimiento de la actividad industrial mundial y del sector manufacturero se mantuvo positivo, aunque en niveles moderados. El índice PMI de manufacturas (basado en las encuestas a gerentes de compra) mantuvo una tendencia ascendente desde mediados de 2016 (Gráfico 1.4). Por su parte, el mayor volumen de comercio mundial vino luego de un periodo de dos años de debilitamiento, aunque a tasas de crecimiento históricamente bajas (Gráfico 1.3). No obstante, sigue persistiendo el bajo crecimiento de los salarios y la recuperación diferenciada entre países, lo que estaría restando impulso a la actividad mundial.

En EE.UU., el desempeño de la actividad en 2017 fue modesto; la puesta en marcha del plan económico por parte de la nueva administración tuvo problemas y la reforma tributaria fue aprobada recién a fines de diciembre. El crecimiento del PIB en 2017 fue 2,3%. Luego de una desaceleración en el primer trimestre, principalmente por una disminución del consumo de los hogares y una contracción de la inversión y del gasto del gobierno, la actividad se recuperó gradualmente apoyada en las mejoras del consumo privado en presencia de fundamentos favorables como la reducción de la

Gráfico 1.1: Crecimiento económico mundial*
(En porcentaje)

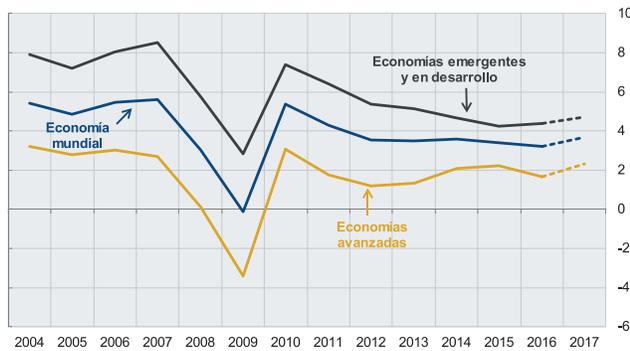


Gráfico 1.2: Crecimiento económico de América del Sur**
(En porcentaje)



Gráfico 1.3: Crecimiento interanual del comercio mundial***
(Promedio móvil de tres meses, en porcentaje)

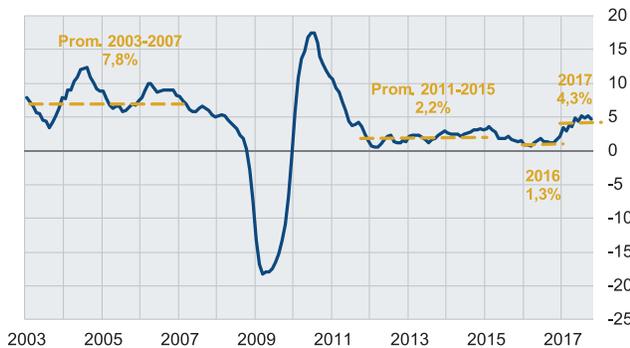
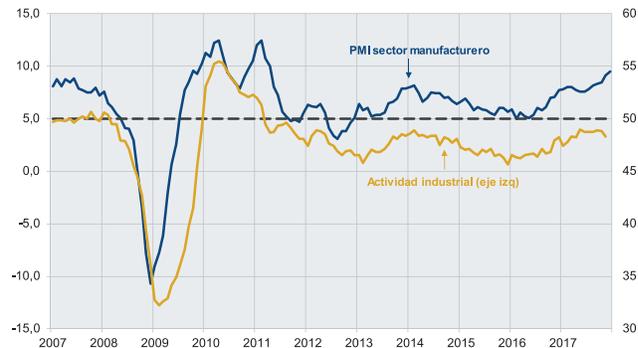


Gráfico 1.4: PMI del sector manufacturero y crecimiento interanual de la producción industrial****
(En puntos y porcentajes)



Fuente: FMI – Actualización de las perspectivas de la economía mundial (Enero 2018), Banco Mundial – Perspectivas económicas mundiales (Enero 2017 y Enero 2018), CPB World Trade Monitor y Bloomberg
 Nota: * Para 2017 se consideran las estimaciones del FMI
 ** Desde 2009 los datos de América del Sur corresponden al crecimiento ponderado del PIB a precios constantes en dólares de 2010 de las economías de la región. Para 2017 se consideran las estimaciones del Banco Mundial
 *** Información disponible a noviembre de 2017
 **** El nivel de 50 puntos indica el umbral del PMI entre la expansión y la contracción del sector manufacturero. Para la producción industrial información disponible a noviembre de 2017

tasa de desempleo y la recuperación de los niveles de confianza de las familias (Gráfico 1.5, Gráfico 1.6 y Gráfico 1.9). En el cuarto trimestre, la economía perdió impulso debido a una desaceleración de la inversión y una caída de las exportaciones netas. El efecto de los huracanes sobre la producción industrial, especialmente en las actividades extractivas, las manufacturas y la producción de gas y electricidad, incidió en el desempeño de la inversión; mientras, un mayor crecimiento de las importaciones contrarrestó el mejor desempeño que venían mostrando las exportaciones con la recuperación moderada de la actividad mundial y la depreciación que registró el dólar estadounidense. En este escenario, la recuperación de la economía estadounidense estuvo condicionada a la incertidumbre respecto al estímulo fiscal y los resultados del proceso de negociación de los acuerdos comerciales. El impulso fiscal se aprobó parcialmente a fines de diciembre con la ley de recorte de impuestos, quedando aún pendiente el incremento anunciado del gasto en infraestructura.

Parte del desempeño del mercado laboral y los avances en los niveles de confianza de las familias reflejaron las mejoras del consumo privado en EE.UU. Las nóminas de empleo que excluyen el sector agrícola sumaron un total de 2,1 millones de nuevos puestos de trabajo. Aunque esta cifra fue ligeramente inferior a la alcanzada en 2016, se observó una mayor reducción de la tasa de desempleo en este año, de 4,7% a 4,1%. Este resultado del mercado laboral, sin embargo, estuvo acompañado por la debilidad persistente en el crecimiento de los salarios, lo que evidencia, entre otros factores, el bajo desarrollo de la productividad.

En la Zona Euro, la actividad económica mantuvo su dinamismo, en presencia de brechas de capacidad y tasas de desempleo que se fueron reduciendo, aunque aún persisten diferencias entre sus economías. En 2017, el PIB creció en 2,5%, apoyado en el consumo a lo largo del año y la inversión en el segundo trimestre. En efecto, la

demanda interna se ha beneficiado de las condiciones monetarias acomodaticias, la recuperación del crédito y la mejora en los niveles de confianza, tanto de las empresas como de los consumidores; pese a que la incertidumbre política ha permanecido por encima del promedio histórico. Las exportaciones netas, por su parte, tuvieron contribuciones oscilantes, afectadas por la apreciación del euro y el menor crecimiento de las importaciones (Gráfico 1.7). En este marco, la tasa de desempleo disminuyó en el año de 9,7% en diciembre de 2016 a 8,7%. No obstante, en algunas economías, como España y Grecia, el porcentaje de población desocupada se mantiene elevado aunque con tendencia decreciente (Gráfico 1.8).

En Japón el impulso económico obedeció principalmente al fortalecimiento de la demanda externa; mientras en el Reino Unido el crecimiento fue más débil de lo esperado. La expansión estimada de la actividad económica de Japón en 2017 sería de 1,8%, explicada por el mayor crecimiento de las exportaciones; en tanto que la contribución del gasto del gobierno fue casi nula debido al desvanecimiento del estímulo fiscal. En el Reino Unido, el crecimiento del PIB fue 1,8%, por debajo de las proyecciones iniciales, ante la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el proceso de salida de la Unión Europea (Brexit) y la menor confianza de los consumidores (Gráfico 1.9).

El desempeño de las economías emergentes y en desarrollo fue mixto, en un entorno caracterizado por condiciones financieras favorables y una recuperación menor a la esperada de los precios internacionales de las materias primas. En India, el dinamismo perdió impulso a causa de la desmonetización² y la incertidumbre asociada al impuesto sobre bienes y servicios en vigencia desde mediados de año. Rusia y Brasil, después de dos años seguidos de crecimiento negativo, estarían saliendo de la recesión en 2017, aunque a un ritmo lento (Gráfico 1.10).

² A finales de 2016 se anunció que los billetes de 500 y 1.000 rupias (el 86% del efectivo) saldrían de circulación a inicios de 2017. Los ciudadanos debían depositar el dinero en los bancos, no se permitía intercambiar directamente los billetes y los retiros posteriores de las cuentas bancarias tenían límites de cantidad, lo que generó una escasez de efectivo.

Gráfico 1.5: Crecimiento e incidencias del PIB de EE.UU.*
(En porcentaje y puntos porcentuales)

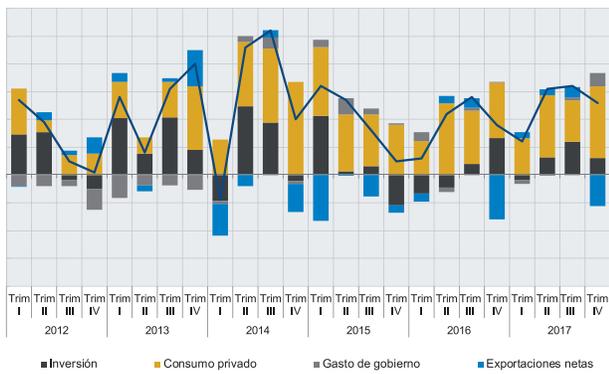


Gráfico 1.6: Indicadores del mercado laboral de EE.UU.
(En porcentaje y en millones de puestos de trabajo)

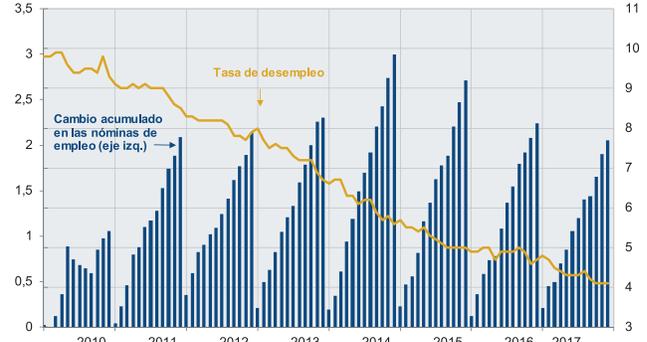


Gráfico 1.7: Crecimiento e incidencias del PIB de la Zona Euro*
(En porcentaje y puntos porcentuales)

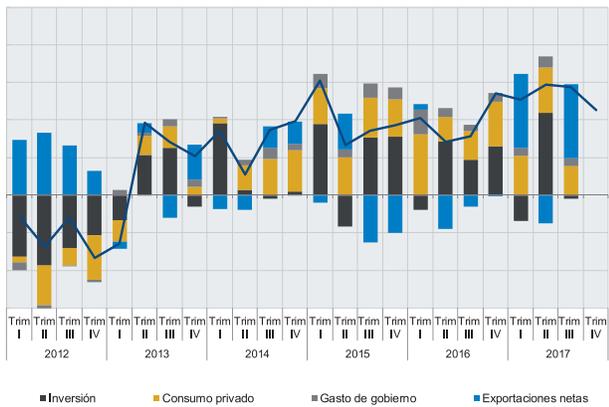


Gráfico 1.8: Tasa de desempleo desestacionalizada de economías de la Zona Euro**
(En porcentaje)

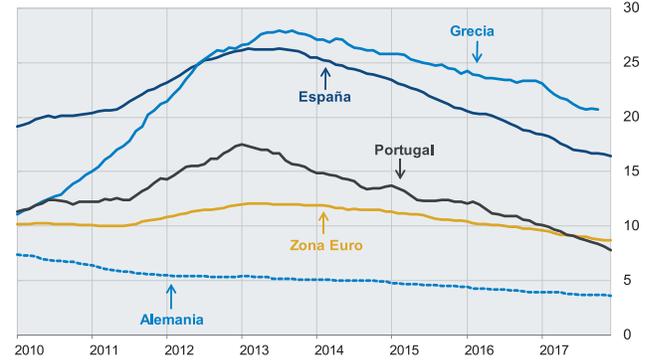
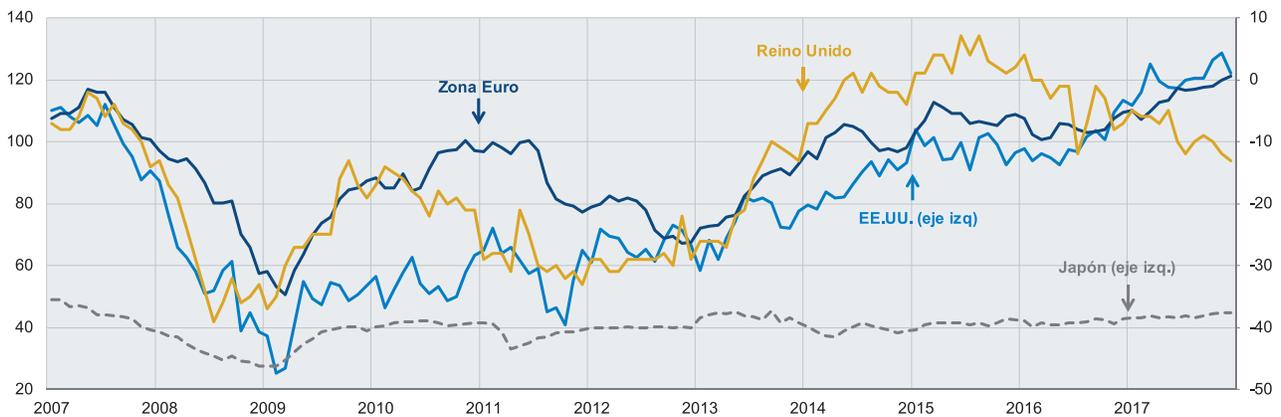


Gráfico 1.9: Índices de confianza del consumidor de economías avanzadas
(En puntos)



Fuente: *Bureau of Economic Analysis, Bloomberg* y Banco Central Europeo (BCE)

Nota: * El crecimiento económico está expresado en variaciones trimestrales anualizadas. Las barras corresponden a las incidencias

** La información de Grecia a octubre de 2017

En China, la actividad económica registró una expansión mayor a la prevista, apoyada principalmente en el desempeño del sector servicios, y en menor medida en la industria, en línea con el cambio de modelo económico de este país. El crecimiento del PIB en 2017 fue 6,9%, más alto que el registro del año anterior y que el objetivo fijado por el gobierno. El sector servicios, continuando con el rebalanceo de la economía, presentó la mayor contribución al crecimiento, respaldado por el fortalecimiento del ingreso disponible y la mejora en la confianza de los consumidores. Por su parte, la actividad en el sector construcción y la expansión del crédito impulsaron la mayor demanda de metales por parte de China, aunque en los últimos meses el sector industrial perdió dinamismo (Gráfico 1.11).

A pesar de las medidas implementadas por el gobierno para promover la estabilidad financiera, el crecimiento de China continuó siendo vulnerable a la rápida expansión del crédito y la fragilidad del sector corporativo. Frente a esta debilidad financiera, la calificación crediticia de largo plazo de China fue reducida en mayo de “Aa3” a “A1” por *Moody’s*, y en septiembre de “AA-” a “A+” por *Standard & Poor’s*. En este marco, el XIX Congreso Nacional del Partido Comunista priorizó para los siguientes cinco años las reformas al sector financiero y “un crecimiento de mayor calidad”, siendo los principales objetivos: menor desempleo, menor impacto ambiental, menor ritmo de endeudamiento y mejor distribución de la riqueza.

Luego de dos años continuos de contracción en América del Sur, se estima una frágil recuperación de la actividad económica en 2017, menor a la estimada inicialmente. El crecimiento de la región se habría tornado positivo en el año en presencia de impulsos monetarios por parte de algunos bancos centrales, aunque la recuperación en la mayor parte de los países sería acotada. Esto, en un contexto de menores presiones inflacionarias, mercados laborales débiles y una recuperación parcial de los precios internacionales de las materias primas. Destaca Bolivia con uno de los mayores crecimientos estimados en 2017, apoyado en los impulsos fiscal y monetario (Gráfico 1.12).

En Brasil, la recuperación del consumo privado y el fortalecimiento de las exportaciones permitieron

retomar una senda de crecimiento positiva en 2017; aunque por actividades económicas persiste la debilidad del sector industrial; que junto a la mayor generación de energía hidroeléctrica afectaron negativamente al sector de hidrocarburos de Bolivia.³ Con un crecimiento estimado de la actividad económica en el año de 1%, la menor inflación y la liberación de recursos del Fondo de Garantía de Tiempo de Servicio (FGTS) fueron factores que impulsaron el consumo de las familias a partir del segundo trimestre. Mientras, mejoras moderadas en los términos de intercambio y un choque de oferta positivo a la producción agrícola explicaron la mayor contribución de las exportaciones. Contrariamente, la incertidumbre política y el deterioro de las perspectivas fiscales afectaron el desarrollo del sector industrial y el desempeño de la inversión que continuó mostrando caídas a lo largo del año (Gráfico 1.14). En efecto, la producción industrial de Brasil presentó tasas negativas de crecimiento interanual en los dos primeros trimestres del año, para mostrar un leve crecimiento positivo de 0,4% en el tercer trimestre. En este marco, el consumo de energía eléctrica para uso industrial mostró una caída acumulada a 12 meses en julio de 0,1%, frente a los incrementos observados en el consumo para uso residencial y comercial. Asimismo, la generación de electricidad termoeléctrica en base a gas natural registró una reducción interanual en agosto de 0,1%, contraria al aumento que tuvieron otras fuentes de generación de electricidad, como la hidroeléctrica que creció en 4% favorecida por las mayores lluvias.

El resto de la región se caracterizó, en términos generales, por expansiones débiles, explicadas principalmente por desaceleraciones en el primer semestre debido a factores estructurales y particulares de cada economía. En Argentina, el crecimiento estimado en 2017 sería 2,7%. Luego de un débil desempeño de la actividad económica en el primer trimestre, ésta cobró impulso especialmente en el tercer trimestre, en base a la recuperación del consumo privado y la inversión, particularmente la pública. Este impulso, sin embargo, estuvo limitado por la reducción más lenta de lo esperado de la inflación y la contribución negativa de las exportaciones netas (Gráfico 1.15).

³ En la sección de actividad económica del Capítulo 3 se profundiza esta explicación.

Gráfico 1.10: Crecimiento económico en países emergentes y en desarrollo*
(En porcentaje)

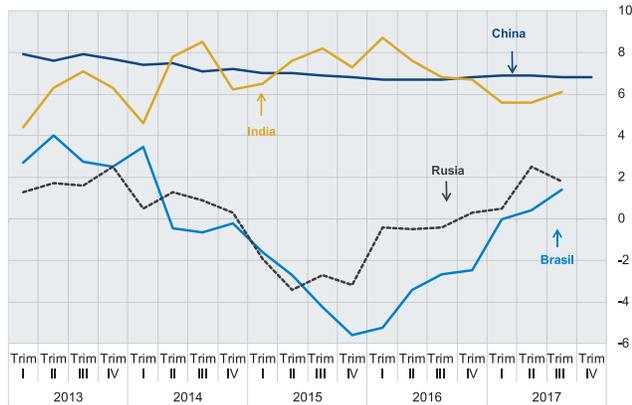


Gráfico 1.11: Crecimiento sectorial del PIB de China
(En porcentaje)

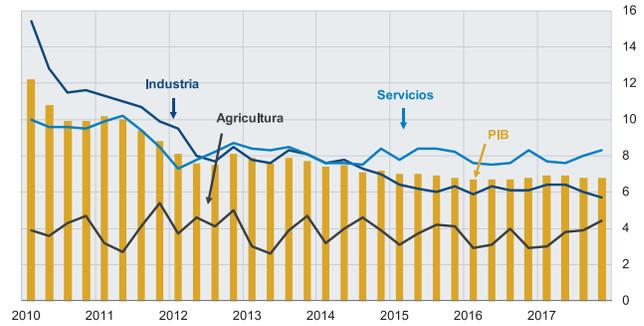


Gráfico 1.12: Crecimiento económico de los países de América del Sur 2017**
(En porcentaje)

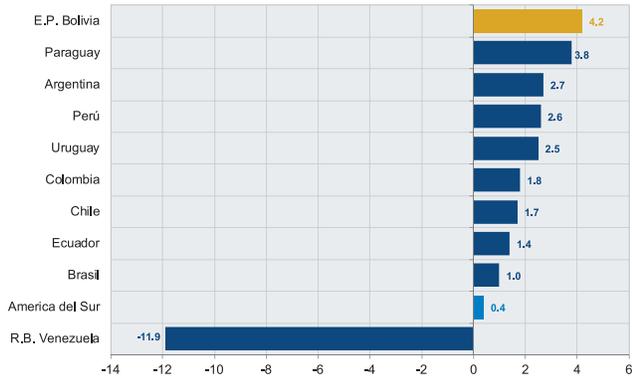


Gráfico 1.13: Crecimiento económico de Brasil
(En porcentaje)

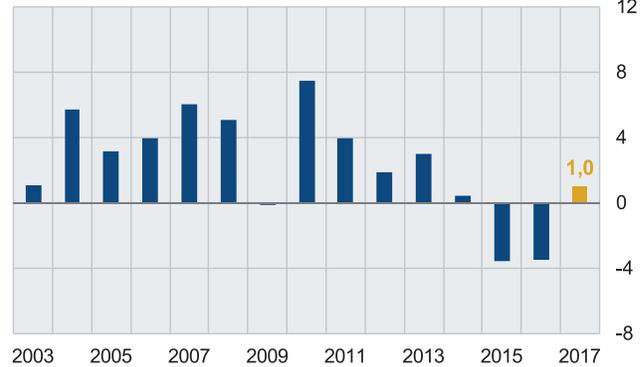


Gráfico 1.14: Crecimiento de la producción industrial de Brasil***
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg y National Bureau of Statistics of China, Banco Mundial – Perspectivas económicas mundiales (Enero 2018) y Banco Central de Brasil
* Expresado en variaciones trimestrales interanuales
** Se consideran las estimaciones de crecimiento del Banco Mundial. En el caso del E.P. de Bolivia corresponde a la estimación oficial
*** Expresado en variaciones trimestrales interanuales

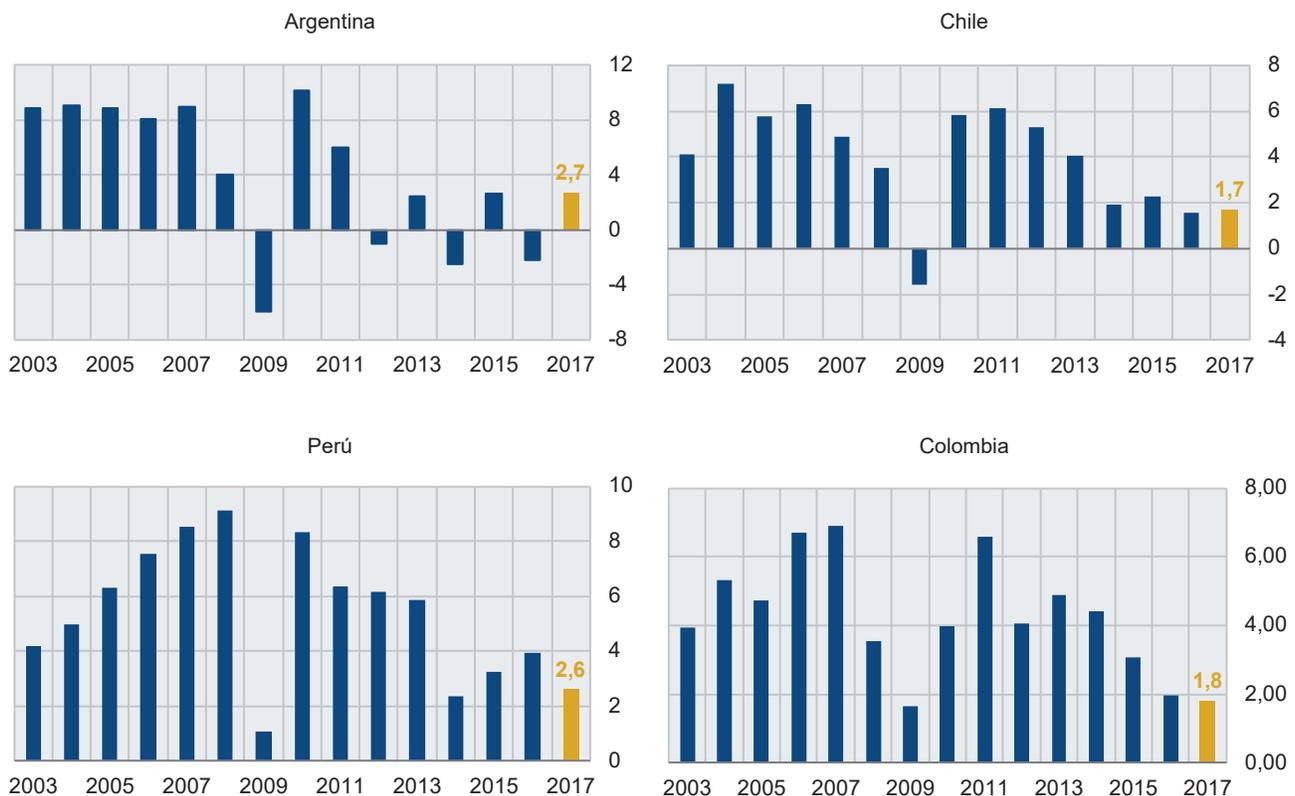
En Chile se estima una expansión de la actividad económica de 1,7%, en el marco de un desempeño débil en el primer semestre afectado por la paralización del centro minero Escondida e incendios forestales, y una ligera recuperación en el tercer trimestre impulsada por un sector minero más dinámico. Por el lado del gasto, en el tercer cuarto destacó la contribución del consumo de los hogares, en un marco donde la formación bruta de capital fijo y las exportaciones netas siguen restando al crecimiento, aunque con contracciones menores.

La producción en Perú habría crecido 2,6% en 2017, caracterizada por una desaceleración en el primer trimestre y una recuperación posterior apoyada en el mejor desempeño de la demanda interna. La desaceleración económica a inicios de año fue resultado del ajuste fiscal, la ralentización de la inversión

asociada a hechos de corrupción y el Fenómeno de “El Niño Costero”. Posteriormente, la producción se recuperó, con crecimientos moderados del consumo privado y público a partir del segundo trimestre y una recuperación significativa de la inversión, tanto privada como pública, desde el tercer trimestre.

En Colombia, la estimación de crecimiento económico para 2017 sería 1,8%. Con una ralentización en el primer semestre explicada por el aumento del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y la fragilidad del mercado de trabajo; la actividad mostró una recuperación moderada en el tercer trimestre, aunque parte de este resultado se debe a una baja base de comparación. En este último cuarto, las contribuciones más importantes vinieron por el lado del consumo y las exportaciones netas, y en menor medida por la inversión, donde destaca la correspondiente a infraestructura.

Gráfico 1.15: Crecimiento económico de Argentina, Chile, Perú y Colombia
(En porcentaje)



Fuente: Bancos centrales y oficinas de estadística de los países, y Banco Mundial – Perspectivas económicas mundiales (Enero 2018)
Nota: Para 2017 se consideran las estimaciones del Banco Mundial

1.2 Precios de los productos básicos de exportación

Tras un desempeño débil en el primer semestre, el precio internacional del petróleo repuntó en los últimos meses, en gran parte por un mercado más balanceado caracterizado por mejoras en la demanda, una producción contenida y reducción en los inventarios. En efecto, en la primera parte del año, el incremento de la producción y reservas de petróleo no convencional por parte de EE.UU., sumado a la recuperación en la producción de Libia y Nigeria, originaron presiones a la baja en las cotizaciones internacionales. Sin embargo, a partir del segundo semestre, el precio del petróleo repuntó en el marco de la recuperación de la demanda, las condiciones meteorológicas que atravesó EE.UU, la reducción de inventarios, el efecto de tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y el cumplimiento de los recortes de producción acordados por la OPEP y otros países productores como Rusia que en su reunión de noviembre decidieron ampliar su compromiso hasta finales de 2018. En este contexto, el precio del petróleo WTI alcanzó en diciembre un promedio de \$us57,9 el barril, mientras que en junio se encontraba en \$us45,2 (Gráfico 1.16).

Los precios de los metales se recuperaron moderadamente apoyados por la mayor

producción industrial mundial y el desempeño de China. En tanto que los precios de las materias primas agrícolas permanecieron débiles durante el año. Los precios de los metales registraron en junio el menor nivel del año ante revisiones a la baja de las proyecciones de demanda. A partir de agosto, las cotizaciones se recuperaron en respuesta a las mejores perspectivas sobre la actividad manufacturera y la inversión en infraestructura en China. Por otro lado, el desempeño de los precios de los bienes agrícolas fue frágil, afectado principalmente por el incremento en los pronósticos de existencias de granos a fines de la campaña 2017-2018.

En este marco, el Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPPBX) mejoró durante el año. El índice general registró un avance de 14,7%, destacando los incrementos de los precios de hidrocarburos y, en menor medida, de los minerales. Contrariamente, los precios de los productos agrícolas retrocedieron en el mismo periodo (Gráfico 1.17). El repunte del precio del petróleo en el segundo semestre se reflejó ligeramente a inicios del cuarto trimestre en los precios de exportación de gas natural de Bolivia a Argentina y Brasil, debido al rezago considerado en la fórmula de cálculo.

Gráfico 1.16: Precio del petróleo e inventarios de crudo en EE.UU.

(En dólares por barril y miles de barriles)



Fuente: Bloomberg y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos

Gráfico 1.17: Índice de precios de productos básicos de exportación del E.P de Bolivia

(Diciembre 2006=100)



1.3 Inflación internacional y política monetaria

La inflación en las principales economías avanzadas se ha mantenido acotada, reflejando la frágil recuperación de la actividad económica y el débil ritmo de expansión de los salarios. A lo largo del año la inflación en estos países permaneció por debajo de las metas establecidas por sus bancos centrales, las ligeras alzas observadas respondieron parcialmente al incremento en los precios de la energía. En EE.UU, el deflactor del gasto en consumo registró una variación en el año de 1,7%;⁴ mientras que en la Zona Euro y Japón la inflación fue más acotada. Por su parte, los indicadores de inflación subyacente se situaron, en términos generales, por debajo de la inflación general, evidenciando la frágil recuperación mundial, el débil crecimiento de los salarios y en algunos casos factores idiosincrásicos (Gráfico 1.18 y Gráfico 1.19).

En un escenario de crecimiento moderado y baja inflación, la normalización de la política monetaria en los países desarrollados fue más gradual de lo previsto. La Reserva Federal de EE.UU. incrementó en tres oportunidades, en lugar de cuatro previstas, la tasa de interés de fondos federales, dejándola al cierre de 2017 en el rango de 1,25-1,50%. Asimismo, en octubre comenzó con la reducción de su hoja de balance, dejando de recomprar una parte de su tenencia de activos.⁵ El Banco Central Europeo no realizó ajustes en sus tasas de referencia; pero redujo las compras de activos de €80.000 millones a €60.000 millones mensuales y en su reunión de octubre anunció que este monto se reducirá nuevamente hasta €30.000 millones a partir de enero de 2018. El Banco de Inglaterra, en su reunión de

noviembre, subió su tasa rectora a 0,5% por primera vez en varios años. Mientras en Japón, la autoridad monetaria mantuvo la orientación expansiva de su política monetaria, con revisiones a la baja en sus perspectivas de inflación (Gráfico 1.20).

En América del Sur, las presiones inflacionarias se redujeron en presencia de una demanda interna aún débil, menores precios de los alimentos y apreciaciones en la mayoría de las monedas de la región. La inflación en Brasil, después de dos años de mantenerse por encima del rango de tolerancia y haber cerrado en 2016 cerca del límite superior, se situó a fines de 2017 ligeramente por debajo del rango objetivo (2,95%). En otros países de la región, la desaceleración de los precios fue más moderada, pero en todos los casos convergió en torno al rango meta. En Argentina, aunque las presiones inflacionarias perdieron fuerza este año, el ritmo de ajuste fue inferior al esperado; la inflación cerró en 24,8%, por encima del rango objetivo establecido para 2017. Destaca Bolivia con una de las menores inflaciones (2,7%) registradas en la región (Gráfico 1.21).

Los menores niveles de inflación abrieron espacios a los bancos centrales de la región para estimular la demanda interna; la orientación de la política monetaria fue expansiva en términos generales. Desde diciembre de 2016, Brasil redujo la tasa de interés de referencia en 675pb, Colombia en 275pb, Chile y Perú en 100pb, y Paraguay en 25pb (Gráfico 1.22). Contrariamente en Argentina, en el marco de una inflación todavía elevada, la tasa de interés de política monetaria subió en 400pb, hasta 28,75%.

4 Para EE.UU., se considera la variación del deflactor del gasto en consumo como medida de inflación, dado que es el indicador que sigue la Reserva Federal para evaluar la meta de inflación. La variación del índice de precios al consumidor en 2017 fue 2,1%.

5 En la reunión de diciembre anunció que a partir de enero de 2018 la desinversión mensual de títulos del Tesoro subiría de \$us6 mil millones a \$us12 mil millones, y la de deuda de agencias federales y títulos respaldados por hipotecas de \$us4 mil millones a \$us8 mil millones.

Gráfico 1.18: Inflación general de economías avanzadas*
(En porcentaje)

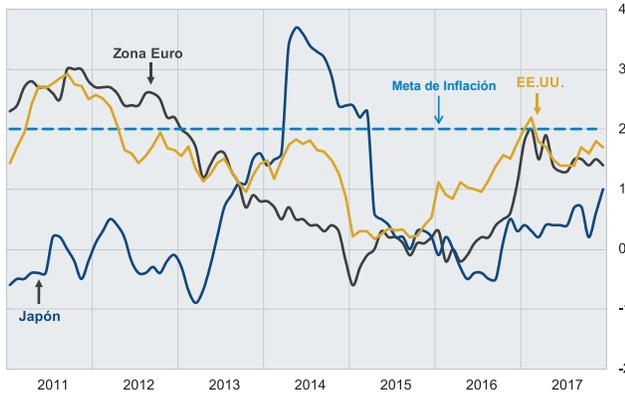


Gráfico 1.19: Inflación subyacente de economías avanzadas*
(En porcentaje)

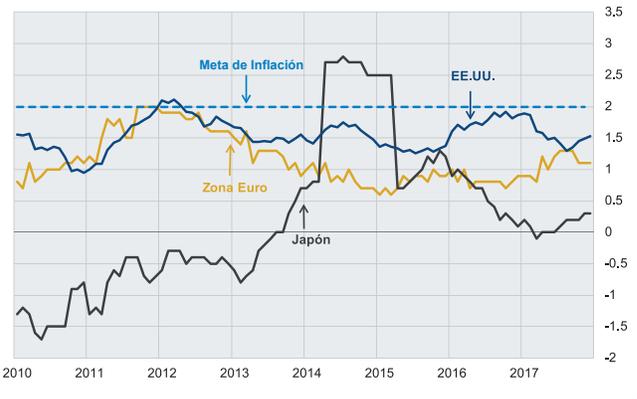


Gráfico 1.20: Tasas de interés de política monetaria de economías avanzadas
(En porcentaje)

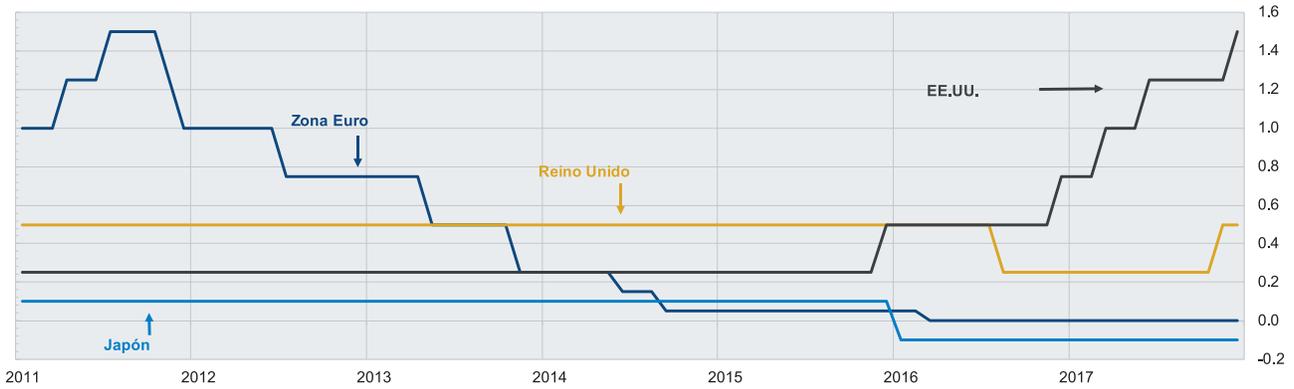


Gráfico 1.21: Inflación general de países de América del Sur 2017**
(En porcentaje)

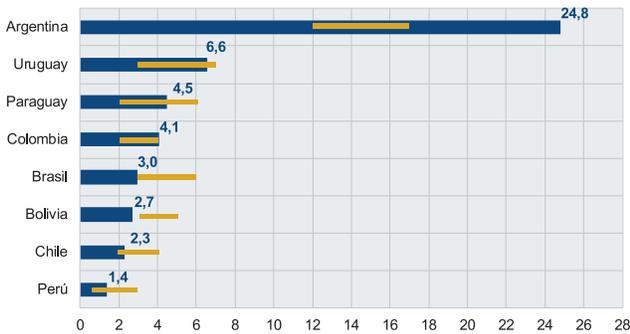
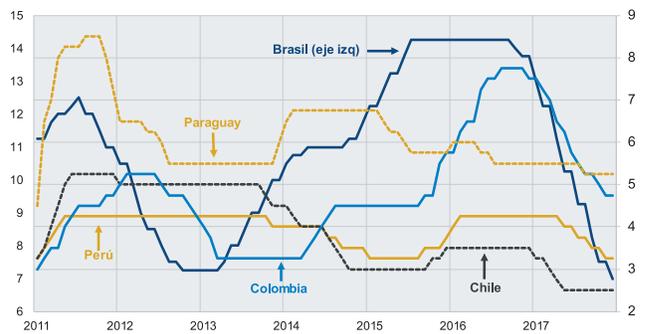


Gráfico 1.22: Tasas de interés de política monetaria de economías de América del Sur
(En porcentaje)



Fuente: *Bloomberg*
 Nota: * El indicador de EE.UU. se refiere al deflactor del gasto en consumo
 ** Las barras doradas corresponden al rango meta de inflación

1.4 Mercados financieros

Las condiciones de los mercados financieros internacionales, a pesar del alto nivel de incertidumbre política, permanecieron favorables y con baja volatilidad en un contexto de recuperación moderada de la economía mundial y tasas de interés todavía bajas, favoreciendo los flujos de capitales hacia las economías emergentes y en desarrollo. Los bancos centrales de los países desarrollados continuaron con el retiro gradual de los estímulos monetarios, ello ha contribuido en parte a que las tasas de interés se mantengan bajas y los premios por riesgo acotados; lo que, en un contexto de mayor apetito por riesgo y volatilidad reducida aunque con niveles de incertidumbre por encima del promedio histórico (Gráfico 1.23), se impulsen los precios de los activos a nivel mundial, propiciando la entrada neta de capitales a economías emergentes y en desarrollo con China como destino principal (Gráfico 1.24).

El dólar estadounidense se depreció en 2017, en el marco de un desempeño económico modesto y un

avance gradual en la normalización de su política monetaria. Respecto a una canasta referencial de las principales monedas de las economías avanzadas (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo), el dólar estadounidense se depreció en el año en 9,9% (Gráfico 1.25).

A nivel regional, las paridades cambiarias se apreciaron en la mayoría de los países, destacando la estabilidad del tipo de cambio en Bolivia que permitió anclar las expectativas de la población con relación al dólar. Las monedas de América del Sur mostraron desempeños menos volátiles que en gestiones pasadas. En la mayor parte de las economías se registraron apreciaciones moderadas, siendo la mayor subida la del peso chileno, seguida de las monedas de Perú y Paraguay. El peso argentino se depreció fuertemente, mientras el real brasileño tuvo una ligera caída. En este marco, la estabilidad cambiaria adoptada por el E.P. de Bolivia continuó contribuyendo al anclaje de las expectativas y al sostenimiento del proceso de bolivianización.⁶

⁶ Las variaciones cambiarias de las monedas de la región se aprecian con detalle en la sección de política cambiaria del Capítulo 2.

Gráfico 1.23: Índice de volatilidad VIX e incertidumbre de política económica*
(En puntos)

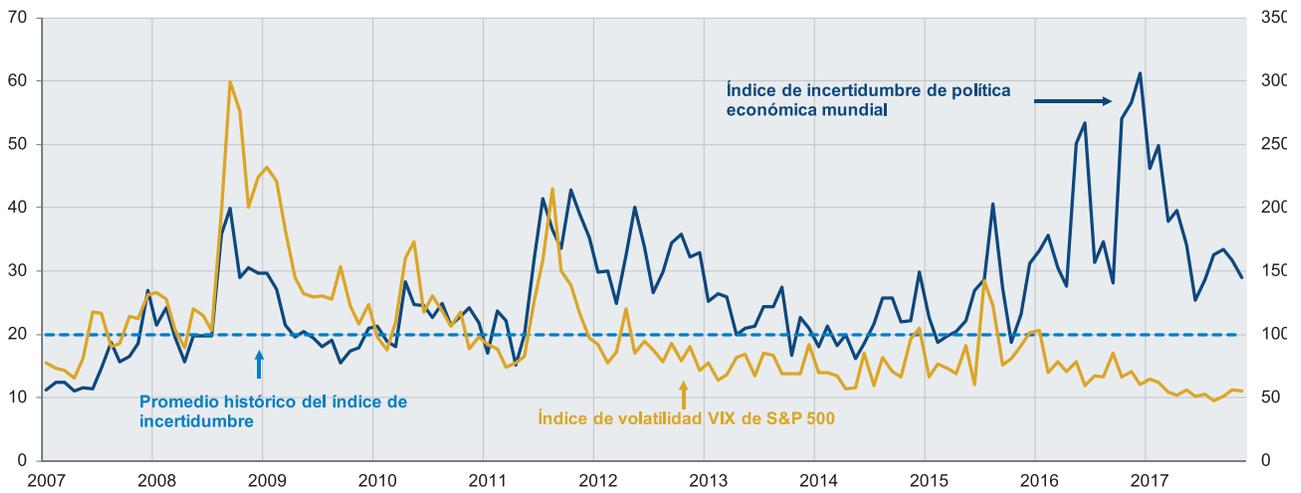
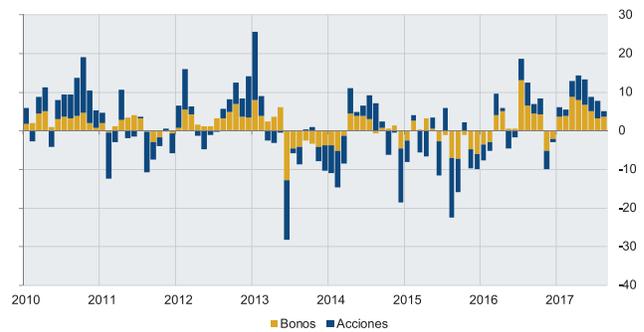


Gráfico 1.25: Índice del valor del dólar estadounidense
(En puntos)



Gráfico 1.24: Flujo de capitales hacia países emergentes
(En miles de millones de dólares estadounidenses)



Fuente: *Bloomberg y FMI*

Nota: * El índice global de incertidumbre de política económica es un promedio de los índices de incertidumbre ponderado por el PIB de 19 economías que representan 2/3 de la producción mundial. Los países considerados son: Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Francia, Alemania, India, Irlanda, Italia, Japón, México, Holanda, Rusia, Corea del Sur, España, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos

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

En un contexto regional de débil recuperación económica y alzas moderadas en los precios de las materias primas, en el marco de la orientación contracíclica, en 2017 se mantuvo la dirección expansiva de las políticas con el objetivo de sostener el dinamismo de la actividad económica y los programas de protección social de lucha contra la pobreza y la desigualdad.

En este sentido, el BCB continuó con la orientación expansiva de la política monetaria iniciada a mediados de 2014; que se tradujo en tasas de regulación monetaria muy bajas, contribuyendo a que las tasas activas permanezcan también en niveles bajos. Se subraya que en el segundo cuatrimestre de 2017 se aprobaron medidas adicionales frente a un descenso excepcional de la liquidez, destacándose el uso de varios instrumentos que permitieron restituir la liquidez y mantenerla en niveles adecuados en el transcurso de los siguientes meses; con ello, se normalizaron los mercados monetarios y financieros, y las tasas de interés se corrigieron a la baja luego del incremento transitorio. Lo anterior contribuyó a sostener el dinamismo del crédito del sistema financiero a empresas y familias, el mismo que alcanzó cifras récord por tercer año consecutivo y coadyuvó al cumplimiento de la Ley de Servicios Financieros puesto que el destino principal de estos recursos fueron el sector productivo y la vivienda social.

En un ambiente de inestabilidad de las paridades cambiarias de los países de la región, la política cambiaria continuó anclando las expectativas del público sobre el valor del dólar, contribuyó a mantener la inflación importada bajo control, coadyuvó a profundizar el proceso de Bolivianización y redujo las presiones sobre las reservas internacionales.

No obstante la estabilidad cambiaria nominal, la baja inflación y la apreciación de las monedas de socios comerciales permitieron una considerable depreciación real de nuestra moneda en 2017 y no se generaron desalineamientos del tipo de cambio real con respecto a su nivel de largo plazo explicado por sus fundamentos.

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, créditos a las gobernaciones y municipios a través del Fideicomiso del FNDR 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 la estabilidad económica y la redistribución del ingreso, así como las medidas para incentivar la bolivianización. En suma, la orientación contracíclica de las políticas contribuyó a alcanzar destacados resultados macroeconómicos en 2017.

2.1 Política monetaria

De acuerdo con la decisión de llevar a cabo medidas contracíclicas destinadas a sostener el dinamismo de la actividad económica y los programas de protección social, el BCB mantuvo en 2017 la orientación expansiva de la política monetaria iniciada a mediados de 2014, sin descuidar la estabilidad de precios. En línea con estas directrices, el ente emisor precauteló el mantenimiento de niveles de liquidez adecuados y tasas de títulos públicos cercanas a cero, lo que permitió apoyar al crecimiento del crédito del sistema financiero, especialmente el destinado al sector

productivo y de vivienda de interés social acorde con la Ley de Servicios Financieros.

Frente a la reducción observada de la liquidez entre abril y mayo por diversos factores, el BCB implementó varias medidas que permitieron su recuperación rápida. El comportamiento estacional de la liquidez, el mayor dinamismo del crédito respecto a los depósitos y operaciones extraordinarias con el exterior disminuyeron la liquidez a fines del primer cuatrimestre. Frente a esta situación, la Autoridad Monetaria intensificó su posición expansiva, tomando las siguientes acciones: i) en Operaciones de Mercado Abierto (OMA), disminuyó la oferta de títulos de regulación monetaria, redujo las colocaciones semanales de estos títulos, mantuvo tasas de interés bajas y redimió anticipadamente títulos reclamables; ii) en encaje legal, redujo las tasas de encaje en títulos en MN y ME; los recursos liberados en ME se constituyeron en garantía para créditos en MN sin ningún costo en el denominado Fondo para Créditos destinados al Sector Productivo y de Vivienda de Interés Social (Fondo CPVIS) y iii) en ventanillas de liquidez, el BCB facilitó el acceso a las Entidades de Intermediación Financiera (EIF) mediante la disminución de las tasas de reporto y de créditos de liquidez con garantía del Fondo-RAL, realizándose significativas operaciones.

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. El restablecimiento de la liquidez contribuyó a mantener el dinamismo de la cartera de créditos principalmente al sector productivo y de vivienda de interés social. El flujo de crédito otorgado al sector privado en 2017 alcanzó similar nivel histórico que en las dos gestiones anteriores.

2.1.1 Programa monetario

En un contexto regional de recuperación económica moderada y alzas graduales en los precios de las materias primas, el crecimiento de la economía boliviana en 2017 fue uno de los más altos de la región, mientras que la inflación se situó entre las más bajas. En el Programa Fiscal - Financiero 2017, suscrito a principios de año entre las máximas autoridades del MEFP y BCB, se determinaron políticas contracíclicas orientadas a sostener el dinamismo de la actividad económica

preservando la estabilidad de precios y apoyando programas de protección social destinados a la lucha contra la pobreza y desigualdad. Se establecieron como objetivos un crecimiento del PIB de alrededor del 4,7% y una tasa de inflación de fin de período en torno al 4,3%, en un rango entre 3,0% y 5,0%.⁷ Al cierre del año, los datos indican que ambas variables se comportaron en torno a lo señalado, el crecimiento estimado de la economía es 4,2%; en el rango de proyección del último IPM, 4% y 4,5%, y una inflación del 2,7% se constituyen en el mayor crecimiento y una de las más bajas tasas de inflación de América del Sur, reeditando nuevamente los resultados destacados que el E.P. de Bolivia viene registrando desde 2014.

Las políticas fiscal y monetaria expansivas, que sostuvieron el dinamismo de la actividad económica no se tradujeron en pérdidas de Reservas Internacionales Netas (RIN) en la magnitud prevista en el programa. En 2017, las RIN registraron un margen respecto a su meta, en un contexto de fuerte expansión monetaria y fiscal. Ello fue posible debido a in-flujos netos de capitales que registró la cuenta financiera de la balanza de pagos. Los pasivos generados por estas operaciones compensaron el efecto que habría tenido la expansión monetaria y fiscal sobre el Crédito Interno Neto (CIN); de este modo el CIN también cerró la gestión con margen respecto a su meta. Por su parte, la expansión fiscal se tradujo en un déficit mayor al previsto y, consecuentemente en mayor crédito neto del BCB al Sector Público No Financiero (SPNF) y financiamiento interno a este sector, con lo que estas tres variables presentaron sobregiros respecto a sus metas que se explican por los impulsos fiscales que priorizaron el dinamismo de la inversión (Cuadro 2.1). La expansión con instrumentos de regulación monetaria, mayor a la registrada en 2016, fue un factor importante de incremento del CIN total; éste último se reflejó de forma más marcada en aumentos de la emisión monetaria, a diferencia de lo ocurrido en 2016 (Cuadro 2.2).

⁷ El objetivo y rango del crecimiento económico fue objeto de una leve corrección a la baja, de 4,7% a un rango de 4%-4,5%, debido a la revisión de las estimaciones de los sectores extractivos y del PIB externo relevante. En el caso de la inflación, el objetivo y rango de la inflación señalado fue el resultado de una revisión a la baja expuesta en el IPM de julio de 2017 debido al comportamiento de la inflación observado en el primer semestre. El objetivo inicial se había fijado en una inflación en torno al 5,0%, en un rango entre 4,0% y 6,0%.

Cuadro 2.1: Metas del Programa Fiscal – Financiero, a diciembre 2017

(Flujos en millones de Bs y \$us)

	Moneda	Meta	Ejecución (p)	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES*				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	9.534	11.893	-2.359
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	292	673	-381
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto total	Bs	6.966	4.780	2.186
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs	1.601	8.480	-6.879
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	-635	-232	403

Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: *Cifras disponibles a octubre de 2017

A la fecha de la publicación de este IPM no se dispone de cifras de RIN a diciembre 2017, que corresponden a la variación que registra la balanza de pagos, como es el caso para 2016. Por lo que las RIN para 2017 se calcularon utilizando tipos de cambio fijo para los dólares estadounidenses, canadienses y australianos, el euro, el yuan renminbi, la UFV y el DEG, así como un precio fijo para el oro, con el propósito de excluir variaciones originadas en movimientos cambiarios

Cuadro 2.2: Ejecución del programa monetario

(Flujos en millones de bolivianos y \$us)

	2016	2017
Emisión	222	3.190
Crédito Interno Neto	21.117	4.780
Sector Público	9.744	7.336
d/c Crédito Neto del BCB	10.679	8.480
Cuasifiscal	-934	-1.144
Sector Financiero	11.819	-2.154
d/c Regulación monetaria	3.231	5.986
Otros	-446	-401
Reservas Internacionales Netas	-20.896	-1.591
(en mill.\$us.)	-3.046	-232

2.1.2 Instrumentación de la política monetaria

De acuerdo a la orientación expansiva de la política monetaria, el BCB inyectó un volumen importante de recursos a la economía durante la gestión.

En el segundo cuatrimestre destaca la utilización de varios instrumentos que permitieron mantener la liquidez en niveles adecuados contribuyendo, a su vez, a sostener el dinamismo del crédito otorgado por el sistema financiero a empresas y familias.

Operaciones de Mercado Abierto

Las OMA regularon la elevada liquidez de principios de año y, mediante vencimientos (en fecha y anticipados) de estos instrumentos, propiciaron incrementos de la liquidez en situaciones en las que era necesario. Las tasas de estos títulos se mantuvieron muy bajas, indicando la dirección expansiva. La alta liquidez en el primer trimestre fue regulada principalmente a través de la colocación de títulos en subasta y mesa de dinero al Sector Financiero, y títulos directos a personas naturales (Cuadro 2.3). En el segundo trimestre, frente a la reducción de la liquidez, se utilizaron distintos instrumentos de regulación monetaria que permitieron inyectar fuertes volúmenes de recursos al sistema financiero. En OMA, las redenciones netas de títulos alcanzaron Bs2.366 millones, destacándose la redención anticipada de “títulos reclamables” por un monto de Bs1.000 millones a fines de mayo. En el tercer y cuarto trimestre, se redujo la intensidad de la expansión monetaria, llevándose a cabo eventualmente colocaciones de títulos con leves incrementos de tasas a fin de recuperar espacios de

política monetaria. La oferta semanal de títulos de regulación monetaria se adecuó a las necesidades de liquidez; disminuyendo de Bs2.000 millones a Bs1.000 millones a fines de febrero y a Bs500 millones a mediados de mayo. Este nivel de oferta se mantuvo hasta la semana 50 del año, para su posterior incremento hasta Bs900 millones regulando así excedentes estacionales de liquidez (Cuadro 2.4 y Gráfico 2.1). Estas acciones se han reflejado en los saldos de títulos de regulación monetaria que descendieron de forma significativa a partir de mayo, registrando una disminución en el año de Bs3.652 millones (de Bs6.897 millones a fines de 2016 a Bs3.245 millones al cierre de 2017; Gráfico 2.2).

Respondiendo a la orientación expansiva de la política monetaria las tasas de interés de los títulos de regulación monetaria se mantuvieron cercanas a cero. Sólo se validaron incrementos moderados de las tasas de regulación monetaria con el fin de regular la liquidez estacional y recuperar espacios de política. A finales de la gestión, las tasas se situaron en 0,35%, 0,60% y 0,63% en los plazos de 91, 182 y 364 días, respectivamente (Gráfico 2.3).

Ventanillas de Liquidez

Mediante sus ventanillas de liquidez, el BCB dotó recursos a las EIF, principalmente en el segundo trimestre. En efecto, entre abril y junio, cuando las entidades sufrieron un descenso abrupto de su liquidez, el BCB otorgó volúmenes importantes de préstamos de corto plazo al sistema financiero mediante operaciones de reporto y créditos de liquidez con garantía del Fondo-RAL. Durante este

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

	2016	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	2017
OMA	2.969	-393	2.366	811	876	3.660
Colocación neta de títulos en subasta	3.105	-89	2.382	161	1.184	3.638
Colocación neta de títulos directos a personas	-136	-304	-16	650	-307	23
Encaje legal	-333	80	3.359	-308	-77	3.054
Reportos, créditos-RAL y otros	213	-100	2.097	-192	55	1.860
Regulación Monetaria	2.849	-414	7.822	311	854	8.574

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

Plazos	2016				2017			
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim
91 días	150	150	150	200	100	100	100	300
182 días	300	250	150	800	400	100	100	300
273 días	100	100	150	600	300	200	200	200
1 año	50	100	150	400	200	100	100	100
Oferta total	600	600	600	2.000	1.000	500	500	900

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



Gráfico 2.2: Títulos de regulación monetaria
(Saldos en millones de Bs)

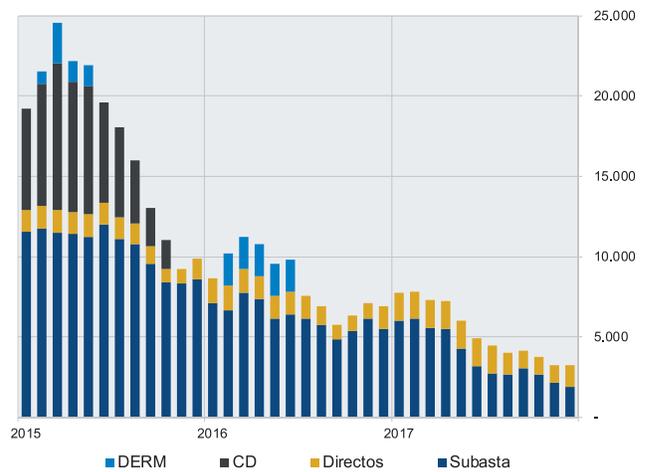
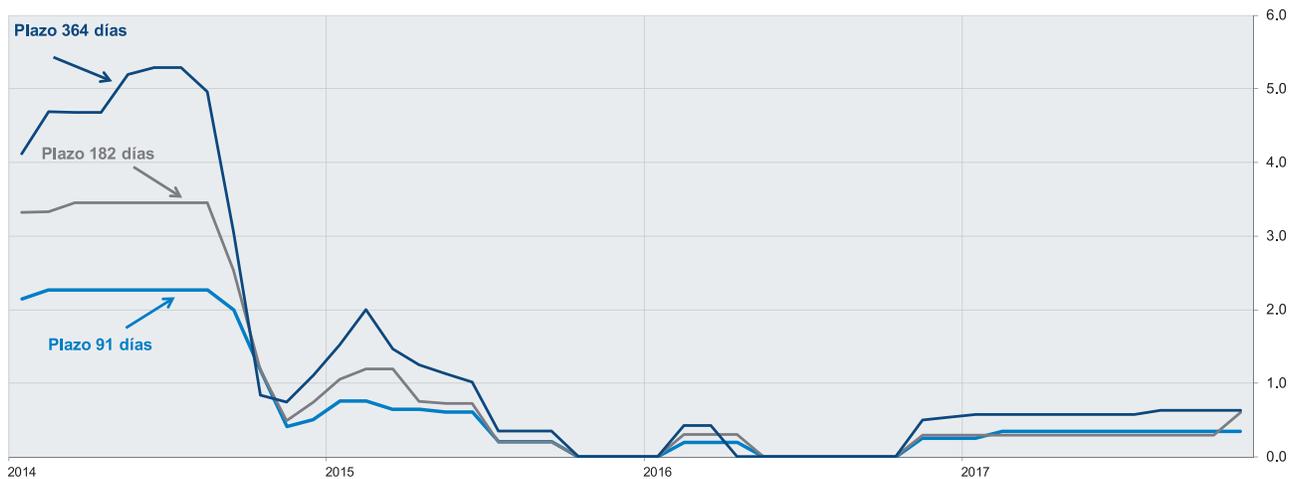


Gráfico 2.3: Tasa efectiva anualizada de títulos públicos de regulación monetaria
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia
 Nota: *Colocación (-); Redención (+)
 **Los datos corresponden al último día hábil de cada trimestre

periodo, para facilitar el acceso, se redujeron las tasas de ambos instrumentos en 100pb.⁸ Con la recuperación de la liquidez, la demanda de recursos a través de estas ventanillas disminuyó y, por tanto, los saldos de estas operaciones de crédito decrecieron significativamente hasta desaparecer en los meses de noviembre y diciembre (Gráfico 2.4).

Encaje legal

Las tasas de encaje legal disminuyeron conforme 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 requerido en títulos tanto en MN como en ME (Cuadro 2.5; Resolución de Directorio N°069/2017). La disminución de la tasa de encaje

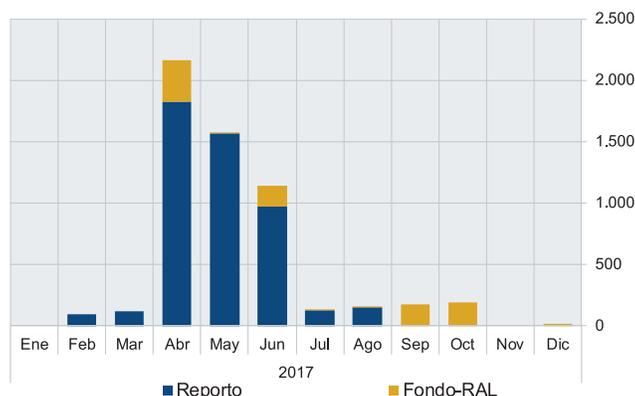
en títulos en MN en 1pp determinó una inyección de recursos por aproximadamente Bs820 millones, mientras que la disminución de la tasa de encaje en títulos en ME en 10pp implicó una inyección de recursos por el equivalente a \$us349 millones. Esta última se instrumentó mediante la constitución del Fondo CPVIS por un monto de Bs2.393 millones, que permitió la inyección de recursos en MN mediante créditos del BCB a las EIF sin ningún costo, para la expansión del crédito al sector productivo y vivienda social; mientras que los recursos liberados en ME pasaron a constituir garantías para dichos créditos, los mismos quedarán a disponibilidad de las EIF a fines de enero de 2018.

Los recursos del Fondo CPVIS fueron destinados hacia créditos al Sector Productivo y de Vivienda de Interés Social.

Hasta fines de la gestión, las EIF solicitaron recursos por Bs1.902 millones, equivalentes al 79% del Fondo. El elevado uso de este fondo denota la importancia de la liquidez generada a través de este mecanismo y la canalización de créditos en MN (Cuadro 2.6).

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

Gráfico 2.4: Reportos y créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL
(Saldos en millones de Bs)



Cuadro 2.5: Tasas de encaje legal
(En porcentaje)

	TASAS ANTERIORES	TASAS ACTUALES
MN		
Vista, Caja de ahorros, y DPF de 30 hasta 360 días	12,0	11,0
ME		
Vista, Caja de ahorros, y DPF de 30 hasta 360 días	66,5	56,5
DPF > a 360 días hasta 720 días	53,0	43,0
DPF > a 720 días	45,0	35,0

Cuadro 2.6: Fondo CPVIS
(En millones de Bs)

	Fondo CPVIS	Desembolsado
Bancos	2.148	1.828
EFV	72	18
Cooperativas	151	45
Bancos PYME	21	10
TOTAL	2.393	1.902

Fuente: Banco Central de Bolivia

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

Respondiendo a las medidas adoptadas por el BCB, la liquidez se mantuvo durante el año en niveles adecuados y finalizó la gestión con nuevos incrementos estacionales. Después de haberse reducido hasta un nivel mínimo en la penúltima semana de mayo, la liquidez se recuperó rápidamente con las medidas adoptadas por el BCB, manteniéndose en niveles adecuados en los siguientes meses, cerrando la gestión en Bs11.971 millones, similar al observado a fines de 2016 (Gráfico 2.5). Los *ratios* de liquidez sobre depósitos del público y en términos del PIB finalizaron el año con una recuperación importante, exhibiendo una tendencia creciente (Gráfico 2.6).

La recuperación de la liquidez permitió la regularización de las operaciones del mercado monetario; las tasas del mercado interbancario y de reportos en la bolsa, luego del fuerte incremento que sufrieron, tendieron a disminuir a medida que se restituyó la liquidez. En operaciones interbancarias, después de alcanzar su punto máximo en la segunda semana de mayo (5,1%), entre oscilaciones, mostraron una tendencia decreciente cerrando la gestión en 2,9% (Gráfico 2.7a). En operaciones de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), las tasas también

registraron un comportamiento similar; después del máximo observado en la penúltima semana de mayo (10,3%) disminuyeron significativamente cerrando la gestión alrededor de 3,3%, tasa todavía elevada en comparación a las observadas en meses previos a los de baja liquidez (Gráfico 2.7b).

No obstante el período de baja liquidez mencionado que derivó en incrementos en las tasas de interés pasivas, las tasas activas se mantuvieron 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 monetarios (Gráfico 2.8). Sin embargo, 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. En efecto, el flujo acumulado del crédito al sector privado en 2017 fue similar a las gestiones 2015 y 2016 que registraron un récord histórico, como se analiza en el capítulo 3. Estos recursos promueven la inversión y el consumo, factores que han incidido positivamente en el buen desempeño de la actividad económica en los últimos años.

Gráfico 2.5: Liquidez
(En millones de Bs)

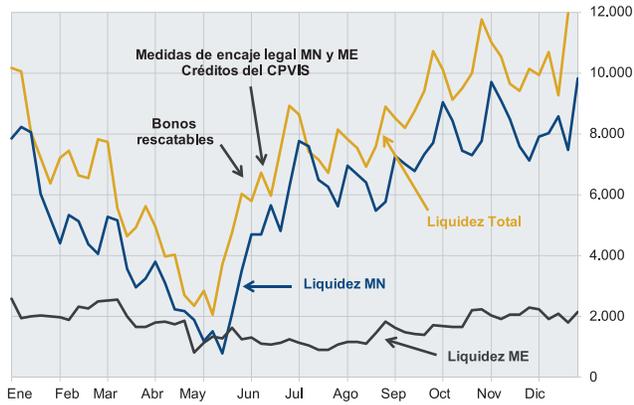


Gráfico 2.6: Ratios de Liquidez
(En porcentaje)

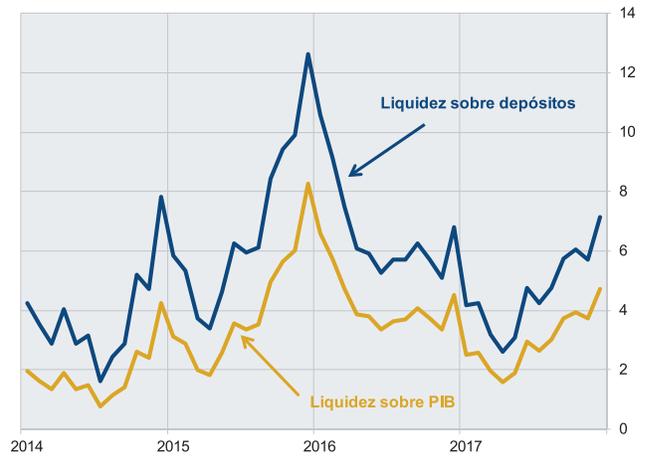
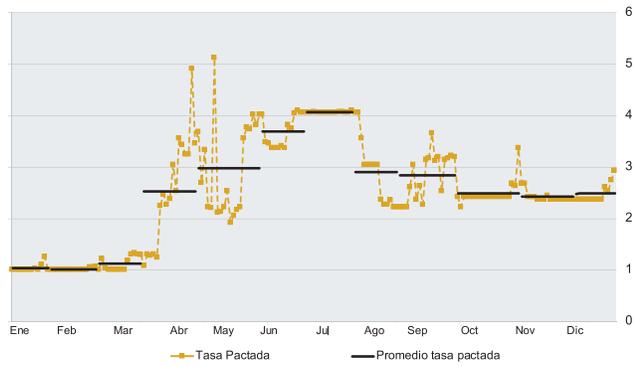


Gráfico 2.7: Operaciones interbancarias y de reporto en la BBV en MN
(En millones de Bs y en porcentaje)

a) Interbancarias



b) Reportos

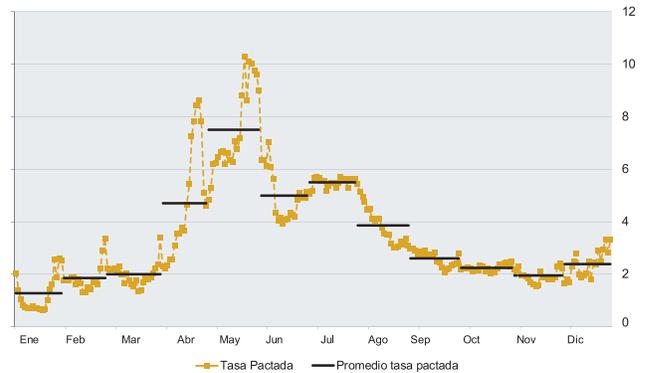
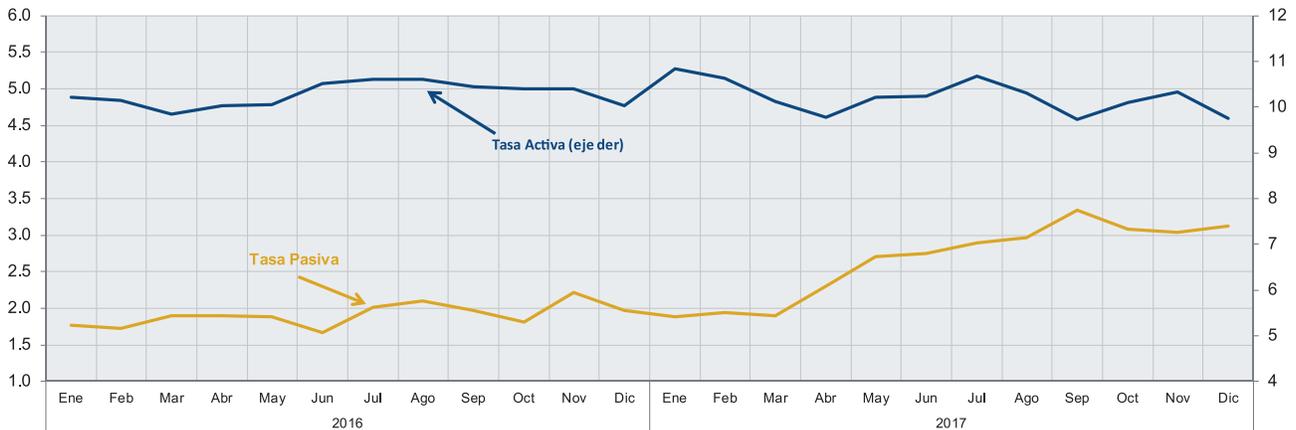


Gráfico 2.8: Tasa de interés efectivas del sistema Financiero
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

2.2 Política cambiaria

2.2.1 Orientación de la política cambiaria

En un ambiente de volatilidad de las paridades cambiarias en la región, la política de estabilidad de tipo de cambio ancló las expectativas del público sobre el valor del dólar, mantuvo la inflación importada bajo control y favoreció la orientación expansiva de la política monetaria. En un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales, las tasas cambiarias en la región mostraron una variabilidad considerable (Gráfico 2.9). En este escenario de persistente volatilidad cambiaria, la estabilidad del tipo de cambio en Bolivia señaló las expectativas de la población sobre la relación del boliviano con el dólar. Asimismo, la política cambiaria coadyuvó al control del componente importado de la inflación (Gráfico 2.10).

La estabilidad del tipo de cambio nominal continuó impulsando el proceso de Bolivianización. La postura de la política cambiaria, junto a otras medidas, fue determinante para la profundización de la Bolivianización y, consecuentemente, para la consolidación de la moneda doméstica como principal medio de pago, depósito de valor y unidad de cuenta (Gráfico 2.11).

En 2017 se registró una considerable depreciación real de la moneda local, aspecto que contribuyó a que no se generen desalineamientos del tipo de cambio real respecto de su nivel de largo plazo explicado por sus fundamentos. Las apreciaciones nominales de las monedas de los principales socios comerciales con relación al dólar, junto a la baja inflación interna y la estabilidad del tipo de cambio, originaron una depreciación real de la moneda doméstica de 5,1% durante 2017, producto de depreciaciones reales bilaterales con todos los socios comerciales, excepto Brasil (Gráfico 2.13). La mejora en la posición competitiva en 2017, superior a observada en 2016 (0,5%), permitió que el tipo

de cambio real se mantenga dentro del rango del referente de equilibrio explicado por sus fundamentos de largo plazo (Gráfico 2.12). Por tanto, en 2017 los precios de los bienes de producción local se han abarato con relación a los de origen externo, factor que favorece al sector real de la economía

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

Se implementaron medidas complementarias a la orientación expansiva de la política monetaria propiciando mayor liquidez en la economía nacional. 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, estableció un límite de 10% a las inversiones de los Fondos del Sistema Integral de Pensiones y del Fondo de Capitalización Colectiva en valores representativos de deuda emitidos en el extranjero por el TGN. Por su parte, el BCB incrementó de 1,6% a 2,0% la comisión por transferencias de fondos al exterior que las EIF realizan a través del ente emisor; mientras que las operaciones inversas (transferencias del exterior) quedaron exentas de comisión. Estas medidas complementaron la orientación expansiva de la política monetaria al propiciar mayor liquidez al interior de la economía nacional.

2.2.3 El Bolsín y la venta directa de dólares estadounidenses

La política de acceso irrestricto a la divisa estadounidense a través de distintos medios ha seguido contribuyendo a la confianza del público en la solidez externa del país. El anclaje de las expectativas sobre el tipo de cambio logró apaciguar las expectativas de depreciación de la moneda doméstica. En este sentido, la demanda de divisas en 2017 fue significativamente menor, aspecto que se debió también a los mayores ingresos por exportaciones y a los inlfujos de capital. El BCB atendió las demandas principalmente a través del mecanismo de ventas directas (Gráfico 2.14).

Gráfico 2.9: Tipos de cambio nominal en la región: 2003-2017
(Enero 2003=100)

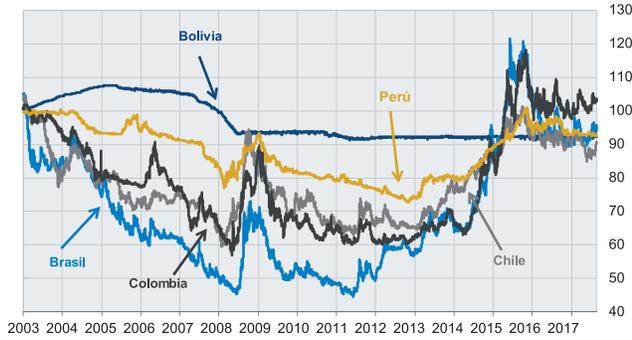


Gráfico 2.10: Tipo de cambio, inflación general e importada
(En porcentaje)

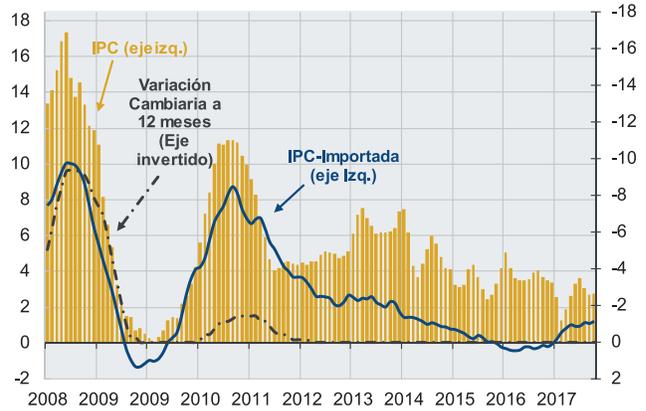


Gráfico 2.11: Tipo de cambio oficial y Bolivianización del sistema financiero
(En bolivianos por dólar y porcentaje)

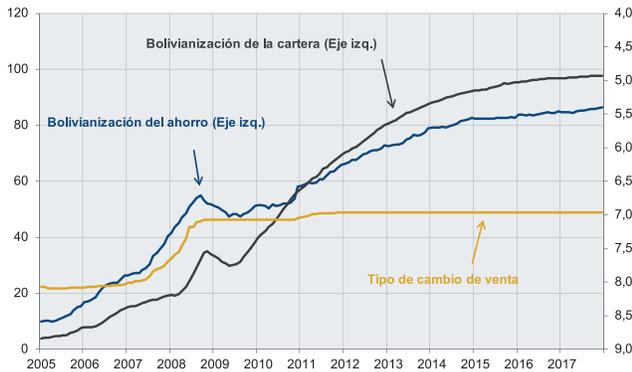


Gráfico 2.12: Tipo de cambio real y tipo de cambio real de equilibrio*
(Índice, agosto de 2003 = 100)

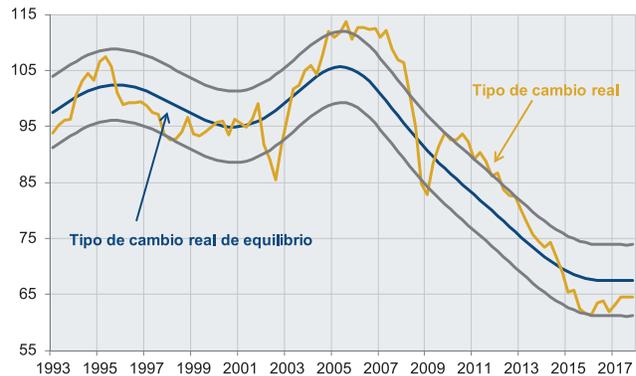


Gráfico 2.13: Apreciación/Depreciación Real –Bilateral y Multilateral del boliviano respecto a las monedas de los principales socios comerciales en 2017
(En porcentaje)

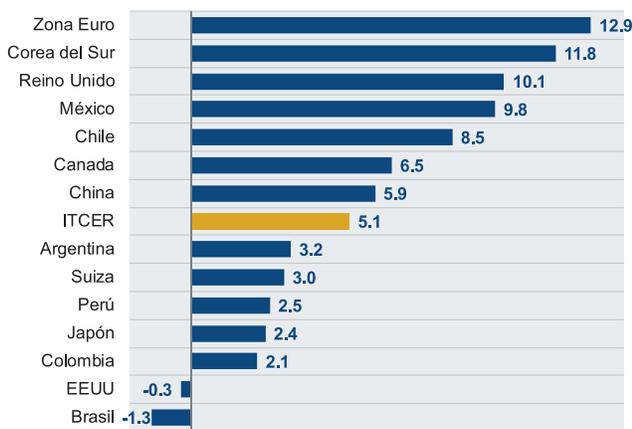
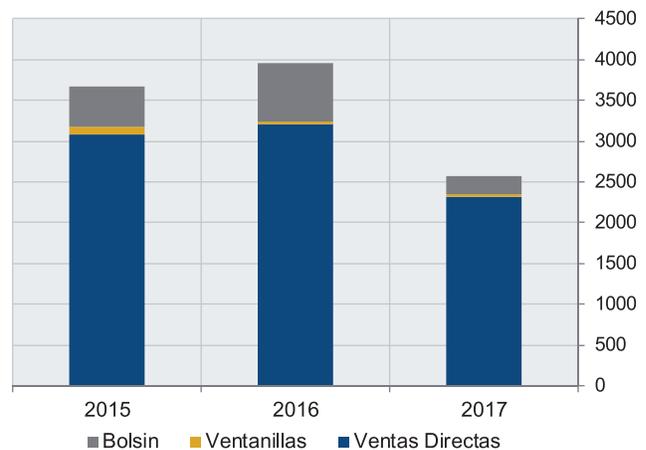


Gráfico 2.14: Venta de dólares estadounidenses del BCB por modalidad
(En millones de dólares estadounidenses)



Fuente: Banco Central de Bolivia – Bloomberg

Nota: * Los determinantes del Tipo de Cambio Real de Equilibrio son los términos de intercambio, la política comercial aproximada por la apertura comercial y el gasto público

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

Las transacciones de compra y venta de dólares estadounidenses entre las EIF y sus clientes se realizaron dentro de la banda establecida por el BCB. En efecto, el Tipo de Cambio Promedio Ponderado (TCPP) de las operaciones estándar y preferencial entre las EIF y sus clientes fluctuó dentro de la banda definida por el tipo de cambio oficial de venta más un centavo y el de compra menos un centavo⁹. Por tanto, las expectativas sobre el valor del dólar y las cotizaciones en el mercado formal de divisas continuaron guiadas por el tipo de cambio oficial (Gráfico 2.15).

2.2.5 Transferencias al exterior y mercado cambiario de las EIF

Las transferencias netas de divisas al exterior por parte de las EIF a solicitud de sus clientes y las transferencias que las EIF solicitaron al BCB muestran reducciones importantes. Las operaciones del sector privado no financiero con el exterior se realizan a través de las entidades financieras, las mismas que son captadas por medio del Sistema de Captura de Información Periódica (SCIP) desarrollado por el BCB. Las cifras muestran una reducción de las transferencias al exterior y un incremento de las transferencias del exterior que los clientes solicitaron a las entidades financieras en 2017, resultando en menores transferencias netas (Gráfico 2.16). Las transferencias netas al exterior que las entidades financieras (EIF) realizan a solicitud de sus clientes son compensadas por transferencias netas que el BCB realiza a requerimiento de estas entidades. En concordancia con las menores transferencias netas del sector privado no financiero, las EIF también solicitaron al BCB menores transferencias netas al exterior (Gráfico 2.17), reflejando una menor presión sobre las reservas internacionales. Este comportamiento se explica por el incremento en el valor de las exportaciones, el desincentivo a inversiones en el exterior que resulta de la comisión por transferencias y la confianza del público en la solidez externa y en la estabilidad del tipo de cambio.

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

En el mercado de divisas privado se ha evidenciado una reducción de la demanda de dólares, lo que se reflejó también en menores requerimientos de divisas que las EIF solicitan al BCB. En efecto, las ventas netas de divisas que las EIF realizan a sus clientes se redujeron en casi 30% respecto a 2016 (Gráfico 2.18). Igual comportamiento se observó en el requerimiento de dólares en efectivo que las EIF demandan del BCB, las mismas que disminuyeron en 21% con relación a 2016. Este comportamiento refleja también el anclaje de las expectativas de la población sobre el tipo de cambio.

2.3 Otras medidas para el control de la inflación

Como viene ocurriendo desde hace varios años, en 2017 el Órgano Ejecutivo aplicó diferentes medidas que coadyuvaron a mantener la estabilidad de precios de diferentes bienes y servicios. En el transcurso del segundo semestre¹⁰, el Órgano Ejecutivo a través de diferentes entidades emitió una serie de disposiciones que contribuyeron a mantener estables los precios de forma directa e indirecta de diferentes bienes y servicios, entre las más relevantes se pueden mencionar:

Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT)

- El Instituto del Seguro Agrario (INSA), a partir del mes de agosto, realizó el pago de indemnizaciones a productores de comunidades de diferentes municipios de los departamentos del país cuya producción se vio afectada por diversos fenómenos climáticos (heladas, inundaciones, sequías, granizadas, entre otros). Esta medida contribuyó a que los productores pudieran reponerse de sus pérdidas. Durante el segundo semestre se indemnizaron a cerca de 8.336 productores en más de 282 comunidades de los departamentos de La Paz, Potosí, Oruro, Santa Cruz, Chuquisaca y Cochabamba.

10 Las medidas aplicadas por el Órgano Ejecutivo durante el primer semestre se encuentran especificadas en el IPM de Julio de 2017.

Gráfico 2.15: Tipos de cambio oficiales y del sistema financiero
(En bolivianos por dólar estadounidense)

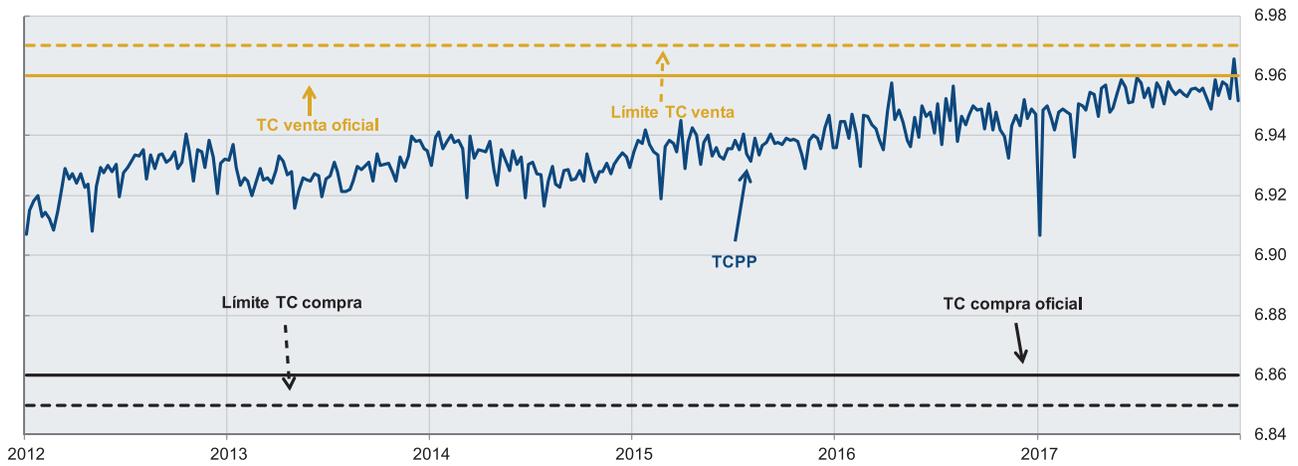


Gráfico 2.16: Transferencias del y al Exterior de Clientes de las EIF
(Acumulado a diciembre, en millones de dólares)

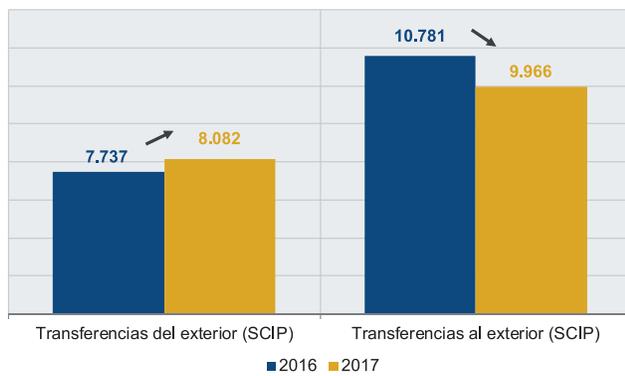


Gráfico 2.17: Transferencias SCIP Y BCB
(Acumulado a diciembre, en millones de dólares)

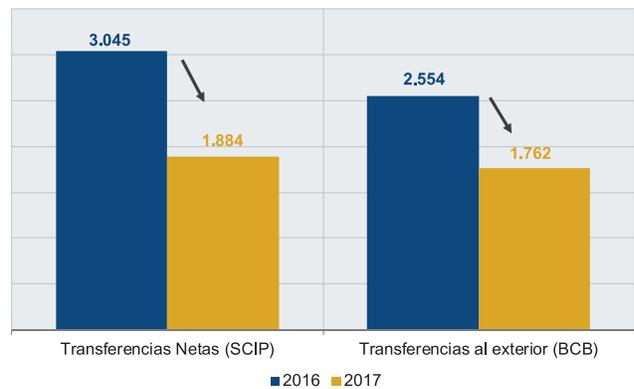
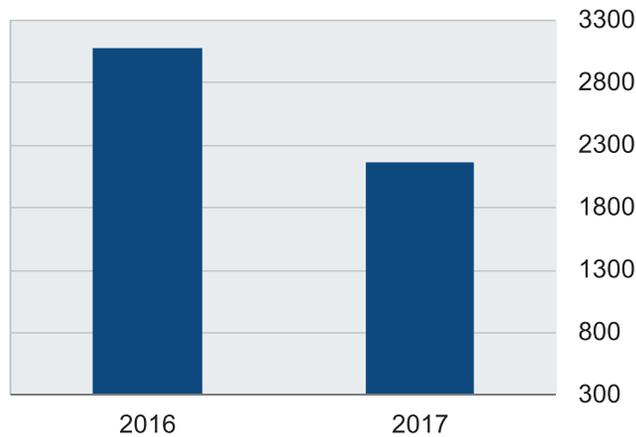


Gráfico 2.18: Ventas netas de divisas de las EIF al público
(En millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Bolivia

- El Observatorio Agroambiental y Productivo (OAP) continuó organizando las Ferias de Precio Justo y Peso Justo en diferentes ciudades a lo largo del territorio nacional con el fin de que las familias bolivianas tengan acceso directo a diferentes bienes a precios accesibles. En la gestión 2017 se realizaron un total de 34 ferias (Cuadro 2.7).

Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural (MDPyEP)

- En la primera quincena del mes de agosto, el MDPyEP inauguró la ampliación de la infraestructura de la Empresa Azucarera de San Buenaventura (EASBA). Asimismo, se dio inicio a la segunda zafra con la cual se produjo más de 160.000 quintales de azúcar al cierre de gestión.
- En vísperas de la festividad de Todos Santos, con el fin de garantizar la dotación de harina de trigo a la población boliviana, se realizó la venta directa de este producto en siete sucursales de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA) situadas en las ciudades de La Paz y El Alto. Asimismo, EMAPA, a través de sus diferentes agencias, continuó ofreciendo productos de primera necesidad a precios accesibles a lo largo del territorio nacional.

Ministerio de Hidrocarburos

- En referencia a la Resolución 073-2017 del Ministerio de Hidrocarburos, la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) emitió la Resolución Administrativa RAR-ANH-ULGR N°0331/2017 el 11 de agosto, con la cual se aprobó la metodología para la determinación de los precios

máximos para la distribución de gas natural en el mercado interno para las categorías doméstica, comercial e industrial; y, entre otros aspectos, la frecuencia de actualización de precios.

2.4 Políticas que contribuyen al desarrollo económico y social

2.4.1 Financiamiento del BCB a las EPNE

Las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE), en el marco de la normativa vigente continuaron recibiendo financiamiento del BCB. Dicho financiamiento fue destinado al desarrollo de distintos proyectos productivos estratégicos que contribuyen a la diversificación de la matriz productiva, seguridad energética y alimentaria del país.

Los proyectos de la Empresa Nacional de Electricidad (ENDE) recibieron el mayor flujo del financiamiento concedido a las EPNE. En 2017, los desembolsos totales fueron Bs5.888 millones. De estos recursos el 84% fue destinado principalmente a los proyectos: “Ciclos Combinados Planta Termoeléctrica de Warnes”, “Ciclos Combinados Planta Termoeléctrica del Sur” y “Proyecto Hidroeléctrico Ivirizu”. Las amortizaciones llegaron a Bs495 millones, destacándose el cumplimiento del 100% en el cronograma de pagos de la gestión (Cuadros 2.8 y 2.9).

2.4.1.1 Industrialización de los hidrocarburos

La producción de las Plantas Separadoras de Líquidos (PSL) Carlos Villegas Quiroga y Rio Grande satisfacen más de la mitad de la demanda

Cuadro 2.7: Número de Ferias de precio justo y peso justo en 2017

Departamento	Número de Ferias
La Paz	20
Cochabamba	5
Santa Cruz	5
Oruro	1
Potosí	1
Chuquisaca	1
Tarija	1
Total Bolivia	34

Fuente: Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras

interna y externa¹¹. De enero a diciembre, ambas plantas comercializaron 294,9 mil TM de GLP, 1,2% mayor respecto a 2016. De esta producción, 184,0 mil TM se destinaron al mercado interno y 110,9 mil TM al externo. Adicionalmente, produjeron más de 429,4 mil barriles de gasolina blanca y 153,1 mil barriles de gasolina rica en isopentanos, volúmenes mayores a 2016 en 1,5% y 48%, respectivamente. Finalmente, por la comercialización de estos refinados se percibieron ingresos por más de \$us114 millones, de los cuales 46% corresponde a las exportaciones del GLP.

La puesta en marcha del complejo de Urea y Amoníaco en septiembre de 2017 dio inicio a la industria petroquímica en Bolivia y se prevé que coadyuve con el desempeño del sector agropecuario y la seguridad alimentaria.¹² Esta planta genera fertilizantes nitrogenados a partir de gas natural y su procesamiento químico en reactores. La capacidad instalada permite alcanzar una producción de 1.200 toneladas métricas día (TMD) de amoníaco y de 2.100 TMD de urea granulada. Ambos compuestos empleados en el cultivo de suelos mejoran su nutrición y productividad. De esta forma, se expande la producción agrícola vía rendimiento y con ello la disponibilidad de alimentos para la población. De acuerdo con YPFB, se comercializaron 6.371,8 toneladas de urea en el mercado interno entre octubre y diciembre 2017, generando ingresos por \$us2,2 millones. Respecto al mercado externo, se tiene concretado un contrato de exportación que establece el despacho anual de 335.000 toneladas de urea al Brasil. Por otra parte, desde el inicio de la construcción de este megaproyecto hasta su culminación se han generado aproximadamente 8.000 empleos, entre directos e indirectos.

El inicio de operaciones de la “Planta de producción de tuberías y accesorios para Redes de Gas Natural” ubicada en la ciudad de El Alto provee insumos para redes de gas natural, agua potable y riego¹³. Esta planta inaugurada en diciembre de 2017 tiene una capacidad de

producción de 3.800 TM/año de tuberías y accesorios de polietileno. Su gama de productos comprende: tuberías de polietileno de alta densidad con diámetros desde 20 milímetros (mm) hasta 125mm, demandadas por el mercado interno para redes secundarias de gas; tuberías aptas para redes de agua potable y riego; y accesorios electrosoldables de polietileno de alta densidad. Para la gestión 2018, se proveerá a YPFB más de 30.000 accesorios de polietileno electrosoldables generando un ingreso neto de aproximadamente Bs3 millones. Con las tuberías y accesorios de polietileno se construirán nuevas redes de distribución de gas natural que beneficiarán aproximadamente a 100.000 nuevos usuarios. Del mismo modo, se está gestionando con Municipios y Gobernaciones del país el tendido de 1.000 km de tuberías y accesorios para la distribución de agua potable y riego a nivel nacional. En términos de fuentes laborales, este emprendimiento productivo pretende lograr la generación de aproximadamente 200 empleos directos y alrededor de 5.000 indirectos.

*2.4.1.2 Avances en seguridad energética*¹⁴

ENDE contribuye al acceso universal a la energía eléctrica en Bolivia, promoviendo un cambio importante en la industria eléctrica y también la generación de excedentes a través de la exportación de energía de forma sustentable. En este sentido, ENDE ha impulsado la creación del Programa Electricidad Para Vivir Con Dignidad (PEVD) que ha beneficiado a alrededor de 48.000 familias a través de los proyectos implementados. Este resultado se enmarca en la promoción del desarrollo económico sostenible para la población vulnerable, ya que incorpora a comunidades alejadas al Sistema Interconectado Nacional (SIN).

Los proyectos de plantas hidroeléctricas y termoeléctricas impulsados por ENDE han mostrado avances importantes, de 81,7% y 62,3% respectivamente. En lo que a líneas de transmisión se refiere, Warnes – Brechas entró en operaciones en junio con una longitud de 118,75 km y San José – Santivañez en noviembre, con 82,5 km de extensión.

¹¹ En base a Informe Técnico GIND-CE-019/2018 de 31 de enero de 2018.

¹² En base a Informe Técnico EBIG/GG/N°041/2018 de 31 de enero de 2018.

¹³ En base a Informe Técnico EBIG/GG/N°041/2018 de 31 de enero de 2018.

¹⁴ En base a Informe Técnico ENDE-DGFN-12/81-17 de 27 de diciembre de 2017, con Información Actualizada Proyectos ENDE con Financiamiento BCB - a Noviembre 2017.

Ambas líneas de transmisión tienen una resistencia de 230 kilovatios (kW). En el caso de Cochabamba, se espera la implementación de dos mega proyectos. Por una parte, la planta hidroeléctrica San José (Fase II) en noviembre de 2018, con un aporte al SIN de 69 MW y 10 km que facilite la infraestructura caminera en la región del Chapare. Por otra parte, la planta de ciclos combinados de Entre Ríos que iniciaría funciones en diciembre de 2019 expandiendo la producción eléctrica nacional en 380 MW. En Tarija, la Termoeléctrica del Sur entraría en operación en junio de 2019 con una generación de 320 MW. Finalmente, en Santa Cruz, la planta de ciclos combinados Warnes se inauguraría en julio de 2019 con una generación de 320 MW, cuyos excedentes serán destinados a la exportación en línea con el Plan de Desarrollo Económico y Social que plantea que Bolivia se convierta en el centro energético de América del Sur.

Esta empresa estratégica también contribuye a la sostenibilidad del medio ambiente con la generación de energía más limpia y renovable. En septiembre, se concluyó la construcción de la planta hidroeléctrica de energía renovable Misicuni que se prevé brindará un aporte anual de 120 MW de potencia al SIN. Finalmente, en octubre comenzó a operar la planta de Yunchará (Planta Solar Fotovoltaica). Este proyecto incrementó la capacidad de generación eléctrica renovable y no contaminante en 5 MW.

2.4.1.3 Avances en la industrialización del Litio

En abril de 2017, tras la promulgación de la Ley N° 928, se crea Yacimientos de Litio Bolivianos con la misión de industrializar los recursos naturales de los salares bolivianos mediante proyectos sostenibles, públicos y sociales que contribuyan al desarrollo nacional y permitan un abastecimiento responsable a la comunidad internacional¹⁵. En términos de avance, la Fase II que comprende la implementación y puesta en marcha de la Planta Industrial de Sales de Potasio, al segundo semestre de 2017 registra una ejecución de 93,0%. Dada su capacidad y tecnología, se considera que la misma

se situaría entre las diez plantas más importantes del mundo en su rubro. De esta forma, Bolivia ingresaría al mercado de fertilizantes potásicos como uno de los principales productores. En cuanto a la tercera fase, en agosto de 2017 se inauguró la Planta Piloto de Materiales Catódicos, cuyo montaje implicó la adquisición de equipos y materiales de última generación, además de la transferencia tecnológica y de conocimiento a profesionales bolivianos por parte de técnicos del CEA (Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives) y la empresa ECM GreenTech de Francia. Los materiales catódicos producidos son óxido de manganeso litiado y óxido de níquel manganeso cobalto litiado, insumos necesarios para el ensamblado de baterías de ión litio. En cuanto a la generación de empleo, la segunda fase del proyecto (producción) generó 282 empleos directos y 480 indirectos. Por su parte, la tercera fase (industrialización) generó 70 empleos directos y 90 indirectos.

2.4.1.4 Avances en seguridad alimentaria

El BCB comenzó con el financiamiento a la construcción del Sistema de Transporte Férreo en el Tramo Montero-Bulo Bulo. El primer desembolso del crédito otorgado al TGN para financiar la construcción fue Bs208 millones. Este proyecto tiene la finalidad de transportar Urea y Amoniaco de la Planta Petroquímica de Bulo Bulo, satisfacer la demanda del mercado interno de fertilizantes sustituyendo las importaciones, precautelar la seguridad alimenticia, promover el desarrollo de la agroindustria y pecuaria, crear los polos de desarrollo petroquímico, generar fuentes de trabajo directas e indirectas y el ingreso de divisas al TGN.

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

Los créditos otorgados a las gobernaciones y municipios a través del Fideicomiso del Fondo Nacional de Desarrollo Regional (FNDR) dinamizaron la inversión pública en infraestructura, riego y agua, destacándose la otorgación de financiamiento a municipios a partir de 2017. En la gestión, los desembolsos llegaron a casi todos los Gobiernos Autónomos Departamentales (GAD; Bs779 millones) y a cincuenta y dos Gobiernos Autónomos Municipales (GAM; Bs92 millones). El

¹⁵ En base a Informe Técnico YLB-DPE-INF: 029/2017 de 26 de diciembre de 2017. Para mayor información sobre las fases de desarrollo de este emprendimiento revisar IPM anteriores.

BCB recibió amortizaciones del FNDR por Bs75 millones sin registrarse incumplimientos (Cuadro 2.10)

2.4.3 Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy (BJA)

El BCB, en el marco de su contribución a programas de protección social y de redistribución del ingreso, durante 2017 transfirió Bs153 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 2017, se transfirió al TGN Bs998 millones para el financiamiento de este bono, de este total, Bs153 millones fueron entregados durante el 2017. Desde su puesta en vigencia en abril de 2009 (Decreto Supremo N° 066) hasta 2017, el número de beneficiarios alcanzó a un total de 1.955.823 madres, niños y niñas (Cuadro 2.11). Estos recursos provienen de rendimientos generados por la inversión de las RIN administradas por el BCB.

2.4.4 Financiamiento de FINPRO para emprendimientos productivos

En 2017, los financiamientos otorgados por Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO)¹⁶ se destinaron principalmente a Empresa de Cementos de Bolivia (ECEBOL) para la construcción de las plantas de cemento en los departamentos de Oruro y Potosí. De los \$us206 millones desembolsados por el FINPRO se destinaron \$us135 millones a ECEBOL (Oruro y Potosí), \$us32 millones a Envases de Vidrios de Bolivia (ENVIBOL), entre los principales. Es importante señalar 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 (Cuadro 2.12).

¹⁶ 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 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.

2.4.5 Financiamiento del BCB a “Mi Teleférico”

En la gestión 2017, se desembolsaron Bs541 millones para la construcción, implementación y administración del Sistema de Transporte por Cable en las Ciudades de La Paz y El Alto. El crédito otorgado al TGN para financiar la construcción del sistema de Transporte por Cable fue Bs1.041 millones entre 2015 y 2017. Este proyecto 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 del mundo en esta modalidad, tiene la característica de ser ecológicamente eficiente y un atractivo turístico único, dado que permite observar la ciudad desde una perspectiva aérea (Cuadro 2.13).

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

El BCB continúa apoyando la generación de ahorro ofreciendo a pequeños ahorristas una opción con rendimientos más atractivos que los del sistema de intermediación financiera. Con el propósito de incentivar a pequeños ahorristas a postergar gastos de consumo que coadyuven a contener presiones en los precios en ciertos periodos de mayor liquidez como fin 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 las entidades mejoren las condiciones de ahorro que ofrecen por la competencia inducida, favoreciendo al ahorro y a la bancarización¹⁷. Desde el 1 de diciembre de 2017 hasta el 31 de enero de 2018, 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 Bs100 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.

¹⁷ 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.

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 el crecimiento y la redistribución del ingreso. La política cambiaria coadyuvó a la estabilidad de la economía al mantener ancladas las expectativas sobre el valor futuro del dólar. Asimismo, su rol fue determinante para la reducción y/o mantenimiento de los costos de los insumos y bienes de capital importados demandados por ciertos sectores productivos. Por otra parte, la política cambiaria contribuyó a la estabilidad de los precios de origen externo, cuyos incrementos podrían haber afectado principalmente a las familias de menores ingresos al encarecer los bienes importados, de esta manera actuó en beneficio de la capacidad adquisitiva de los ingresos. Asimismo, la política cambiaria favoreció la posición competitiva de la economía y promovió la reducción de la pobreza y la desigualdad, apoyada por la orientación expansiva de la política monetaria, que al haber mantenido la tasa de interés en niveles bajos, actuó en beneficio de los sectores urbanos no transables (Servicios y Construcción) que emplean trabajadores de 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. El mayor uso de la moneda nacional como medio de pago, depósito de valor y unidad de cuenta 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, disminuyendo costos para la población y facilitando las transacciones. 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:

- Apreciación y posterior estabilidad cambiaria.
- Ampliación del spread entre el tipo de cambio de venta y de compra.
- Mayores requerimientos de Encaje Legal para ME en comparación a los requerimientos en MN.
- 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.

Cuadro 2.8: Créditos del BCB a las EPNE
(En millones de bolivianos)

Empresas	Saldo a Diciembre 2016	2017		Saldo a Diciembre 2017
		Desembolsos	Pago de Principal	
YPFB	13.085	0	348	12.737
EBIH	1	59	0	60
ENDE	10.062	4.960	147	14.875
YLB	2.568	713	0	3.280
EASBA	1.665	157	0	1.822
TOTAL	27.381	5.888	495	32.774

Cuadro 2.9: Desembolsos a las EPNE por proyectos
(En millones de bolivianos)

Empresa	Proyectos 2017	Monto
EBIH	Planta de Tuberías y Accesorios para Redes de Gas Natural-El Alto	59
ENDE	Ciclos combinados planta termoeléctrica del Sur	1,114
	Ciclos combinados planta termoeléctrica Warnes	1,057
	Proyecto hidroeléctrico Ivirizu	657
	Proyecto Hidroeléctrico Miguillas	563
	Planta Solar Uyuni - Potosí	491
	Proyecto Hidroeléctrico San José, Líneas de Transmisión y Subestaciones Asociadas	292
YLB	Línea de transmisión Anillo energético del Sur	279
	Otros Proyectos	506
	Proyecto Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar	583
EASBA	Centro de Investigación Desarrollo y Pilotaje CIDYP	130
EASBA	Contrato de Crédito Extraordinario	157
TOTAL		5,888

Cuadro 2.10: Desembolsos al fideicomiso de apoyo a GAD y GAM
(En millones de bolivianos)

Nro. de GAD y GAM	Saldo a diciembre 2016	2017		Saldo a diciembre 2017
		Desembolso	Pago de Principal	
Gobernaciones	8	871	779	1576
Beni		190	132	305
Chuquisaca		72	88	153
Cochabamba		23	43	64
Oruro		61	13	69
Pando			16	16
Potosí		172	179	334
Santa Cruz		329	226	530
Tarija		25	81	104
Municipios	52		92	92
Beni	1		1	1
Chuquisaca	11		15	15
Cochabamba	8		15	14
La Paz	12		9	9
Oruro	1		1	1
Pando	3		9	9
Potosí	4		3	3
Santa Cruz	3		3	3
Tarija	9		38	38
Total	60	871	871	1668

Cuadro 2.11: Beneficiarios del BJA 2009-2017
(En personas)

Grupo beneficiario	Número
Madres	842.570
Niños(as) menores de 2 años	1.105.316
Total	1.947.886

Cuadro 2.12: Créditos con financiamiento del FINPRO
(En millones de dólares)

Empresas	Saldo a Diciembre 2016	2017		Saldo a Diciembre 2017
		Desembolsos	Pago de Principal	
ECEBOL	187	135		322
LACTEOSBOL	7	7		14
QUIPUS	48	0	7	41
YACANA	38	0		38
PROMIEL	14	4	0	18
HUANUNI	32	10	5	36
CORANI	33	17		49
VINTO	30	0		30
ENATEX	21	0		21
ENVIBOL	13	32		45
EMAPA	3	2		6
TOTAL	427	206	13	621

Cuadro 2.13: Créditos del BCB al TGN
(En millones de bolivianos)

	Saldo a Diciembre 2016	2017		Saldo a Diciembre 2017
		Desembolsos	Pago de Principal	
TGN - Créd. Emergencia	1.919	795	87	2.627
TGN - Teleférico La Paz y El Alto	483	541	17	1.008
TGN - Transporte Férreo Montero-Bulo Bulo	0	208	0	208
TOTAL	2.402	1.544	104	3.842

Fuente: Banco Central de Bolivia, Unidad Ejecutora BJA - Ministerio de Salud, Banco de Desarrollo Productivo

RECUADRO R1: EVOLUCIÓN DEL GRADO DE ANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN BOLIVIA

El comportamiento de las expectativas de inflación y su grado de anclaje constituyen un tópico de gran importancia para los Bancos Centrales. Como muestra la literatura, el anclaje de las expectativas refleja, en parte, la credibilidad de la población en las acciones de la Autoridad Monetaria (King, 2005) y se constituye en una de las bases para preservar la estabilidad de precios, dados los consabidos efectos de las expectativas sobre la realización contemporánea y futura de las variables macroeconómicas, entre ellas la inflación.

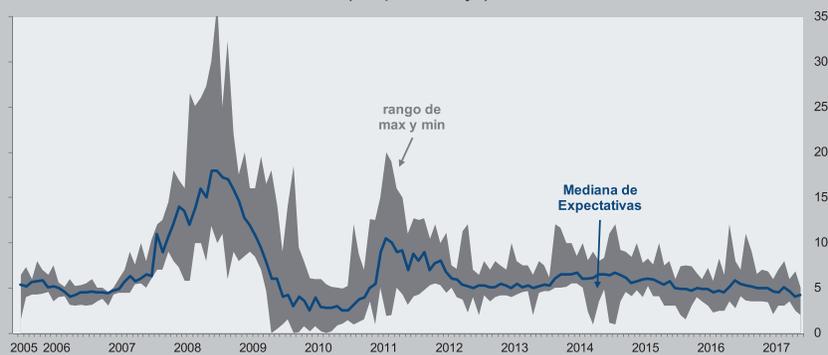
Asimismo, el de las expectativas es uno de los principales canales a través de los cuales se transmite la política monetaria, debido a que su materialización sobre la variable objetivo es casi inmediata; en consecuencia, su manejo a través de acciones de comunicación por parte del Banco Central resulta crucial (Hubert, 2015).

En este marco, se analiza cómo evolucionó el grado de anclaje de las expectativas de inflación en Bolivia; más específicamente, se pretende evaluar si las expectativas de inflación estuvieron en línea con las proyecciones de inflación anunciadas por el BCB y si éstas fortalecieron su anclaje en años recientes.

Para tal efecto, se lleva adelante un análisis econométrico con base en estadísticas de la Encuesta de Expectativas Económicas conducida por el BCB¹⁸, que cuenta con información mensual para las expectativas de inflación de corto plazo de la economía boliviana, empleándose datos del período entre julio de 2005 y junio de 2017.

En dicho período, importantes choques de oferta (de origen interno y externo) afectaron los indicadores de inflación doméstica. En consecuencia, estas distorsiones, junto a hechos observados en el mercado monetario y el entorno macro, pudieron afectar el anclaje de las expectativas de inflación. Al observar el comportamiento de la mediana de las expectativas se advierte una trayectoria fluctuante con alzas en 2007-2008 y 2010-2011 acordes al contexto imperante; estos episodios fueron seguidos por una caída y posterior estabilización de las expectativas de los agentes (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1: Evolución de las expectativas de inflación a doce meses
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Asimismo, en varios años del período 2005-2011 la inflación interanual observada y las expectativas de inflación a doce meses cerraron las gestiones con valores por encima de las tasas proyectadas por el BCB, incluso superiores al rango proyectado (Gráfico R1.2). Al parecer, durante este período los agentes consideraron principalmente información sobre el rezago de inflación y otras variables macro para formar sus expectativas, denotando un comportamiento de tipo adaptativo como documentan Cerezo & Heredia (2013). A partir de 2012, las expectativas de los agentes tendieron a estar más próximas a las proyecciones del BCB sugiriendo un mayor anclaje en años recientes.

¹⁸ Para fines de robustez del análisis también se emplearon datos de expectativas del *Latin Focus Consensus Forecast*, obteniéndose resultados similares.

Gráfico R1.2: Expectativas de inflación a doce meses, inflación interanual observada y proyecciones de inflación del BCB
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
 Notas: Las expectativas de inflación corresponden a un promedio de las expectativas para el cierre de gestión reportadas durante el año. Las proyecciones del BCB corresponden a un promedio de las proyecciones hechas a inicios y mediados del año. La tasa de inflación de 2017 corresponde a la inflación interanual al mes de junio

En este contexto, se estima un modelo econométrico para analizar la evolución del grado de anclaje de las expectativas de inflación. La especificación del modelo se basa en la metodología de Łyziak y Paloviita (2016), estimándose la siguiente ecuación:

$$\pi_{t|t+n}^e = \gamma^{proj} \pi_{t+n}^{proj} + (1 - \gamma^{proj}) \pi_{t-1} + \mu_t \quad (1)$$

Donde $\pi_{t|t+n}^e$ representa la expectativa de inflación en el período t para el horizonte $t+n$; π_{t+n}^{proj} es la proyección de la inflación para el horizonte $t+n$; π_{t-1} representa la inflación observada rezagada un período y n es igual a doce meses; adicionalmente se incluye un término de error (μ_t). En la medida que el coeficiente γ^{proj} alcance un valor más cercano a uno, ello denotará un mayor grado de anclaje de las expectativas.

Dados los shocks experimentados en el período analizado, existe la posibilidad que el grado de anclaje de las expectativas se haya visto modificado a través de los años. Por ello, se plantea la estimación del modelo considerando parámetros que cambien en el tiempo, en línea con los trabajos de Demertzis et al. (2012) y Strohsal et al. (2015), empleando para el efecto el Filtro de Kalman.¹⁹

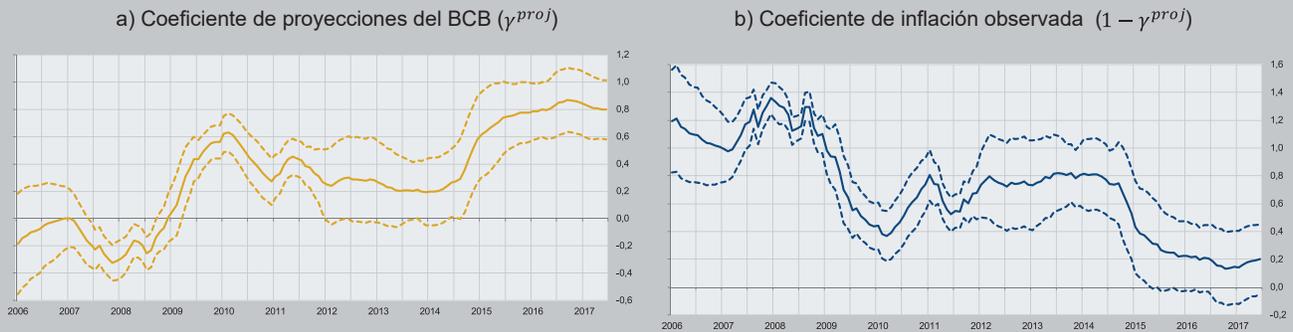
Los resultados de la estimación se presentan en el Gráfico R1.3. Como puede verificarse, el valor del coeficiente γ^{proj} tendió a incrementarse, situándose alrededor de 0.80 en los últimos años. Entretanto, el coeficiente asociado al rezago de inflación, tendió a reducirse.²⁰ Estos resultados sugieren un mayor grado de anclaje de las expectativas de inflación en Bolivia. Cabe recalcar que una de las principales referencias consultada por los agentes para su formación de expectativas corresponde a las proyecciones del BCB anunciadas en el *Informe de Política Monetaria* (IPM).

Este es un resultado importante, en la medida que contribuye a la estabilidad de la variación de precios. A su vez, dicha conclusión podría estar asociada a diversos aspectos, como una mayor credibilidad de las acciones de política monetaria; la estabilidad del entorno macro; una mayor política comunicacional de las autoridades económicas, entre otros posibles factores.

¹⁹ La estimación se realizó considerando ajustes en las variables para que los horizontes de proyección del BCB y las expectativas de los agentes sean comparables (en términos del horizonte temporal y set de información disponible); se siguió el procedimiento descrito por Winkelried (2017).

²⁰ Los resultados son robustos a especificaciones alternativas de las variables y horizontes de proyección.

Gráfico R1.3: Coeficientes estimados del modelo



Nota: Coeficientes suavizados $\pm 2RMSE$

Referencias Bibliográficas

Cerezo, S. & J.C. Heredia (2013). La Encuesta de Expectativas Económicas del BCB: una evaluación de la información contenida y racionalidad para la inflación. *Revista de Análisis* Vol.19 No.2 2013, BCB.

Demertzis, M., M. Marcellino & N. Viegi (2012). *A credibility proxy: Tracking US monetary developments*. *The BE Journal of Macroeconomics*, 12(1).

Hubert, P. (2015). *ECB projections as a tool for understanding policy decisions*. *Journal of Forecasting*, 34, 574–587.

King, M. (2005). *Monetary policy: Practice ahead of theory*. *Mais Lecture Bank of England Quarterly Bulletin (Summer)*.

Łzyiak, T. & M. Paloviita (2016). *Anchoring of inflation expectations in the euro area: recent evidence based on survey data*. *ECB Working Paper 1945, August 2016*.

Strohsal, T., R. Melnick & D. Nautz (2015). *The Time-Varying Degree of Inflation Expectations Anchoring*. Available at *Social Science Research Network (SSRN)*: <https://ssrn.com/abstract=2609394> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2609394>, May.

Winkelried, D. (2017). *Inferring Inflation Expectations from Fixed-Event Forecasts*. *International Journal of Central Banking*. *Central Reserve Bank of Peru*.

RECUADRO R2: INVERSIÓN PÚBLICA EN INFRAESTRUCTURA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Tanto la inversión pública como la privada son el motor de la economía del país. La importancia de la inversión pública se hace evidente a través del crecimiento de la infraestructura en sectores altamente productivos y en las áreas de educación y salud. Por su parte, la inversión privada, nacional y extranjera, complementa y fortalece el crecimiento económico.

La Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) pública registró un incremento sostenido desde 2006 que influyó en el dinamismo del crecimiento del PIB.

Gráfico R2.1: Inversión en Infraestructura
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración con datos del INE

En la evolución de la inversión pública en infraestructura se aprecian dos periodos con distintas dinámicas. Previa a 2006 esta inversión representaba alrededor de 3,1% del PIB; posteriormente, su desempeño mejoró, especialmente desde 2010 llegando a representar en promedio alrededor de 5,4% del PIB y alcanzado un máximo histórico de 8% en 2016 (Gráfico 2.1). Un sub sector que imprimió dinamismo a la inversión pública en infraestructura fue la de transportes, cuyo componente principal es la construcción de carreteras que en los últimos años ha merecido una atención prioritaria de parte del Órgano Ejecutivo en el marco del pilar “Bolivia Productiva” del Plan Nacional de Desarrollo (PND). Otro sub sector importante fue energía, que pasó de una situación de crecimiento negativo en el periodo 1996-2005 a otra de fuerte crecimiento en la última década a una tasa anual de 19,2%.

En este contexto, es importante analizar el impacto de la inversión pública en infraestructura sobre el crecimiento económico. Existen estudios que analizaron el tema para diferentes países, por ejemplo para Chile, Rivera & Toledo (2004) estiman un efecto de la inversión pública en el crecimiento económico de 1,6% para el periodo 1969 – 2000; Mota (2010) estima un impacto de la inversión física del sector público en el crecimiento de 3,3% para el periodo 1980-2009; Idrovo (2012) estima para la economía chilena un impacto del gasto en infraestructura pública en el producto por trabajador en un rango comprendido entre 2% y 3%, para 1960-2010.

Para el caso de Bolivia se sigue la metodología de Barro y Sala-i-Martin (1990) y Glomm y Ravikumar (1994) donde se asume una función de producción en la que el producto depende del capital privado, del trabajo y de la inversión pública en infraestructura. Considerando una función de producción Cobb-Douglas, el producto queda expresado como:

$$Y_t = A e^{z_t} K_t^\alpha [(1+x)^t L_t]^{1-\alpha} \tilde{G}_t^\theta \quad (1)$$

donde Y_t denota nivel de producto real, A es una constante que denota el componente exógeno de la productividad de los factores, K_t es el acervo de capital privado, L_t el nivel de empleo, x la tasa de progreso

tecnológico neutral a la Harrod, \tilde{G}_t el gasto en infraestructura pública y z_t es un choque estocástico con media cero y varianza constante.

La ecuación (1) se puede expresar en unidades por trabajador como:

$$\tilde{y}_t = Ae^{z_t} \tilde{k}_t^{\alpha-\vartheta\phi} \tilde{g}_t^\theta \quad (2)$$

En esta expresión el producto por trabajador se aproxima por el cociente del PIB a precios de 1990 y la población total, y el acervo de capital público en infraestructura por el capital público en construcción. Los datos tienen frecuencia trimestral y comprende el periodo 1990:1 – 2016:4. Los resultados de la estimación de la relación de largo plazo mediante la metodología de Johansen se resume en la siguiente expresión, con desviaciones estándar entre paréntesis:

$$Pib_t = 0,163cap_{pub_t} + 0,044cap_{priv_t} + 0,004t$$

(0,0391) (0,0063) (0,0004)

De acuerdo a este resultado en el largo plazo, tanto el acervo de capital público en infraestructura como el acervo de capital privado tienen un efecto positivo en el producto. Así, un aumento del 10% en el *stock* de capital público en infraestructura incrementa en más del 1,6% el producto por habitante y un incremento del 10% en el *stock* de capital privado hace que el producto se incremente en 0,44%. Estos resultados se encuentran en el rango de estimaciones para la región. Con ello se destaca la importancia que el gasto en inversión pública en infraestructura tiene sobre el producto. Una característica de los proyectos en infraestructura es que pueden beneficiar a todos los sectores de la economía a través de *spillovers*; por ejemplo, la construcción de una carretera beneficia tanto a las poblaciones adyacentes como a las actividades productivas que puedan utilizarla.

Referencias Bibliográficas

- Rivera, J. & P. Toledo (2004). *Efectos de la infraestructura pública sobre el crecimiento de la economía, evidencia para Chile*. Estudios de Economía (31), págs. 21-38.
- Mota, J. L. (2010). *Inversión pública y crecimiento: hacia una nueva perspectiva de la función de gobierno*. Nueva Época (33).
- Barro, R. & X. Sala-i-Martin (1990). *Public Finance in Models of Economic Growth*. Working Paper N° 3362, s.l. : NBER, 1990.
- Idrovo, A. B. (2012). *Public infrastructure, investment and economic growth in Chile*. Paper No. 39857, 2012, Munich Personal RePEc Archive – MPRA.
- Glomm, G. & B. Ravikumar (1994). *Public Investment in Infrastructure in a Simple Growth Model*. Journal of Economic Dynamics and Control (18), págs. 1173-1187.

3. Resultados económicos

La inflación en 2017 reflejó un comportamiento estable con variaciones acotadas, terminando el año en 2,7%, la segunda tasa más baja de los últimos doce años. Entre los diferentes factores que explican este comportamiento, destacan la estabilidad cambiaria (que coadyuvó a que la inflación importada sea moderada) y el buen manejo de la política monetaria (reflejada en variaciones acotadas de los indicadores de tendencia inflacionaria y expectativas inflacionarias ancladas). También influyó la corrección de los precios de algunos alimentos perecederos que se vieron afectados por fenómenos climáticos adversos, así como el comportamiento estable del IPC de servicios. Esta coyuntura permitió a la política monetaria mantener su orientación expansiva.

En un contexto de débil recuperación de la actividad económica regional y factores exógenos adversos, Bolivia registró uno de los crecimientos más altos de la región debido a la fortaleza de la demanda interna por cuarto año consecutivo, en línea con los impulsos que ejercieron las políticas fiscal y monetaria. Entre los sectores productivos, el dinamismo de la actividad se sustentó en la producción agropecuaria, transportes y comunicaciones, y establecimientos financieros, principalmente. Con cifras del PIB al tercer trimestre, el crecimiento acumulado de la actividad real fue 3,8%²¹, tasa que alcanzaría a 4,7% si se deduce la incidencia negativa de hidrocarburos y minería, ambos afectados por choques exógenos como la menor demanda de gas natural por parte del Brasil, la menor ley de algunos minerales y paros por mantenimiento en la minería mediana.

En un contexto de fuertes impulsos a la demanda agregada mediante políticas fiscales y monetarias expansivas, las reservas internacionales se incrementaron como resultado de altos in-flujos netos de capitales que registró la cuenta financiera y la apreciación de divisas distintas al dólar incluyendo el incremento del precio del oro; compensando ampliamente el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El saldo de las reservas internacionales netas al cierre de 2017 alcanzó a \$us10.261 millones que representan 11 meses de importación y 27% del PIB, ratios que superan ampliamente a niveles referenciales considerados adecuados, aspecto que refleja la fortaleza externa del país, que se destaca en la región y a nivel mundial.

La intermediación financiera registró incrementos considerables en depósitos y cartera de créditos, sustentados por las medidas que sostuvieron la liquidez y las mejoras en el ingreso nacional por el dinamismo de la actividad interna, principalmente en sectores no extractivos. El ritmo de crecimiento de los depósitos del público en el sistema financiero evidenció una recuperación considerable con un incremento anual que se sitúa entre los registros más elevados de los últimos años. Con las medidas implementadas, el crédito del sistema financiero al sector privado continuó con un importante dinamismo, el flujo anual fue similar a los registros históricamente más elevados que se presentaron en las dos gestiones anteriores. Este crédito se orientó principalmente al sector productivo y de vivienda de interés social de conformidad con la Ley de Servicios Financieros. La bolivianización de la

²¹ Próximos al rango de proyección del Informe de Política Monetaria de julio 2017, 4% y 4,5%.

cartera y ahorro continuó profundizándose a niveles cercanos al 100%, aspecto que ningún otro país de la región con dolarización parcial ha logrado y en tan corto tiempo. En general, todos los agregados monetarios, incluyendo al circulante, mostraron mayores tasas de crecimiento interanual, reflejando la orientación expansiva de las políticas sin que ello se haya traducido en desequilibrios del mercado de dinero como muestra la baja inflación registrada y el incremento de las reservas internacionales.

3.1 Inflación

3.1.1 Comportamiento reciente de la inflación

La inflación en 2017 reflejó un comportamiento estable con variaciones acotadas, terminando el año con 2,7%, la segunda tasa más baja de los últimos doce años. Entre los diferentes factores que explican este comportamiento, destacan la estabilidad cambiaria y el buen manejo de la política monetaria. También coadyuvó la corrección de precios de ciertos alimentos que se vieron afectados por choques de oferta. En efecto, si bien durante el primer semestre la inflación interanual mostró una caída,²² en el tercer trimestre, como se esperaba, se observó una trayectoria ascendente impulsada fundamentalmente por el alza estacional de precios de ciertos alimentos perecederos debido principalmente a una menor producción por fenómenos climáticos adversos. No obstante, a

medida que se regularizaba la oferta de los mismos en los mercados, sus precios tendieron a caer, lo cual influyó significativamente para que la inflación disminuyera en los últimos meses del año (Gráfico 3.1).

Los indicadores de tendencia inflacionaria mostraron una evolución menos fluctuante que la inflación total y registraron variaciones acotadas. En efecto, a lo largo del año, estas medidas alternativas de inflación²³ presentaron variaciones interanuales en promedio igual a 2,7% (levemente superior a la del año pasado de 2,4%), manteniéndose por debajo de la meta central para esta gestión (4,3%), lo cual generó un espacio para que la política monetaria continuara con su orientación expansiva sin afectar a la estabilidad de precios internos (Gráfico 3.2).

Durante 2017, no se observaron incrementos generalizados de precios de bienes y servicios. El indicador que muestra el porcentaje de bienes y servicios cuyos precios aumentaron respecto al mes anterior si bien mostró un comportamiento fluctuante, en promedio estuvo alrededor de 52% en el año (Gráfico 3.3). En ese sentido, el Ente Emisor pudo continuar con los impulsos monetarios para dinamizar la economía. Al final de la gestión, se observó un repunte de este indicador, no obstante, el mismo responde a factores estacionales generados por las fiestas de fin de año.

²² Los factores que explican dicho comportamiento en este periodo se encuentran detallados en el IPM de Julio 2017.

²³ 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 3.1: Inflación interanual observada y proyectada – IPM de julio de 2017*
(En porcentaje)

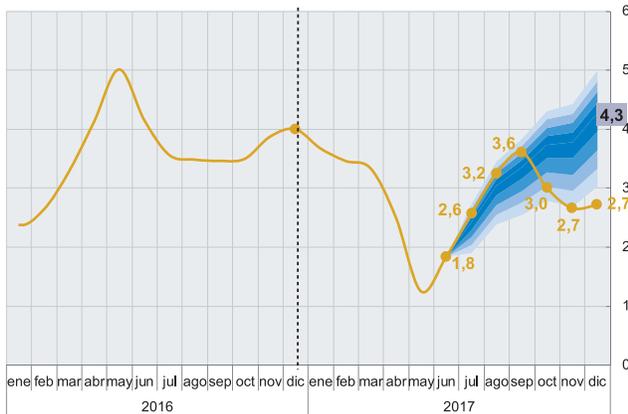


Gráfico 3.2: Inflación interanual total, núcleo y sin alimentos
(En porcentaje)

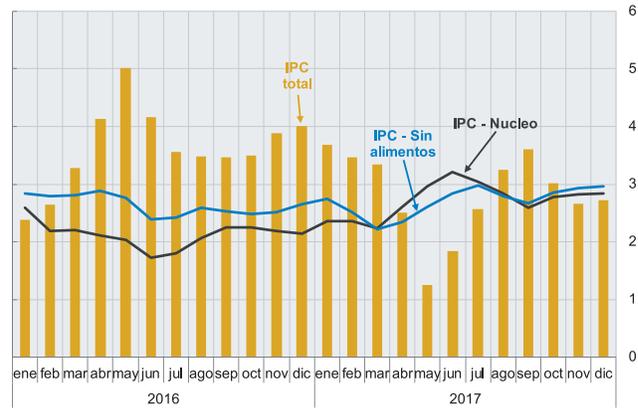
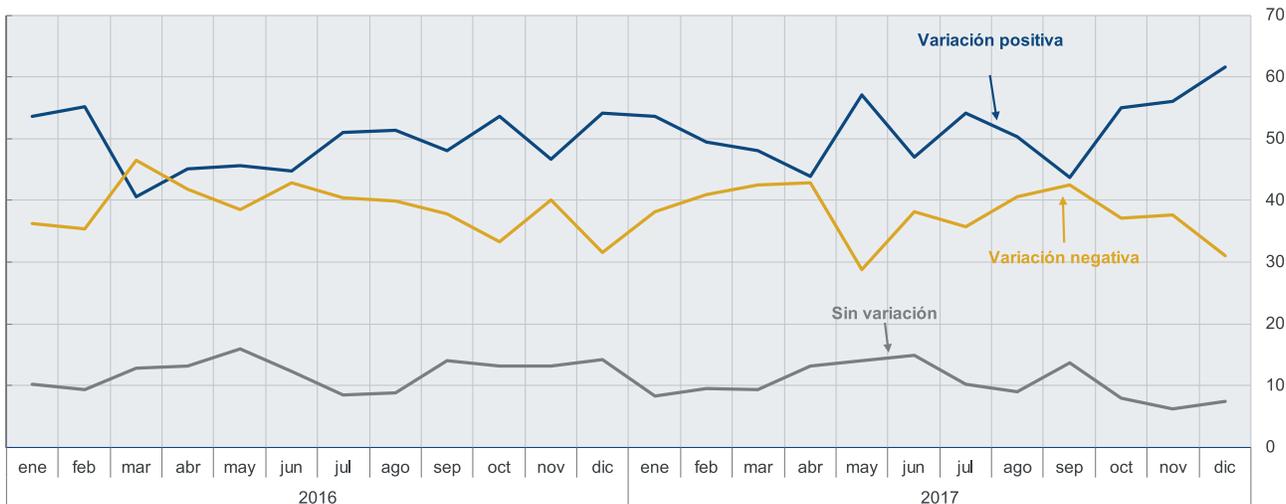


Gráfico 3.3: Variaciones de precios de bienes y servicios del IPC por mes
(En porcentaje respecto del total)



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 julio de 2017

Si bien todas las divisiones reflejaron variaciones positivas, en algunos casos fueron menores a las registradas en 2016, especialmente de Alimentos y bebidas no alcohólicas y Transporte que tienen una alta ponderación en el IPC. En el primer caso, su baja tasa se explica por una mayor oferta interna y externa de alimentos que generaron que los precios de diferentes bienes alimenticios se mantuvieran estables o disminuyan²⁴. Por su parte, el desempeño de la división Transporte se

vio afectado especialmente por las constantes caídas de las tarifas de los servicios de transporte interdepartamental e interprovincial la mayor parte del año (Cuadro 3.1). Por el contrario, las mayores variaciones acumuladas correspondieron a las divisiones de Vivienda, servicios básicos y combustibles (impulsado por el alza del alquiler de vivienda y de la tarifa de suministro de energía eléctrica) y Educación (destacó el reajuste de las pensiones universitarias).

²⁴ Si bien el precio del tomate reflejó una alta volatilidad, los alimentos y bebidas no alcohólicas como grupo mostraron variaciones acotadas a lo largo del año.

Entre los ítems con mayor influencia en el año, destacó el tomate con una incidencia acumulada igual a 1,12pp, lo que representa el 41% de la inflación total. Entre los productos que presentaron las mayores incidencias acumuladas positivas también estuvieron la cebolla y el almuerzo, además de los servicios de alquiler de vivienda, empleada doméstica, suministro de energía eléctrica y educación universitaria. Por el contrario, los que presentaron las mayores incidencias negativas fueron principalmente alimentos: papa, azúcar, carne de pollo (entero y por

presas), fideos y carne de res con hueso, junto con el refrigerador/congeladora (Cuadro 3.2).

Si bien las variaciones mensuales de precios del tomate fueron importantes en el tercer trimestre, este comportamiento se revirtió parcialmente en la última parte del año. En efecto, durante el tercer trimestre, el precio del tomate advirtió variaciones en torno a 18,3%, determinando una incidencia mensual en promedio igual a 0,59pp (Gráfico 3.4). Dicho comportamiento se explicó por los efectos adversos de fenómenos climáticos sobre su

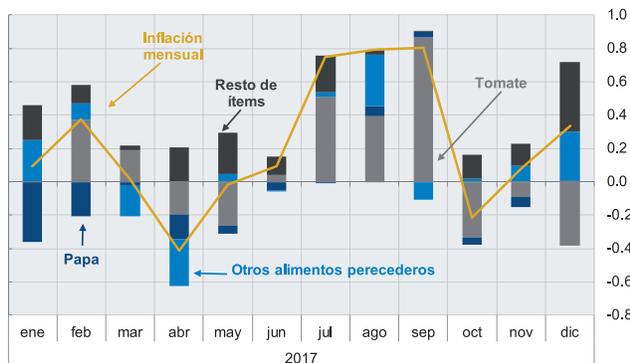
Cuadro 3.1: Inflación e incidencias acumuladas por divisiones del IPC
(En porcentaje e incidencia en puntos porcentuales)

	2016		2017	
	Variación	Variación	Variación	Incidencia
IPC GENERAL	4,0	2,7		
Alimentos y bebidas no alcohólicas	6,9	2,6	0,87	
Bebidas alcohólicas y tabaco	2,2	2,9	0,03	
Prendas de vestir y calzados	0,2	1,9	0,09	
Vivienda, servicios básicos y combustibles	4,0	5,2	0,52	
Muebles, artículos y servicios domésticos	2,8	3,3	0,24	
Salud	4,5	3,3	0,09	
Transporte	3,7	1,8	0,18	
Comunicaciones	1,7	1,2	0,02	
Recreación y cultura	-0,6	2,2	0,10	
Educación	4,6	5,0	0,20	
Restaurantes y hoteles	2,6	2,0	0,27	
Bienes y servicios diversos	1,3	1,5	0,10	

Cuadro 3.2: Ítems con mayor incidencia inflacionaria acumulada en 2017
(En porcentaje e incidencia en puntos porcentuales)

Artículos	Variación	Incidencia
Mayor incidencia positiva		2,22
Tomate	43,0	1,12
Alquiler de la vivienda	7,7	0,33
Cebolla entera	27,6	0,25
Empleada domestica	8,0	0,21
Servicio de suministro de energía eléctrica	5,2	0,14
Educación superior universitaria	7,2	0,09
Almuerzo	1,5	0,09
Mayor incidencia negativa		-0,97
Papa	-23,8	-0,85
Azúcar granulada	-4,2	-0,03
Presas de pollo	-8,6	-0,03
Pollo entero	-1,4	-0,03
Fideos	-1,8	-0,01
Freezzer/congeladora/refrigerador	-5,0	-0,01
Carne con hueso de res	-0,4	-0,01
Incidencia acumulada de los siete artículos más inflacionarios		2,22
Inflación acumulada a diciembre de 2017 (%)		2,71
Participación de los siete artículos más inflacionarios		82%

Gráfico 3.4: Inflación mensual en Bolivia desagregada
(En porcentaje y puntos porcentuales)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Cuadro 3.3: Inflación acumulada por ciudades
(En porcentaje)

	2016	2017
Bolivia	4,0	2,7
Tarija	7,5	11,7
Cochabamba	4,9	4,0
Sucre	4,9	2,5
La Paz	4,6	2,0
Santa Cruz	2,7	1,9
Trinidad	1,5	1,8
Oruro	3,5	1,7
Potosi	5,7	1,5
Cobija	0,8	-1,8

producción y distribución. No obstante, en el cuarto trimestre, el precio del tomate se corrigió a medida que se normalizaba su oferta, mostrando variaciones negativas en torno a -6,4%. El resto de ítems mostró variaciones mensuales acotadas a lo largo del año.

Analizando por ciudades capitales, las mayores variaciones de precios se advirtieron en aquellas localizadas en la región de los valles, especialmente en Tarija. En efecto, esta ciudad fue la única que presentó una variación de dos dígitos, la cual se explicó fundamentalmente por el alza del precio del tomate.²⁵ Posteriormente, se situaron Cochabamba y Sucre (Cuadro 3.3), que también se vieron influenciadas principalmente por los cambios de precios de algunos alimentos.²⁶ Por su parte, Cobija fue la única que mostró una variación acumulada negativa, la cual se explica principalmente, por la disminución de precios de productos importados.

3.1.2 Factores que explican la evolución reciente de la inflación

3.1.2.1 Variaciones temporales de precios de ciertos alimentos perecederos

Los alimentos perecederos reflejaron un comportamiento fluctuante asociado principalmente a cambios de los precios de algunos alimentos con alta ponderación dentro del IPC, como el tomate. Las variaciones interanuales de este grupo oscilaron entre -2,8% (en mayo) y 8,7% (en septiembre), esta errática evolución se explicó principalmente por la volatilidad de los precios de ciertos vegetales (fundamentalmente del tomate) y, en menor medida, de algunas frutas (destacaron la naranja y la papaya) debido a las cambiantes condiciones climáticas²⁷ de este año. Otros subgrupos (carnes, pescados y comida marina; lácteos y derivados) llegaron a presentar variaciones negativas debido a una alta

oferta interna y externa. Por su parte, los alimentos procesados, al igual que en gestiones anteriores, reflejaron un comportamiento estable con una leve orientación descendente, alcanzando a 1,3%, la tasa más baja desde inicios de 2010 (Gráfico 3.5).

3.1.2.2 Expectativas de inflación dentro del rango de proyección

Como viene observándose en los últimos años, las expectativas de inflación de los agentes económicos se mantuvieron dentro los rangos de proyección anunciados por el BCB. A pesar de la volatilidad que ha mostrado la inflación en el último tiempo, las expectativas²⁸ sobre la trayectoria futura de la inflación se mantuvieron dentro de los rangos de proyección presentados por el BCB tanto en el IPM de Enero como en el de Julio de 2017 (Gráfico 3.6), contribuyendo de esta manera a que el BCB mantuviera la orientación expansiva de la política monetaria puesto que al no exacerbarse las expectativas de los agentes no se produjeron presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

3.1.2.3 Estabilidad cambiaria

En 2017, la estabilidad cambiaria permitió que el IPC-Importado registre leves variaciones interanuales en línea también con el comportamiento de las paridades de las monedas de los principales socios comerciales. Dentro de los subgrupos importados, resaltó la evolución de los bienes duraderos que volvieron a mostrar leves variaciones positivas, algo que no observaba desde mediados de 2014, aspecto que se explica por la apreciación de las monedas de algunos países y la nivelación de los aranceles a los aparatos electrónicos a inicios de gestión. El resto mostró un comportamiento estable, en línea con la trayectoria de la inflación importada (Gráfico 3.7).

3.1.2.4 Comportamiento estable del IPC-Servicios

En los últimos años, la variación a doce meses del IPC-Servicios se ha caracterizado por mantenerse por encima del IPC total y reflejar

25 En esta ciudad el tomate registró una incidencia acumulada en el año igual a 10pp, lo que significa que casi toda la inflación anual en Tarija se explica por la variación del precio de este alimento.

26 Las ciudades que se encuentran en la región de los valles tienden a presentar variaciones volátiles debido a que sus mercados dependen en mayor medida de la producción local de alimentos que es sensible a los cambios de las condiciones climáticas.

27 Un primer semestre favorable gracias a una buena temporada de lluvias, seguido por un segundo semestre marcado por heladas, granizadas y sequías.

28 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.

una trayectoria moderada sin generar presiones significativas sobre la inflación total. Las variaciones de los precios de servicios en promedio fueron iguales a 4,1%, ligeramente menor a la tasa registrada el año pasado de 4,3% (Gráfico 3.8). Al interior, los que ejercieron mayor influencia fueron

los servicios relacionados con el hogar (alquiler de vivienda y empleada doméstica), servicios básicos (suministro de energía eléctrica) y educación (universitaria). El efecto de éstos se vio atenuado parcialmente por el menor dinamismo de los servicios de transporte y salud.

Gráfico 3.5: Inflación interanual total e inflación de alimentos según tipo
(En porcentaje)

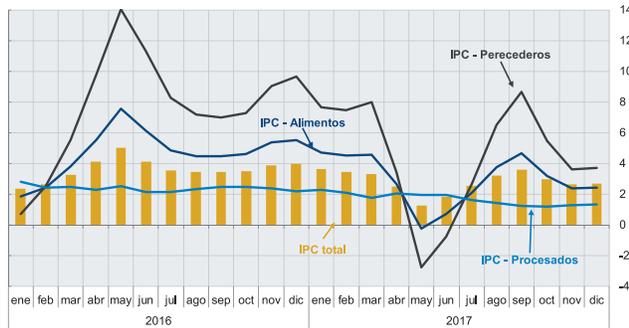


Gráfico 3.6: Expectativas de inflación a fin de año
(En porcentaje)

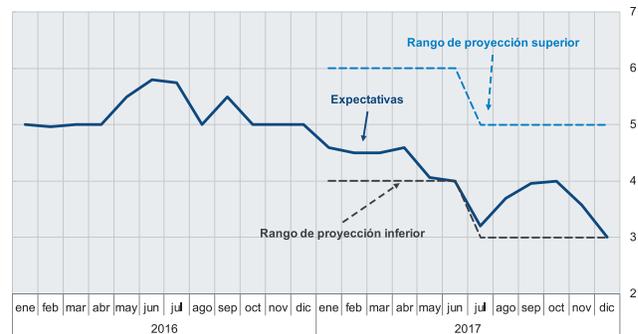


Gráfico 3.7: Inflación interanual total e inflación importada por componentes
(En porcentaje)

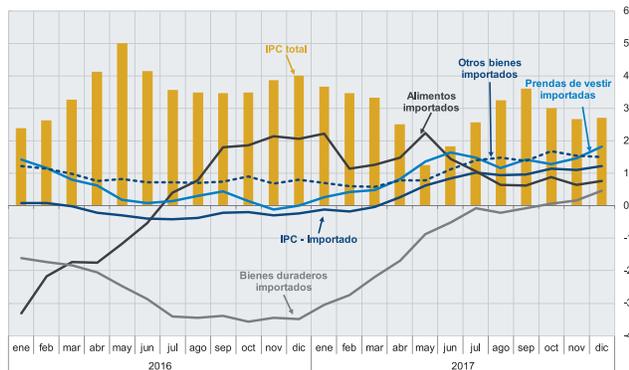
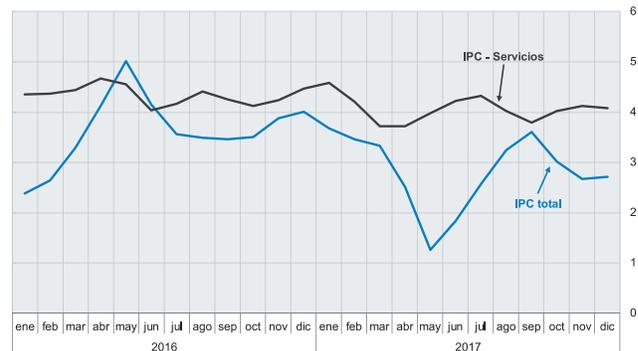


Gráfico 3.8: Inflación interanual total y de servicios
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

3.2 Actividad económica

3.2.1 Actividad económica sectorial y por tipo de gasto

Pese a la débil recuperación de la actividad económica internacional y factores exógenos adversos, Bolivia alcanzó un crecimiento destacable gracias a los impulsos de la política económica, al buen año agrícola y a la fortaleza de su demanda interna. Al tercer trimestre de 2017,

el crecimiento acumulado del PIB se encuentra próximo a su rango de proyección (4%-4,5%) y asciende a 3,8%, uno de los más altos de la región (Gráfico 3.9). Si se excluyen minería e hidrocarburos la tasa alcanzaría a 4,7%; esta corrección da cuenta del impacto adverso de los sectores extractivos no renovables que fueron los únicos en registrar tasas negativas y cuya evolución se vincula a factores exógenos. En efecto, la contracción en la producción de gas natural estuvo determinada por la ralentización de la actividad industrial de Brasil y

su mayor generación de energía hidroeléctrica en el primer semestre del año. En tanto, que la menor ley de algunos minerales, la desaceleración de la industria automotriz en Asia y paros por mantenimiento en la minería mediana habrían explicado las reducciones en la producción de este sector.

El dinamismo de la actividad se sustentó en la producción agropecuaria y sectores no extractivos. De acuerdo a su incidencia, lideraron la expansión por el lado de la oferta los sectores de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca; Transporte y Comunicaciones; Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas; Industria Manufacturera y Servicios de la Administración Pública (Gráfico 3.10). Sobresale el sector agropecuario con un crecimiento acumulado récord. Los sectores no extractivos que más aportaron al crecimiento tienen una fuerte relación con la demanda interna y, por tanto, con las políticas fiscal y monetaria expansivas.

El sector Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca registró el mayor crecimiento de los últimos quince años debido a la ausencia de fenómenos climáticos adversos, ampliaciones de la superficie cultivada y mejoras en el rendimiento de gran parte de los productos. En efecto, al tercer trimestre de 2017 el crecimiento acumulado del sector ascendió a 7,7%, tasa récord tras el registro de 9,6% en septiembre de 2003. A nivel de productos agrícolas, tanto industriales como no industriales contribuyeron con un buen desempeño a la dinámica del sector, reportando crecimientos acumulados de 11,2% y 8,2%, respectivamente (Gráfico 3.11). En el primer grupo destacan los cultivos de girasol, caña de azúcar y soya, en tanto, que en el segundo se tiene al maíz, sorgo y trigo. La ausencia de fenómenos climáticos adversos y la ampliación de superficies cultivadas de los principales productos agrícolas fueron determinantes para estos resultados. También se registraron mejoras en los rendimientos de todos los cultivos, a excepción de soya y papa. El subsector de Silvicultura, Caza y Pesca también expandió su producción a pesar de los efectos rezagados de la

sequía de 2016 en la recolección de castaña a inicios de gestión. La corrección al alza en los volúmenes extraídos de este fruto durante el segundo y tercer trimestre y la mayor actividad maderera permitieron contrarrestar dicho efecto. Por su parte, el crecimiento del sector pecuario se fundamenta en la producción avícola, bovina y porcina. Finalmente, el cultivo de coca se redujo debido a las labores de erradicación en zonas no tradicionales.

El sector de Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas continúa aportando de manera sostenida al crecimiento económico total, en respuesta a los impulsos de la política monetaria y de la Ley de Servicios Financieros. A nivel de actividad, la intermediación financiera lidera la expansión del sector, seguida de propiedad a la vivienda (Gráfico 3.12). Ambos comportamientos están estrechamente vinculados a la orientación expansiva de la política monetaria que precauteló la adecuada provisión de liquidez al sistema financiero, y a la Ley de Servicios Financieros que prioriza la canalización de fondos prestables hacia sectores productivos y vivienda social.

El sector Transporte y Comunicaciones creció por encima del 5% sustentado por la dinámica del transporte carretero y aéreo. Estas dos modalidades registraron incidencias positivas al interior del subsector transporte. En el caso carretero, principal medio empleado en el traslado de mercancías en el país, su producción estuvo apuntalada por el sector de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca y la permanente mejora de carreteras. En tanto, que la ampliación de frecuencias para vuelos al exterior e interior fueron determinantes para el transporte aéreo. Las restantes dos modalidades, ferroviaria y ductos incidieron negativamente. Respecto a la primera, el retroceso que experimentó entre mayo y octubre responde a leves reducciones en los envíos de plomo y zinc. Finalmente, el transporte por ductos estuvo alineado al desempeño del sector hidrocarburos (Gráficos 3.13 y 3.14).

Gráfico 3.9: Crecimiento acumulado del PIB en América del Sur de 2017**
(En porcentaje)

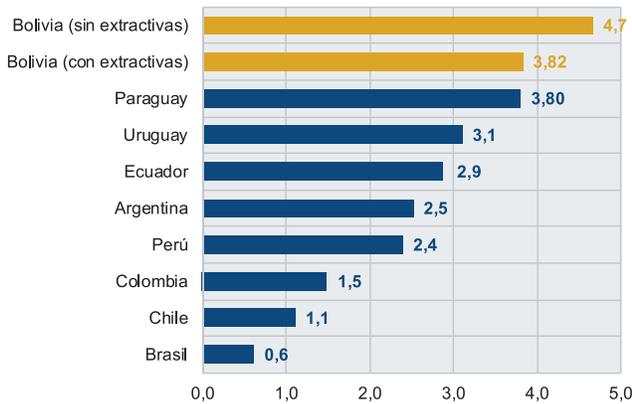


Gráfico 3.10: Desempeño por sector económico*
(Incidencias en pp y crecimiento en porcentaje)

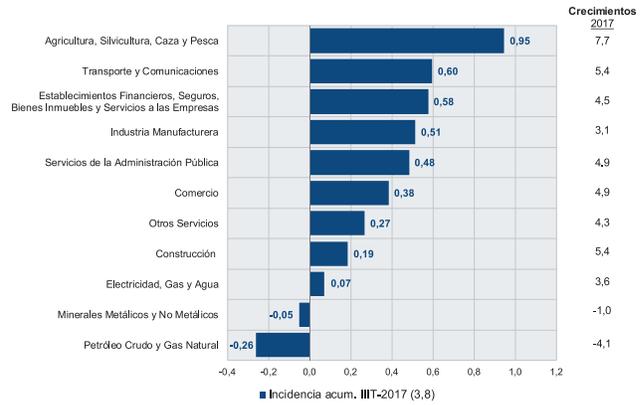


Gráfico 3.11: Desempeño del Sector de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca
(Crecimiento acumulado en porcentaje)

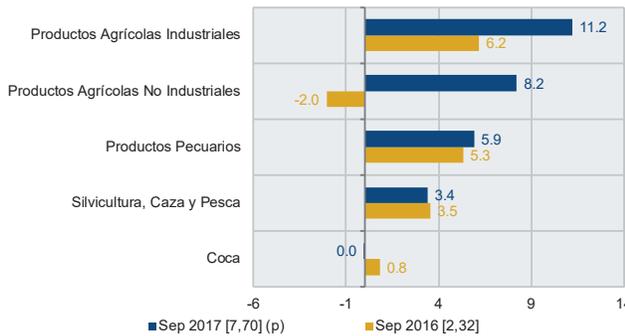


Gráfico 3.12: Sector de Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresa**
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)

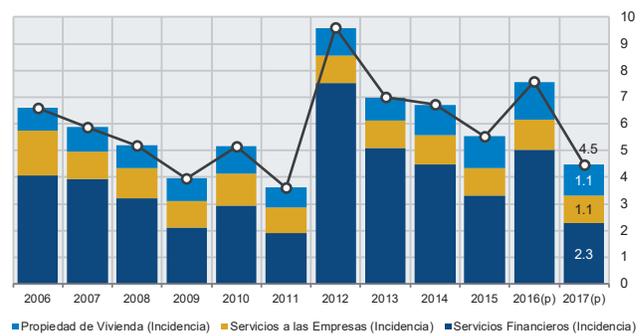


Gráfico 3.13: Producción del Sector Transporte y Comunicaciones**
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)

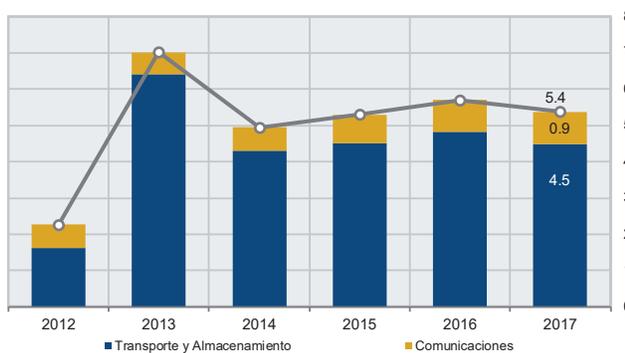


Gráfico 3.14: Actividad de transporte según modalidad***
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)



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 al tercer trimestre de 2017
** Información al tercer trimestre de cada gestión
*** Información a octubre de cada gestión

Al tercer trimestre de 2017, el crecimiento de la Industria Manufacturera se fundamenta en la producción del subsector alimentos, que contrarrestó la debilidad de algunas actividades relacionadas al sector hidrocarburífero. El buen año agrícola y la expansión sostenida de la demanda interna repercutieron positivamente en el crecimiento de la Industria de Alimentos, Bebidas y Tabaco (Gráfico 3.15); sobre todo en el rubro de alimentos por su estrecha vinculación con la producción agrícola y pecuaria. En contraste, el grupo de Otras Industrias reportó una incidencia negativa debido principalmente al desempeño de productos de refinación de petróleo (GLP y combustibles líquidos). Los menores envíos de gas natural a Brasil a inicios y mediados de gestión y los paros por mantenimiento en algunas plantas fueron determinantes en este comportamiento.

Otro sector que registró una importante expansión en su producción es Servicios de la Administración Pública. En línea con el Modelo Económico Social Comunitario Productivo, que promueve la mejora en la prestación de servicios públicos y un rol más activo del Estado, los servicios no mercantes de salud y educación destinados al consumo de la población incrementaron la actividad del sector (Gráfico 3.16).

La expansión del sector Electricidad se fundamenta en la mayor generación de energía hidroeléctrica. Tras el incremento del caudal en la cuenca del Amazonas, las plantas Corani, Santa Isabel y Yanacachi expandieron sus volúmenes de generación hidroeléctrica. A esta producción incremental se suma la planta de Misicuni inaugurada en septiembre. Por otro lado, la ampliación de la capacidad instalada en el parque eólico de Qollpana, Cochabamba, también incidió positivamente en la generación de volúmenes de energía, aunque en menor proporción. Adicionalmente, se debe destacar la puesta en producción de la Planta Solar Fotovoltaica Yunchará en octubre, que si bien registra un aporte marginal en el sector, constituye un hito en el desarrollo de fuentes alternativas renovables de limitado impacto medioambiental. Consistente con la evolución del sector hidrocarburos y otras industrias, la generación termoeléctrica se contrajo

durante los dos primeros trimestres del año y reportó correcciones al alza en el tercero (Gráfico 3.17).

La importante inversión pública productiva y en infraestructura coadyuvó a la reactivación del sector construcción. En el segundo trimestre de la gestión se registraron rezagos en la ejecución de proyectos públicos vinculados a la construcción de carreteras, recursos hídricos, infraestructura para comunicaciones, industrialización, etc., que incidieron negativamente en la dinámica del sector (Gráfico 3.18). No obstante, los avances del primer y tercer trimestre en las rutas Rurrenabaque – Riberalta; San Borja – San Ignacio; las doble vía en La Paz y Santa Cruz; hidroeléctrica San José II, entre otros, incrementaron la producción del sector. Como resultado, la construcción alcanzó una tasa de crecimiento superior a 5%.

El sector de Minerales Metálicos y No Metálicos reporta un desempeño cercano a cero. Si bien en el primer trimestre se registró una contracción significativa en su producción, correcciones al alza entre el segundo y tercer trimestre redujeron dicha caída a la tercera parte. Este comportamiento es explicado por la estabilización de precios internacionales de minerales metálicos y la consecuente mayor producción estatal y privada, que contempló la explotación de vetas con mayor rendimiento o de mejor ley. En este sentido, a octubre de 2017, se registraron tasas de crecimiento positivas en la producción de Plomo, Estaño y Zinc; 19,3%, 2,3% y 0,7%, respectivamente (Gráfico 3.19) y se estima que a fines de gestión, el sector presente un desempeño menos adverso.

La contracción del sector minería estuvo vinculada a factores exógenos, tanto externos como internos. Entre los externos, se tiene la desaceleración y caída de la industria automotriz de importantes socios comerciales; China y Corea, que implicó la menor exportación de minerales. En ambas economías, la mayor contracción de su producción automovilística se registró en enero de 2017, -21,1% y -9,4%, respectivamente (Gráfico 3.20). Con relación a los factores internos, las variables que influyeron a la baja son: la explotación de minerales de menor ley; mantenimientos programados y no programados en la minería mediana; y el volumen de precipitaciones pluviales.

Gráfico 3.15: Sector de la Industria Manufacturera*
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)

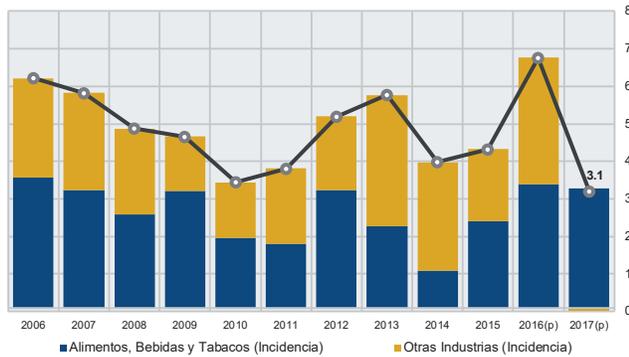


Gráfico 3.16: Sector de Servicios de la Administración Pública*
(Crecimiento y promedios del crecimiento en porcentaje)

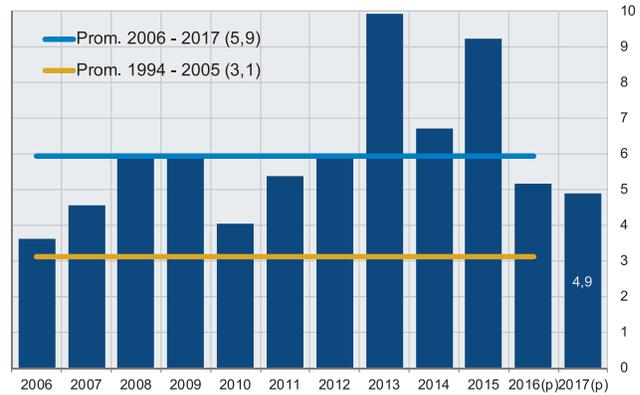


Gráfico 3.17: Generación de energía eléctrica por fuente**
(En GWh y crecimiento interanual en porcentaje)

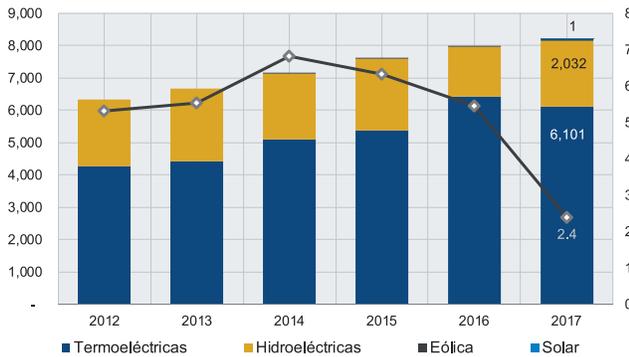
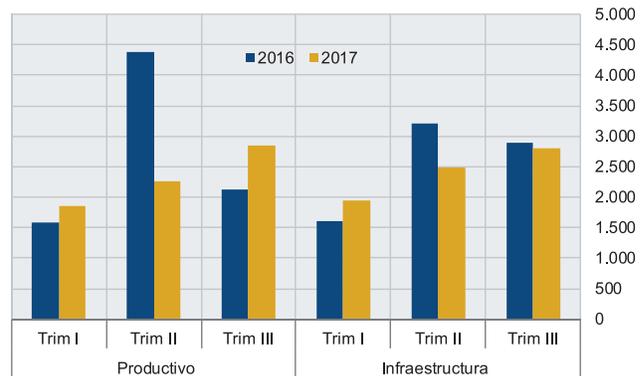


Gráfico 3.18: Inversión pública ejecutada productiva* y en infraestructura******
(En millones de bolivianos)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Viceministerio de Inversión Pública y Financiamiento Externo
Nota: (p) Cifras preliminares

* Información al tercer trimestre de cada gestión

** Información a noviembre de cada gestión

*** La serie de inversión productiva comprende la inversión pública en el sector agropecuario, energía, hidrocarburos, industria, minería y turismo

**** La serie de inversión en infraestructura comprende la inversión pública en infraestructura para transporte, comunicaciones y recursos hídricos

Gracias a la normalización de la demanda de gas por parte de Brasil en los últimos meses y al continuo dinamismo de la demanda de Argentina e interna, la producción de hidrocarburos registró una importante recuperación; no obstante, la producción total en el año fue menor a la de 2016. Durante el primer semestre del año, la desaceleración de la actividad industrial de Brasil que impactó en una disminución de su consumo energético y, principalmente, la mayor generación de su sector hidroeléctrico presionaron a la reducción de la demanda de gas boliviano y la consecuente baja en su producción (Gráfico 3.21). En efecto, los volúmenes de envíos a Brasil registraron abruptas caídas en enero, febrero y junio de 2017 que no

podieron ser compensadas por la mayor venta de gas natural al mercado argentino e interno, de modo que la producción promedio de 56,2 millones de metros cúbicos día (MMmcd) en 2017 fue menor en 2,7% a la producción alcanzada en 2016 (Gráfico 3.22). En el mercado interno cabe destacar el impulso de la Planta de Urea y Amoniaco en Bulo Bulu – Cochabamba, que inició operaciones en septiembre de 2017 y reporta un consumo diario entre 1 y 1,2 MMmcd. Por su parte, la producción de petróleo registró una disminución de 5,2%, pasando de 1,4 MM de barriles mes en 2016 a 1,3 MM de barriles mes en 2017.

Como viene ocurriendo en los últimos años, en 2017 el crecimiento económico fue sostenido por los sectores no extractivos, impulsados por

Gráfico 3.19: Producción de los principales minerales*
(Crecimiento en porcentaje)

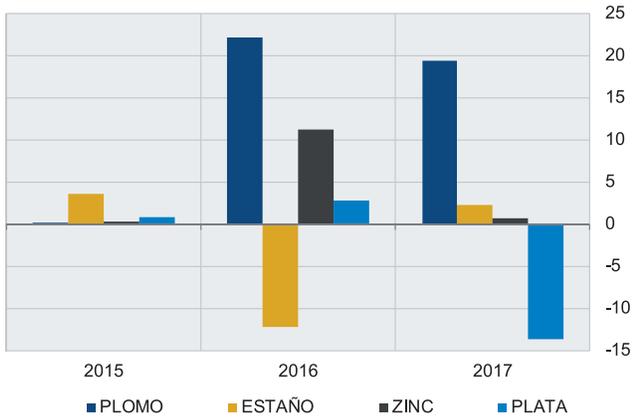


Gráfico 3.20: IGAE Minerales metálicos y no metálicos y, producción automotriz de China, Corea y Japón
(Crecimiento en porcentaje)



Gráfico 3.21: Volumen de exportaciones de gas a Brasil, consumo de energía eléctrica y generación hidroeléctrica de Brasil
(Crecimiento en porcentaje)

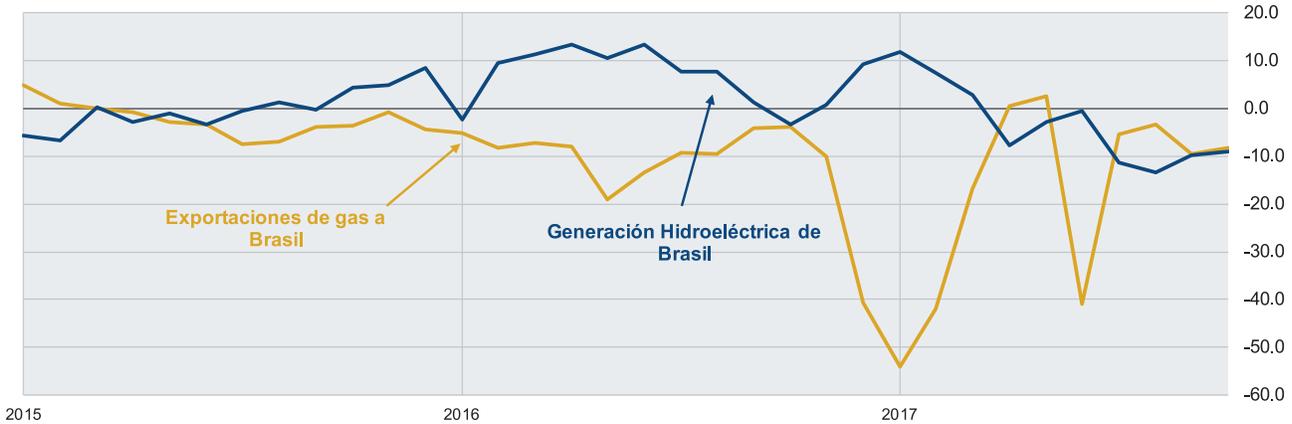


Gráfico 3.22: Producción de petróleo más condensados y demanda de gas por destino
(En MM de barriles mes y MMmcd)

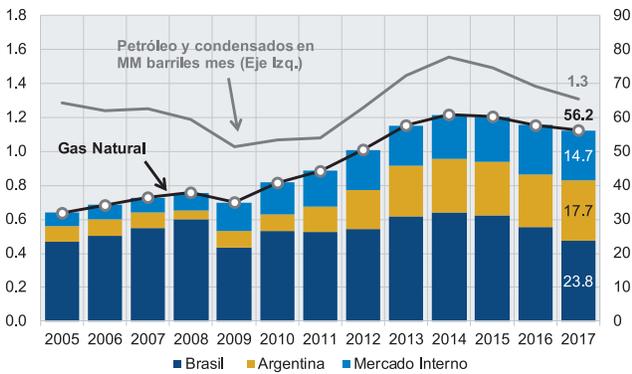
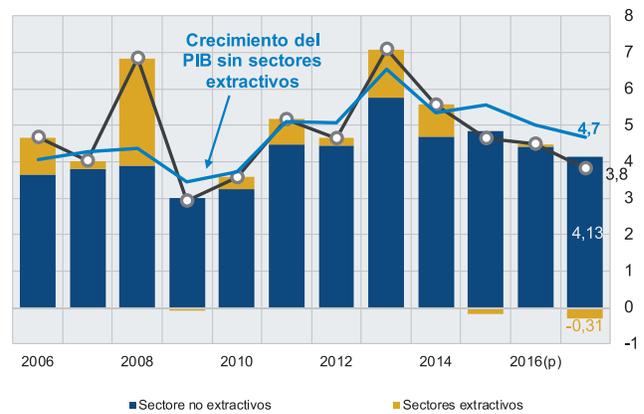
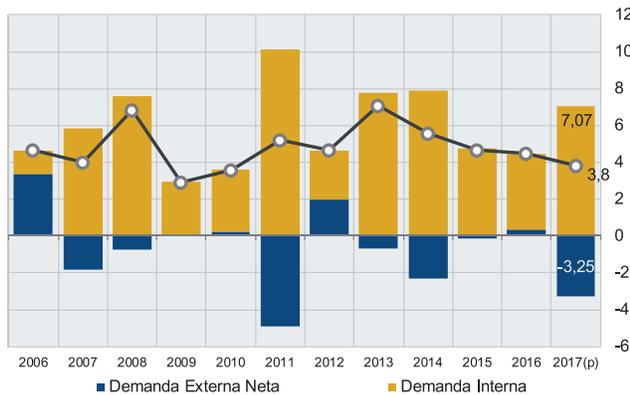


Gráfico 3.23: Sectores extractivos y no extractivos**
(Crecimiento en porcentaje e incidencias en pp)



Fuente: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos, Instituto Nacional de Estadística y *Bloomberg*, Instituto Nacional de Estadística – Encuesta Continua de Empleo
 Nota: (p) Cifras preliminares
 * Información a octubre de cada gestión
 ** Información al tercer trimestre de cada gestión

Gráfico 3.24: Comportamiento del PIB: Demanda interna y externa*
(Crecimiento en porcentaje e incidencia en pp)



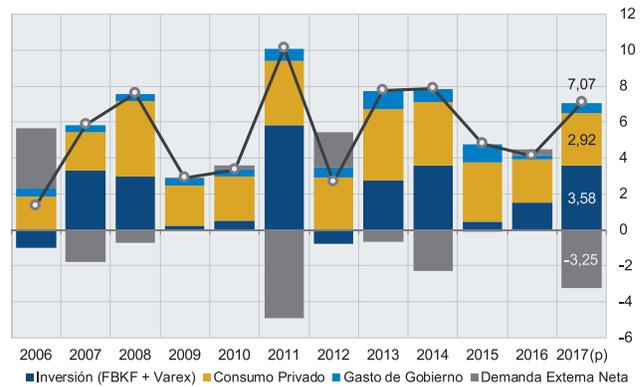
Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Encuesta Continua de Empleo
 Nota: (p) Cifras preliminares
 * Información al tercer trimestre de cada gestión

la orientación expansiva de las políticas fiscal y monetaria. Hasta el tercer trimestre del año, los sectores no extractivos tuvieron desempeño favorable (4,13pp de incidencia en el crecimiento), en línea con la fortaleza de la demanda interna y los impulsos fiscal-monetarios. En efecto, frente a un contexto externo todavía débil, hasta septiembre el crecimiento del PIB no extractivo (4,7%) fue mayor al crecimiento del PIB total (3,8%; Gráfico 3.23). Esto denota la capacidad de respuesta y resiliencia de la economía boliviana, pues frente a un comportamiento negativo de los sectores extractivos (hidrocarburos y minería), los no extractivos sostienen el dinamismo del crecimiento económico en respuesta a los impulsos de política.

Por el lado del gasto, la expansión sostenida de la demanda interna fue el principal determinante del crecimiento económico. Al tercer trimestre de la gestión, el dinamismo de la demanda interna (7,07pp de incidencia) favorecido por los impulsos fiscales y monetarios sostuvo el crecimiento de la actividad económica (3,8%). En contraste, la demanda externa neta tuvo una incidencia negativa (-3,25pp, Gráfico 3.24), asociada a las menores exportaciones de sectores extractivos y de algunos productos no tradicionales²⁹ y, al incremento de las importaciones

29 En febrero de 2016, Colombia levantó el Sistema Arancelario de Franjas de Precios para los países de la Comunidad Andina de Naciones (CAN), eliminando así las preferencias arancelarias para productos agrícolas de todos los orígenes. Esta reforma afectó negativamente las exportaciones de soya boliviana, ya que dicho país sustituyó progresivamente su consumo por soya producida en Argentina.

Gráfico 3.25: Incidencias de los componentes de la demanda interna*
(En pp)



de bienes de capital. Al interior de la demanda interna destacan los aportes del consumo privado (2,92pp) y la inversión (3,58pp, Gráfico 3.25).

3.2.2 Desempeño del sector externo

A septiembre de 2017, la cuenta corriente de la Balanza de Pagos presentó un déficit levemente mayor al de similar período de 2016, debido principalmente al incremento en los pagos netos a factores del exterior por mayores utilidades y, en menor medida, al déficit comercial. Las reservas internacionales se incrementaron principalmente como resultado de altos inlfujos netos de capitales que registró la cuenta financiera y la apreciación de divisas distintas al dólar incluyendo el incremento del precio del oro.

El déficit en cuenta corriente a septiembre de 2017 alcanzó a 4,5% del PIB, levemente mayor al registrado en los primeros nueve meses de 2016 (3,7%; Gráfico 3.26). Por una parte, se incrementaron los pagos netos a factores del exterior y el déficit comercial de bienes y servicios, mientras que el saldo de ingreso secundario presentó un superávit mayor por las crecientes remesas de migrantes. La balanza de bienes registró un déficit debido al incremento más significativo de las importaciones respecto a las exportaciones; sin embargo, es de destacar el incremento de estas últimas luego de dos años de disminuciones (Gráfico 3.27). El déficit en la cuenta de

Gráfico 3.26: Cuenta Corriente*
(En % del PIB)

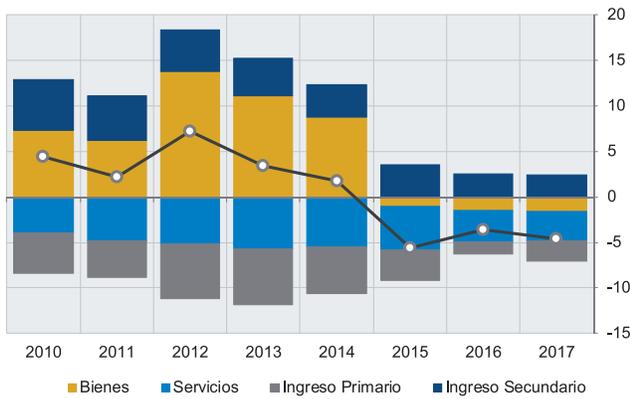


Gráfico 3.27: Balanza Comercial**
(En millones de \$us)

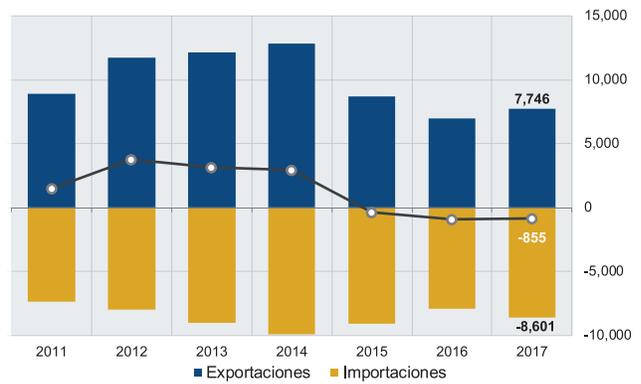


Gráfico 3.28: Ingreso primario*
(En millones de \$us)

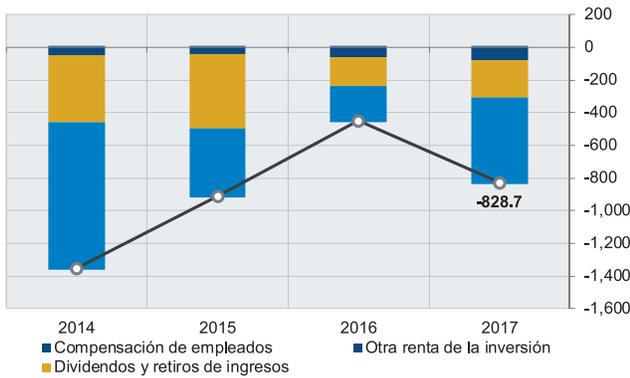


Gráfico 3.29: Reinversión de utilidades por sector*
(En millones de \$us)

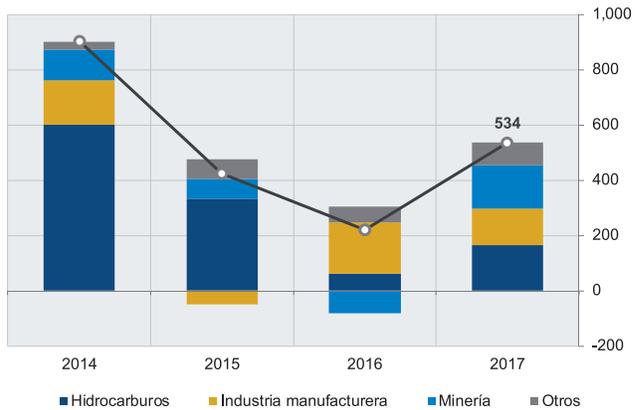


Gráfico 3.30: Remesas recibidas mensual**
(En millones de \$us)

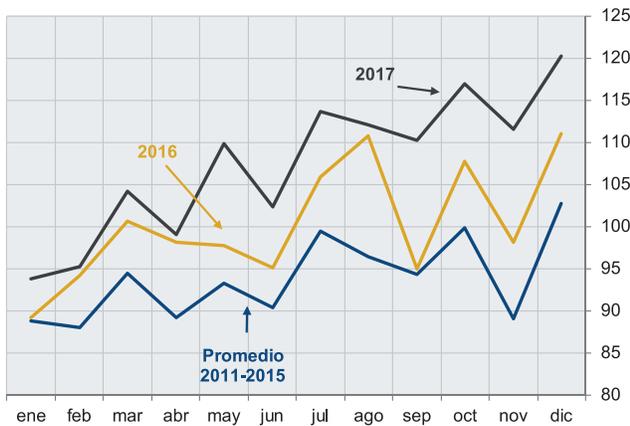
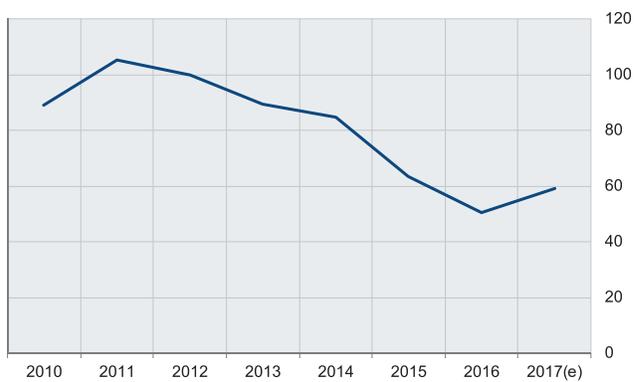


Gráfico 3.31: Términos de intercambio***
(Índice 2012 = 100)



Fuente: Banco Central de Bolivia
 Nota: * Información a septiembre de 2017
 ** Información a diciembre de 2017
 *** Información a septiembre de 2017 y estimado a diciembre de 2017

servicios, se incrementó por operaciones asociadas a la exportación de minerales metálicos que demandó la importación de servicios (refinación, fletes y transporte entre otros), lo que fue parcialmente compensado por los mayores ingresos de turismo receptor. El déficit en el ingreso primario neto, principal determinante del mayor déficit en cuenta corriente, se explicó por mayores pagos a empresas de inversión extranjera debido al incremento de utilidades a raíz de mejores precios de los productos básicos de exportación; así como por los intereses pagados por pasivos externos (Gráfico 3.28). La balanza de ingreso secundario neto registró nuevamente superávit, explicado por las remesas familiares que alcanzaron una cifra récord.

Las remesas de trabajadores recibidas muestran un incremento importante y se constituyen en una fuente de ingresos estable. En 2017, las remesas recibidas (\$us1.289 millones; Gráfico 3.30) presentaron niveles más altos que en gestiones anteriores, aunque su importancia se fue reduciendo en términos del PIB. Se destaca la estabilidad en los ingresos por remesas que se han constituido en un estabilizador de la cuenta corriente, puesto que no fueron afectadas por los diversos ciclos observados en la economía mundial y regional.

El déficit de la balanza de bienes acumulado en 2017 fue de \$us855 millones (Gráfico 3.27), cifra menor a la de 2016 debido a que el incremento del valor exportado fue más que compensado por el aumento de las importaciones.³⁰ El incremento del valor exportado se sustenta en un efecto favorable de precios, toda vez que los volúmenes se resintieron en el sector de hidrocarburos y sojero (Gráfico 3.32, Gráfico 3.34 y Gráfico 3.36). El incremento en el valor de las importaciones se explica por mayores precios ya que los volúmenes no sufrieron cambios importantes con respecto a 2016 (Gráfico 3.33 y Gráfico 3.36). Nuevamente, los insumos y bienes de capital representaron la mayor parte de las compras externas, aspecto que es consistente con el dinamismo de la actividad económica. Los mejores precios de los principales productos de

exportación determinaron una ganancia de términos de intercambio después de caídas en años previos (Gráfico 3.31).

En 2017, el volumen exportado registró un retroceso debido a menores requerimientos de gas natural por parte de Brasil, una menor venta de soya y de minerales. El volumen exportado de gas natural se redujo en 4,2%, pues los envíos a Brasil se resintieron en los meses de enero, febrero y junio, debido a un contexto de menor dinamismo industrial en aquel país, así como la sustitución temporal del gas por energía hidroeléctrica (Gráfico 3.34). Por su parte, la exportación de productos no tradicionales se contrajo debido a una venta menor de soya y derivados durante todo el periodo a causa de bajos rendimientos en la producción, así como a una menor demanda, principalmente en los mercados colombiano y peruano.³¹ Finalmente, el volumen exportado de minerales fue menor en 2,3% respecto al de la gestión 2016, debido principalmente a un menor volumen de plata enviado al mercado externo.

El volumen de las importaciones en 2017 mantuvo el dinamismo de la gestión anterior. En efecto, fue destacable el comportamiento de las importaciones de insumos (combustible y materias primas para los sectores agrícola e industrial) y de bienes de capital (principalmente maquinaria industrial y equipo de transporte) que se mantuvieron en niveles similares a los de la gestión 2016. Por su parte, los bienes de consumo mostraron caídas en los bienes no duraderos las cuales fueron compensada por incrementos en los bienes duraderos (Gráfico 3.35 y Gráfico 3.36).

La cuenta financiera registró elevados influjos que permitieron cubrir de forma sustancial el déficit en cuenta corriente. Destacan varias operaciones importantes registradas en esta cuenta, todas ellas en el marco de la normativa (Gráfico 3.37). El aumento de pasivos netos por Inversión de Cartera se debió a la colocación de Bonos

³⁰ La Balanza Comercial se calcula a partir de datos de exportaciones e importaciones ajustadas por criterios metodológicos de Balanza de Pagos, como ser fletes y seguros, gastos de realización, bienes para transformación y bienes en contraventa. Por lo tanto, su valor difiere del saldo comercial presentado por el INE.

³¹ La menor demanda de la soya y derivados de procedencia nacional, se debe a la liberalización comercial en los mercados colombiano y peruano, generando una mayor competencia frente a otros proveedores.

Gráfico 3.32: Exportaciones según sector
(En millones de \$us)

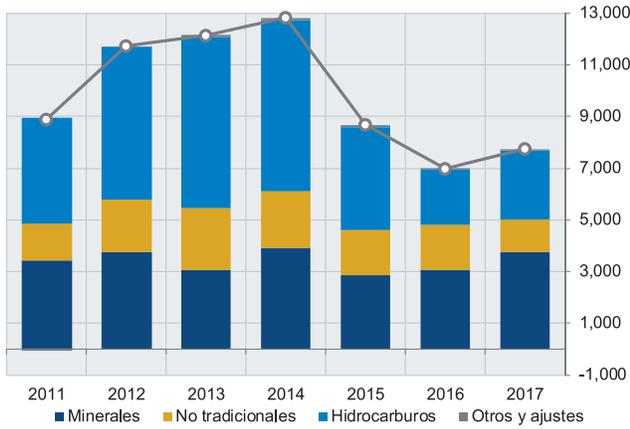


Gráfico 3.33: Importaciones según uso económico
(En millones de \$us)

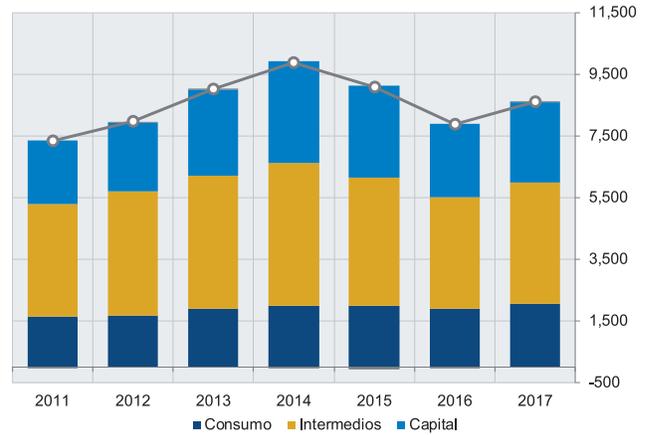


Gráfico 3.34: Exportaciones en volumen
(En miles de toneladas)

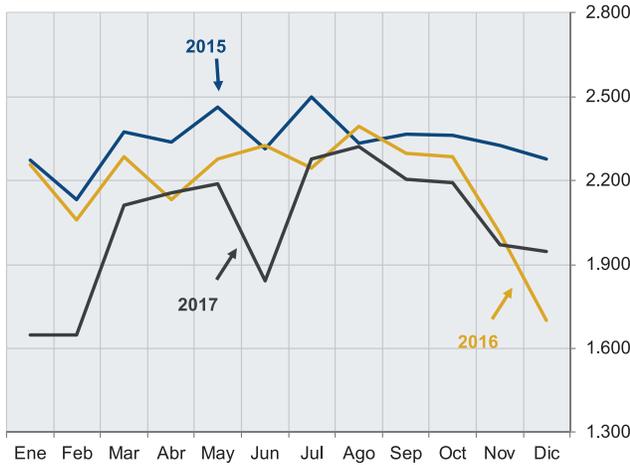


Gráfico 3.35: Importaciones en volumen
(En miles de toneladas)

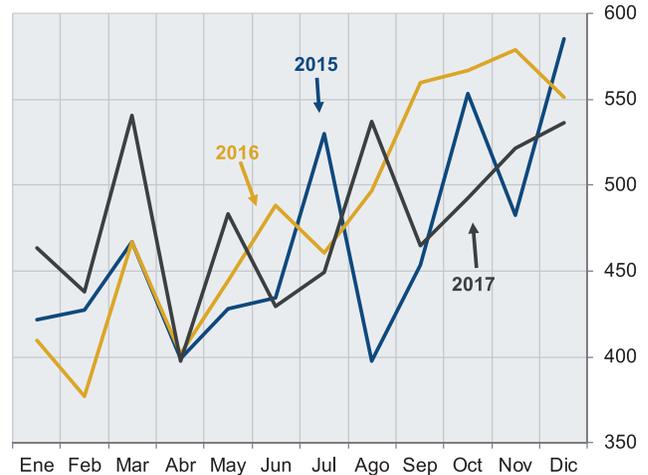
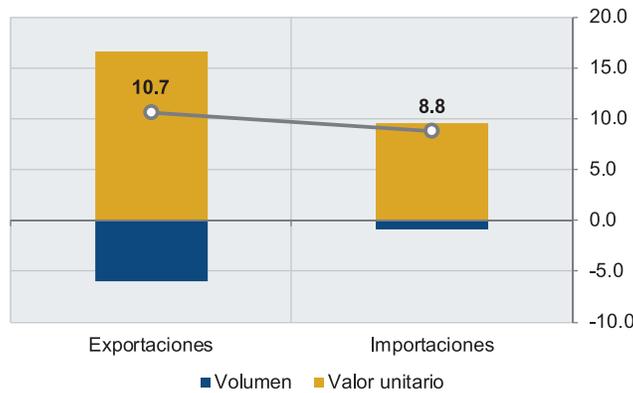


Gráfico 3.36: Incidencia del volumen y precio en la variación de exportaciones e importaciones
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Soberanos en los mercados internacionales,³² la disminución de activos del FINPRO por el uso parcial para el financiamiento interno a varios emprendimientos productivos y la disminución de otros activos de entidades financieras. En inversión directa (ID) nuevamente Bolivia fue receptor neto debido al incremento de los pasivos y la contracción de los activos de esta rúbrica, estos inlfujos de divisas se destinaron principalmente a los sectores de hidrocarburos, industria manufacturera y minería, bajo la modalidad principal de reinversión de utilidades. Finalmente, en la cuenta Otra Inversión

aumentaron los pasivos netos por los desembolsos de deuda externa pública,³³ principalmente para proyectos productivos e infraestructura contemplados en el Plan de Desarrollo Económico y Social.

En un contexto de fuertes impulsos a la demanda agregada mediante políticas fiscales y monetarias expansivas, las reservas internacionales se incrementaron como resultado de altos inlfujos netos de capitales que registró la cuenta financiera y la apreciación de divisas distintas

32 El 13 de marzo de 2017 se colocó en el mercado el bono soberano amortizable por \$us1.000 millones a un plazo promedio de 10 años, con un cupón de 4,5% anual (el más bajo obtenido en emisiones soberanas del E.P. de Bolivia). El 20 de marzo se realizó el registro de esta emisión por debajo de la par (\$us991 millones).

33 En 2017, se realizaron importantes desembolsos de Organismos Internacionales, entre los que destacan el BID en junio y noviembre por \$us260 millones y de la Agencia Francesa para el Desarrollo en diciembre de aproximadamente \$us110 millones.

Gráfico 3.37: Cuenta Financiera*
(En % del PIB)

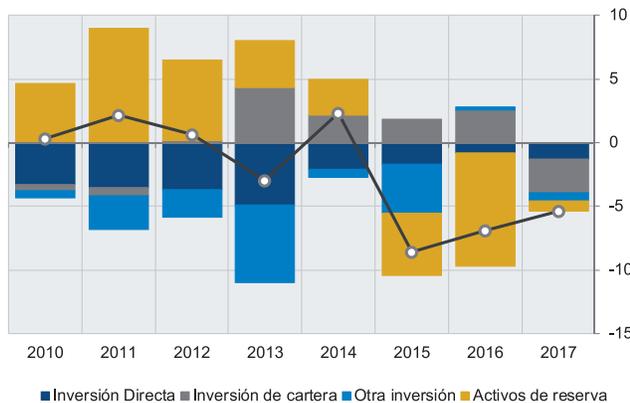


Gráfico 3.38: Reservas Internacionales
(En % del PIB y meses de importación)

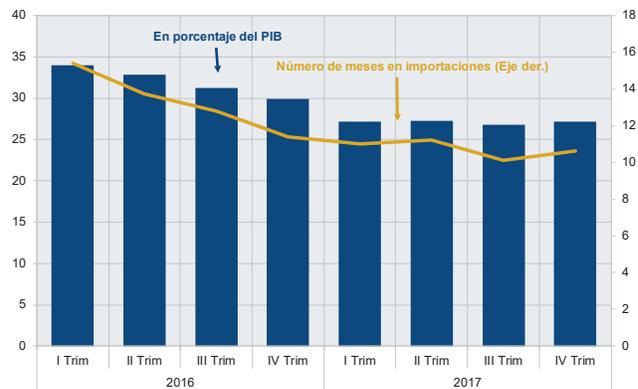


Gráfico 3.39: Ratios RIN/PIB de países seleccionados**
(En porcentaje)

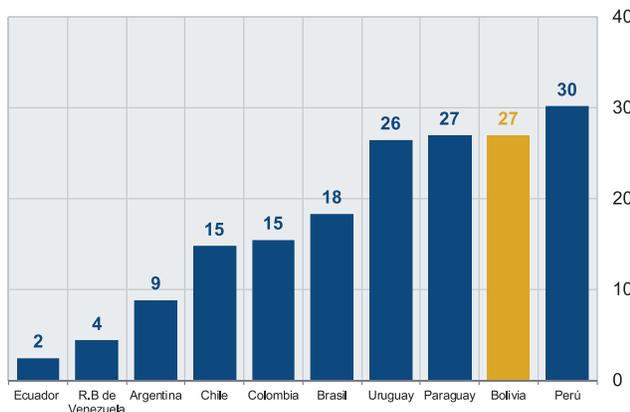
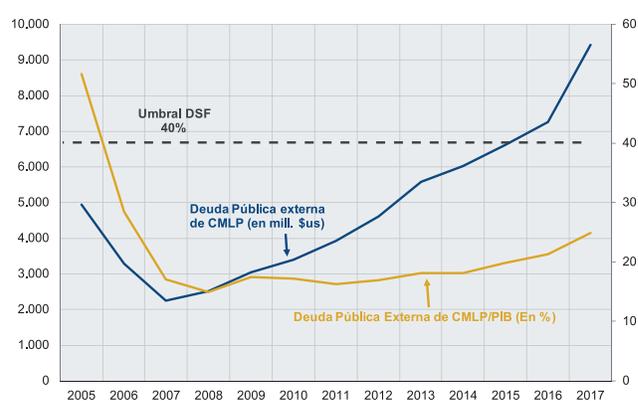


Gráfico 3.40: Deuda externa
(En millones de \$us y en %)



Fuente: Banco Central de Bolivia
 Nota: * Datos a septiembre de 2017
 ** Las RIN de Perú, Paraguay y Uruguay incluyen el encaje legal, sin considerar este rubro los ratios alcanzarían a 25%, 23% y 17% respectivamente

al dólar incluyendo el incremento del precio del oro. El saldo de las reservas internacionales experimentó un aumento del 1,8% entre 2016 y 2017, alcanzando niveles que fortalecen la posición externa cuya solidez se destaca en la región y a nivel mundial (Gráfico 3.38 y Gráfico 3.39). Al cierre de la gestión, las RIN alcanzaron \$us10.261 millones³⁴ que representan 11 meses de importación, *ratio* que supera ampliamente a criterios convencionales; medidas en términos del PIB, las RIN son una de las más altas de la región (27%) y se encuentran por encima de los niveles referenciales considerados adecuados.

La deuda externa pública continuó en niveles bajos y sostenibles. El *ratio* de endeudamiento externo público alcanzó a diciembre de 2017 un 24,9% del PIB, por debajo de los umbrales referenciales de organismos internacionales como el Banco Mundial (40% del PIB; Gráfico 3.40).

3.2.3 Mercados financieros y monetarios

3.2.3.1 Intermediación financiera

En 2017, el ritmo de crecimiento de los depósitos del público en el sistema financiero evidenció una recuperación considerable, producto de las medidas que sostuvieron la liquidez en niveles adecuados y las mejoras en el ingreso nacional por la actividad interna principalmente en sectores no extractivos. A fines de diciembre de 2017, el saldo de depósitos alcanzó Bs170.150 millones, resultado de un flujo anual de Bs16.061 millones que se constituye en uno de los registros más elevados de los últimos años, hecho destacable si se considera que algunos agentes institucionales disminuyeron sus depósitos para realizar inversiones en el exterior. Asimismo, el crecimiento interanual de 10,4%, es considerablemente mayor al registrado en 2016 (3,3%; Gráfico 3.41). Al interior, destacan los depósitos a plazo fijo que presentaron un crecimiento de 17,8% en el año (Gráfico 3.41).

Sostener niveles adecuados de liquidez ha

facilitado la expansión del crédito del sistema financiero al sector privado, el mismo que fue canalizado principalmente al sector productivo y de vivienda de interés social en cumplimiento de las metas dispuestas en el marco de la Ley de Servicios Financieros. Para mantener el dinamismo del crédito, el BCB llevó a cabo importantes medidas que permitieron restablecer la liquidez y mantenerla en niveles adecuados, entre ellas destacan las redenciones netas al vencimiento de los títulos de regulación monetaria, redención anticipada de bonos reclamables, disminuciones de las tasas de encaje legal y disminución de las tasas por créditos de liquidez. En este sentido, con las medidas implementadas, el crédito del sistema financiero al sector privado continuó con un importante dinamismo, el flujo anual fue similar a los registros históricamente más elevados que se presentaron en las dos gestiones anteriores (Gráfico 3.43a). El crecimiento interanual de la cartera alcanzó 12,5%; destacando el crecimiento de los créditos al sector productivo y a vivienda de interés social en 21% y 43%, respectivamente (Gráfico 3.43b).

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 diciembre de 2017, la cartera en MN alcanzó a 97,8% del total y el ahorro financiero en MN a 86,6%; que representan aumentos a 12 meses de 0,8pp y 1,7pp, respectivamente (Gráfico 3.44). Si bien se observa que la pendiente es cada vez menor, se debe destacar que estas operaciones en MN ya alcanzan cerca del 100% del total, aspecto que ningún otro país de la región con dolarización parcial ha logrado y en tan corto tiempo.

La solidez del sistema financiero, medida por varios indicadores, se mantuvo estable sin cambios significativos. El *ratio* de mora de la cartera se incrementó levemente, sin embargo, continúa entre los más bajos dentro de la región. Por su parte, el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) se encuentra en un nivel cercano a 12%, superior a lo exigido por la normativa vigente de 10%, en tanto que el indicador de rentabilidad mantiene un *ratio* adecuado (Cuadro 3.6).

34 Si se descuenta el efecto de las variaciones de las cotizaciones de divisas distintas al dólar incluyendo el precio del oro. Es decir, si se consideran cotizaciones fijas para el Euro (0,84381/\$us), Yuan (6,56440/\$us), dólar canadiense (1,27390/\$us), dólar australiano (1,29786/\$us) y precio del oro (\$us1.110,87 la OTF.), las RIN al cierre de 2017 alcanzaron a \$us9.990 millones.

Gráfico 3.41: Depósitos en el Sistema Financiero
(Flujos en millones de bolivianos y porcentaje)

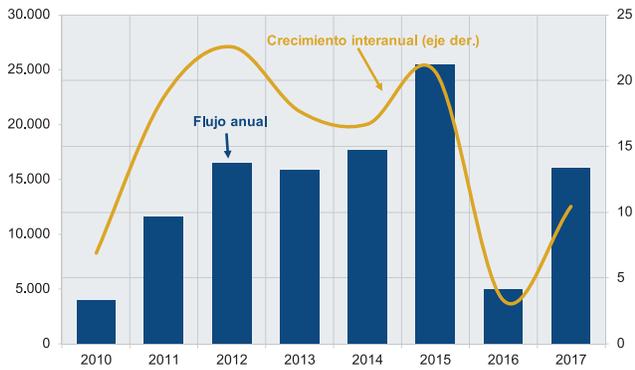


Gráfico 3.42: Depósitos a Plazo Fijo
(Flujos en millones de bolivianos y porcentaje)

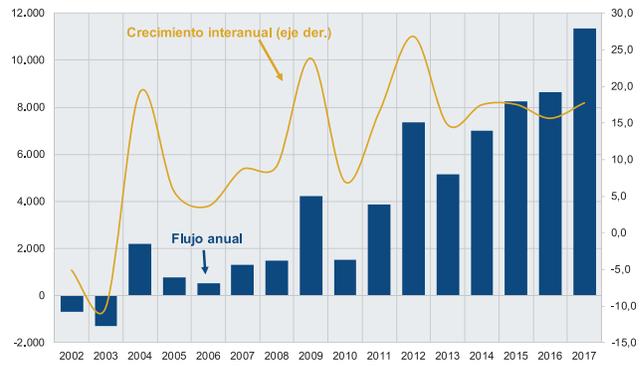
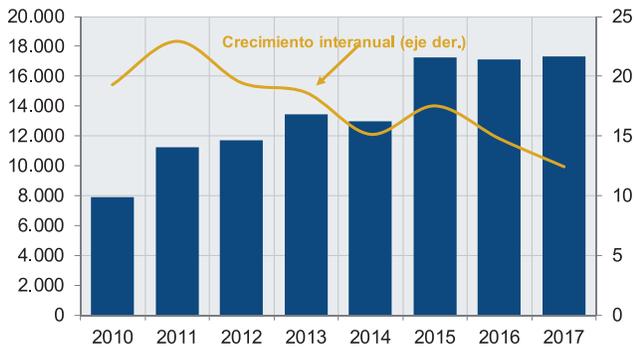


Gráfico 3.43: Créditos del Sistema Financiero al sector privado

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



b) Flujos de crédito total y regulado
(En millones de bolivianos)

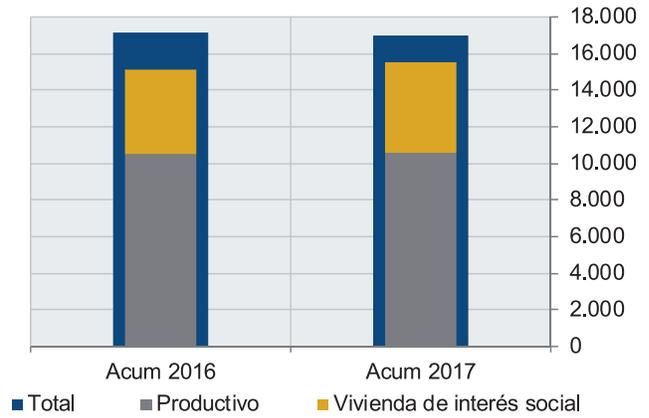
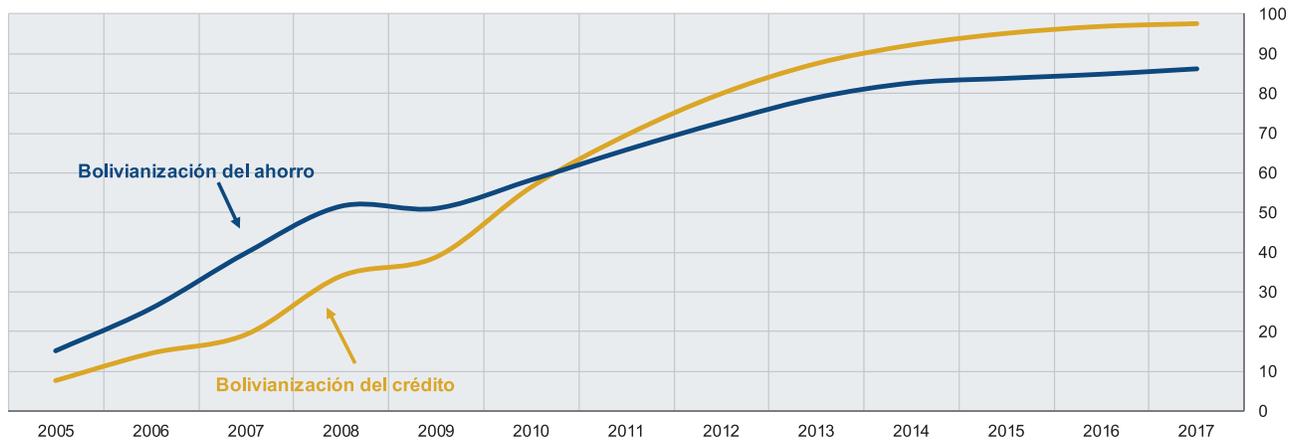


Gráfico 3.44: Bolivianización financiera
(En porcentaje)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero y Banco Central de Bolivia
Nota: * Créditos en interés social nuevos y renegotiados

3.3.3.2 Agregados monetarios

Durante la gestión 2017, el crecimiento de la Base Monetaria junto con el de Reservas Bancarias en el BCB registraron una reversión destacable. En efecto, la dinámica de ambas variables pasó de tasas negativas entre 12% y 24% a fines de 2016, a tasas positivas desde el mes de junio de 2017, cerrando la gestión con crecimiento de 10,2% y 11,8%, respectivamente. Este comportamiento se debe a las medidas adoptadas por el BCB que permitieron superar exitosamente el estrés de liquidez que se presentó a principios de año. 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 la liquidez que las EIF mantienen (Gráfico 3.45).

Asimismo, los agregados monetarios mostraron tasas de expansión crecientes en el segundo

semestre, acorde con el mayor ritmo de crecimiento de los depósitos del público en el sistema financiero. En efecto, producto de la mayor acumulación de depósitos en el sistema financiero, principalmente a plazo fijo, el crecimiento de los agregados monetarios evidenció un cambio de pendiente con aceleraciones en el segundo semestre de 2017, luego de la desaceleración observada desde mediados de 2016. En este sentido, los agregados más amplios M3 y M'3 cerraron el año con crecimientos de 11,8% y 10,2%; mientras que el M1 y M2 crecieron en 5,8% y 8,2% (Gráfico 3.46). Se destaca también el crecimiento más dinámico del circulante que, habiendo registrado crecimiento casi nulo de 0,4% en 2016, creció en 9,1% en 2017; dicho comportamiento explica también la evolución de los agregados monetarios. En general todos los agregados, incluyendo al circulante, mostraron mayores tasas de crecimiento interanual, reflejando la orientación expansiva de la política monetaria sin que ello se haya traducido en desequilibrios del mercado de dinero como muestra la baja inflación registrada y el incremento de las reservas internacionales.

Cuadro 3.6: Indicadores financieros de Bancos Múltiples (En porcentaje)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Pesadez de Cartera (%)	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6
Coficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	12,3	12,6	12,7	12,3	12,0	12,1	11,9
ROE	19,5	17,6	14,2	16,9	15,1	15,3	14,5

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

Gráfico 3.45: Base Monetaria (En porcentaje)

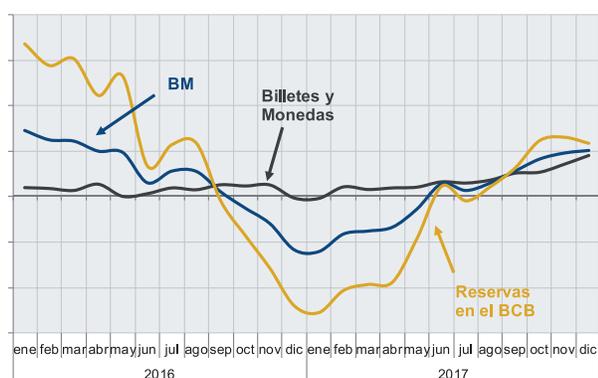
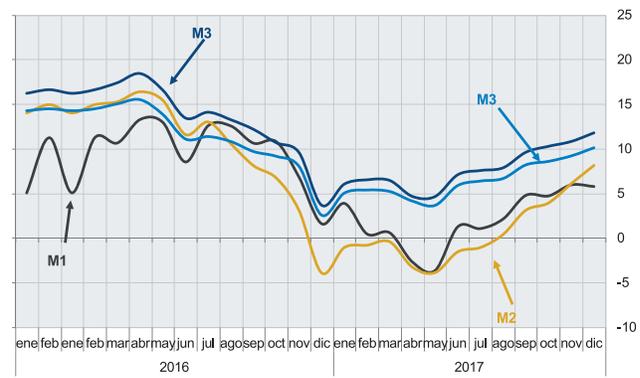


Gráfico 3.46: Agregados Monetarios (En porcentaje, variaciones interanuales)



Fuente: Banco Central de Bolivia

4. Perspectivas y riesgos de la inflación y el crecimiento

Para 2018 se espera un mayor dinamismo de la economía mundial, apoyado en el desempeño de las economías emergentes y en desarrollo. En América del Sur, se prevé que el ritmo de expansión se acelere en la mayoría de las economías, aunque quedan pendientes desafíos en materia fiscal y definiciones políticas en algunos países. Por el contrario, las proyecciones de crecimiento de las principales economías avanzadas, con excepción de EE.UU., mostrarían un menor dinamismo. En este marco, el PIB externo relevante para Bolivia registraría un repunte en el año, aunque con riesgos que podrían sesgar a la baja estas estimaciones.

Los precios internacionales de las materias primas tenderían, en promedio, a estabilizarse en 2018. En el caso del precio petróleo, si bien se prevé que continúe recuperándose, el incremento sería menor al registrado en 2017. Este resultado, explicaría en parte el menor nivel de inflación externa proyectado. En cuanto a la política monetaria, la normalización seguiría siendo gradual en las principales economías avanzadas; mientras que en la mayoría de los países de la región la orientación seguiría siendo expansiva, aunque a un menor ritmo, salvo en Argentina donde se mantendría un sesgo contractivo. En este contexto, si bien la perspectiva es que la liquidez continúe elevada, existen riesgos que podrían precipitar reversiones de los flujos financieros y menores inversiones en los mercados emergentes y en desarrollo; mientras en el ámbito cambiario, se esperaría posibles depreciaciones de las monedas de la región.

Respecto a la actividad económica nacional, se tienen perspectivas favorables en 2018, el PIB de Bolivia aceleraría su crecimiento hasta alcanzar

una tasa de variación alrededor de 4,7%. Este buen desempeño estaría sustentado por la dinámica de sectores extractivos y, sobre todo, no extractivos. En el primer caso, el esperado repunte económico regional llegaría a ser uno de los determinantes; mientras que en el segundo, la orientación de las políticas fiscal y monetaria proveería importantes impulsos. Asumida la ausencia de eventos climáticos adversos de magnitud, liderarían la expansión los sectores: Electricidad, Gas y Agua; Construcción y Obras Públicas; Servicios Financieros; y los Servicios de la Administración. Por el lado del gasto, la fortaleza de la demanda interna continuaría apuntalando el crecimiento, en tanto, que la demanda externa reduciría su impacto negativo.

Por su parte, las proyecciones internas señalan que en el escenario base la inflación estaría alrededor de 4,5% al cierre de las gestiones 2018 y 2019. En el caso del año 2018 se espera que la inflación termine, con un 90% de probabilidad, en un rango entre 3,5% y 5,5%. El análisis del balance de riesgos denotó que existe un relativo equilibrio entre los riesgos al alza y a la baja que podrían ocasionar que la inflación termine en niveles diferentes a los esperados.

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. Por su parte, la política cambiaria se orientará a reforzar la estabilidad de precios, consolidar la bolivianización y preservar la estabilidad del sistema financiero. Cabe destacar que Bolivia mantiene importantes colchones financieros para continuar la política contracíclica ante un posible contexto adverso.

4.1 Contexto Internacional

Para 2018 se estima un mayor dinamismo de la economía mundial y regional, lo que se traduciría en un repunte del PIB externo relevante para la economía boliviana, implicando un efecto favorable. Se prevé que el crecimiento mundial en 2018 alcance un rango por encima del previsto para 2017, entre el 3,1% y el 3,9%, como resultado de un mayor dinamismo en los países emergentes y en desarrollo (Cuadro 4.1).

Este escenario global no está exento de riesgos, de entre los cuales destacan: la incertidumbre sobre el ritmo de normalización monetaria en las principales economías avanzadas, el impacto de la reforma tributaria y potencial desregulación financiera y ambiental en EE.UU sobre las inversiones internacionales, la acumulación de vulnerabilidades financieras y la desaceleración de China. Asimismo, la menor dinámica de los precios de las materias primas, tensiones geopolíticas y la posibilidad de que se adopten políticas proteccionistas en diversas regiones son otros factores que podrían implicar revisiones a la baja en el contexto global. En este sentido, la Organización Mundial del Comercio (OMC) proyecta un crecimiento del volumen del comercio mundial de 3,2%, menor al esperado en 2017.

Las principales economías avanzadas registrarían un ritmo de crecimiento menor en 2018, con excepción de EE.UU. El impulso de la economía estadounidense se apoyaría principalmente en la concreción de los incentivos tributarios a las actividades productivas, con el recorte de las tasas impositivas a las empresas y la autorización provisional de deducir inmediatamente todos los costos de inversiones de capital de vida corta. Por otro lado, la desaceleración en Japón se explicaría por una política fiscal restrictiva y un aumento de las importaciones que contrarrestaría el fortalecimiento de la demanda externa observado en 2017. El desempeño de la Zona Euro se vería afectado por la debilidad de la productividad, las tasas de desempleo todavía elevadas y el sobreendeudamiento público y privado en algunos países. En tanto, el crecimiento del Reino Unido seguiría afectado por la incertidumbre en torno a los resultados del Brexit y un desempeño de la inversión peor al esperado.

Las economías emergentes y en desarrollo continuarían impulsando la dinámica mundial con perspectivas de aceleración en términos generales, contrarrestadas por el menor crecimiento esperado de la economía china. Se prevé una desaceleración en China como consecuencia de la vulnerabilidad financiera y la aplicación de políticas más restrictivas por parte del gobierno para promover la estabilidad financiera y reducir el apalancamiento corporativo. Mientras en India, la otra gran economía que sustenta el desempeño de países emergentes y en desarrollo, se espera un repunte importante en la medida en que los efectos de la desmonetización y la introducción del impuesto a los bienes y servicios se vaya desvaneciendo. En el resto de los países, el desempeño seguiría siendo heterogéneo destacando el ritmo de expansión proyectado en otras economías emergentes y en desarrollo de Asia y el repunte esperado en América del Sur. Este resultado, no obstante, sería especialmente sensible al grado de ajuste que podría presentarse en China, lo que afectaría a los países de la región a través de caídas en sus exportaciones y presiones a la baja en las cotizaciones de las materias primas.

En América del Sur se prevé que el ritmo de expansión se acelere en la mayoría de las economías en 2018, aunque quedan pendientes desafíos en materia fiscal y definiciones políticas que generan incertidumbre en algunos países. Con un rango de crecimiento esperado para 2018 entre 1,5% y 2%, un riesgo latente que sesgaría a la baja el desempeño económico en la región es el ruido político, en ciertos casos aunado a hechos de corrupción y en general debido a la concentración de procesos electorales en los próximos 18 meses. Este escenario propiciaría incertidumbre con efectos negativos especialmente sobre la confianza y la inversión. En cuanto a los desafíos fiscales, se prevé que la consolidación continuaría durante 2018 en diversas economías de la región, principalmente a través de la contención del gasto público, lo que podría afectar al crecimiento si no se precautela la inversión pública y prioriza el gasto con mayor impacto sobre la actividad. Con los mayores niveles de deuda pública en América Latina, en particular Brasil y Argentina, el espacio fiscal es más reducido. En el caso de Brasil; además, es relevante el desempeño de su sector industrial y la generación de energía hidroeléctrica,

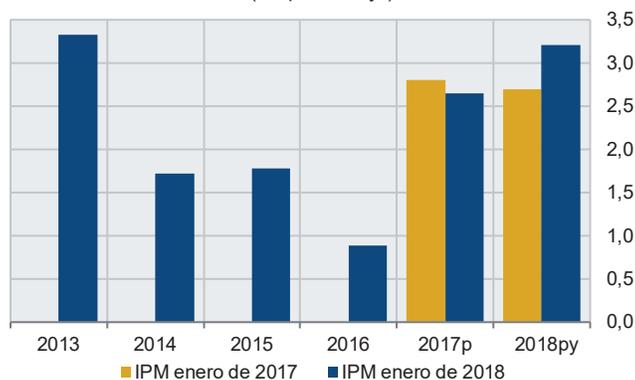
Cuadro 4.1: Crecimiento anual en regiones y países seleccionados
(En porcentaje)

	2016	2017 (p)			2018 (py)		
		FMI	BM	CEPAL	FMI	BM	CEPAL
Economía Mundial	3.2	3.7 (3.4)	3.0 (2.7)		3.9	3.1	
Economías Avanzadas	1.7	2.3 (1.9)	2.3 (1.8)		2.3	2.2	
Estados Unidos	1.5	2.3 (2.3)	2.3 (2.2)		2.7	2.5	
Zona del Euro	1.8	2.4 (1.6)	2.4 (1.5)		2.2	2.1	
Japón	0.9	1.8 (0.8)	1.7 (0.9)		1.2	1.3	
Economías Emergentes y en Desarrollo	4.4	4.7 (4.5)	4.3 (4.2)		4.9	4.5	
China	6.7	6.8 (6.5)	6.8 (6.5)		6.6	6.4	
India	7.1	6.7 (7.2)	6.7 (7.6)		7.4	7.3	
América Latina y El Caribe	-1.5	1.3 (1.2)	0.9 (1.2)	1.3 (1.3)	1.9	2.0	2.2
América del Sur	-3.2	0.8 (1.1)	0.4 (0.8)	0.8 (0.9)	1.5	1.9	2.0
Argentina	-2.2	2.8 (2.7)	2.7 (2.7)	2.9 (2.3)	2.5	3.0	3.0
Brasil	-3.5	1.1 (0.2)	1.0 (0.5)	0.9 (0.4)	1.9	2.0	2.0
Chile	1.6	1.7 (2.0)	1.7 (2.0)	1.5 (2.0)	3.0	2.4	2.8
Colombia	2.0	1.7 (2.7)	1.8 (2.5)	1.8 (2.7)	3.0	2.9	2.6
Perú	4.0	2.7 (4.1)	2.6 (4.2)	2.5 (4.0)	4.0	3.8	3.5
R.B. de Venezuela	-16.1	-14.0 (-4.5)	-11.9 (-4.3)	-9.5 (-4.7)	-15.0	-4.2	-5.5
E.P. de Bolivia	4.3		4.2			4.7	
PIB externo relevante para el E.P. de Bolivia	0.9		2.6			3.2	

Fuente: FMI – Actualización de las perspectivas de la economía mundial (Enero 2017 y Enero 2018). Para América del Sur, las estimaciones iniciales corresponden a las del FMI – Perspectivas de la economía mundial (Octubre 2016)
Banco Mundial – Perspectivas económicas mundiales (Enero 2017 y Enero 2018)
Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) - Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (Diciembre 2016 y Diciembre 2017)

Nota: Para 2016, los datos de América Latina y el Caribe, América del Sur y R.B. de Venezuela corresponden a las estimaciones del Banco Mundial
Entre paréntesis se incluyen las proyecciones iniciales
Los datos y perspectivas para India corresponden a un año fiscal
En el caso del E.P. de Bolivia se toman las cifras y proyecciones oficiales
El PIB externo relevante corresponde al crecimiento promedio anual ponderado de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia
(p) preliminar
(py) proyectado

Gráfico 4.1: Crecimiento del PIB externo relevante del E.P. de Bolivia
(En porcentaje)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de los países
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) preliminar
(py) proyectado

aspectos que en 2017 afectaron negativamente el sector de hidrocarburos en la economía boliviana. Si bien en el último trimestre estas variables tuvieron un comportamiento favorable y hacia adelante se proyecta una mayor demanda de gas natural por parte de Brasil, persiste el riesgo sobre la actividad doméstica en Bolivia de que este aumento sea menor al esperado.

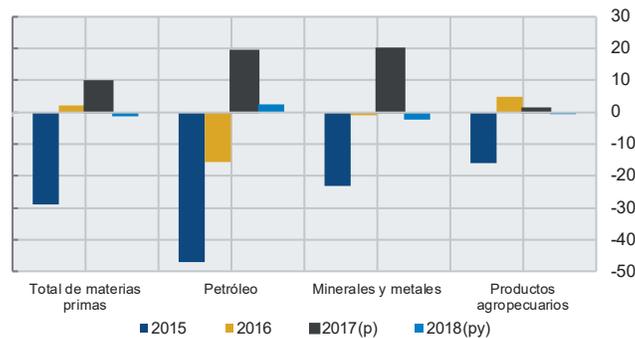
Luego de una revisión a la baja en 2017, se espera un repunte en la actividad económica de los principales socios comerciales de Bolivia para 2018. Desde 2014, el PIB externo relevante tuvo una desaceleración en línea con la caída de los términos de intercambio. En 2017 se estima una recuperación de la actividad de los principales socios comerciales (2,6%), aunque ésta sería menor a la prevista a inicios de año (2,8%), lo que sería consistente con la débil recuperación esperada en la mayoría de las economías de América del Sur. Para 2018, se proyecta un repunte del PIB externo asociado principalmente a las mejoras previstas en el desempeño de EE.UU. y los países de la región; así como al crecimiento de China, que pese a una desaceleración seguiría manteniendo una tasa de expansión por encima del 6%. El balance de riesgos de estas estimaciones también estaría sesgado a la baja (Gráfico 4.1).

Los precios internacionales de las materias primas tenderían, en promedio, a estabilizarse en

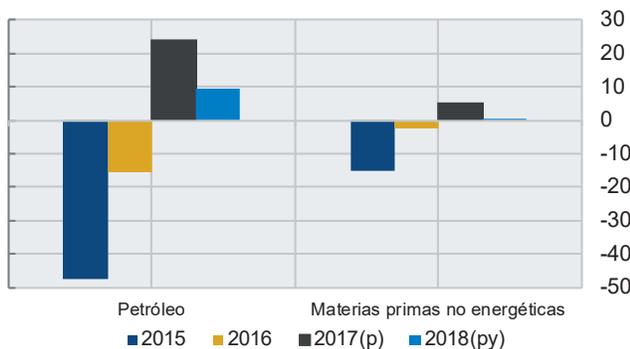
2018. En el caso del precio petróleo, se prevé que continúe recuperándose, pero el incremento sería menor al registrado en 2017. Salvo imprevistos, se espera ligeras variaciones de las cotizaciones de productos básicos a nivel agregado, con un aumento en el rango de 2% y 11% para el caso del petróleo y variaciones leves en el resto de los grupos de materias primas. En el mercado del petróleo se prevé un incremento por debajo del observado en 2017, ya que los eventuales recortes de producción de la OPEP y repuntes en la demanda podrían ser compensados en parte por el aumento de la producción de países que no pertenecen a la OPEP y que no han hecho compromisos de recorte, como los productores de petróleo de esquisto de EE.UU. En el caso de los metales, se espera una corrección de los precios con respecto al nivel promedio de 2017, dado que su comportamiento podría haber estado influido por un excesivo optimismo en torno a la demanda de China que en 2018 se desaceleraría. Cabe señalar, que esta tendencia a la baja estaría liderada por el Cobre y Hierro, metales con una participación marginal y nula en las exportaciones de minerales de Bolivia. Los productos agropecuarios, por su parte, presentarían presiones a la baja en sus precios en 2018, debido principalmente a las favorables perspectivas de cosecha bajo condiciones climáticas adecuadas que mantendrían los mercados bien abastecidos (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.2: Variaciones interanuales de los precios internacionales de las materias primas y proyecciones 2017 y 2018
(En porcentaje)

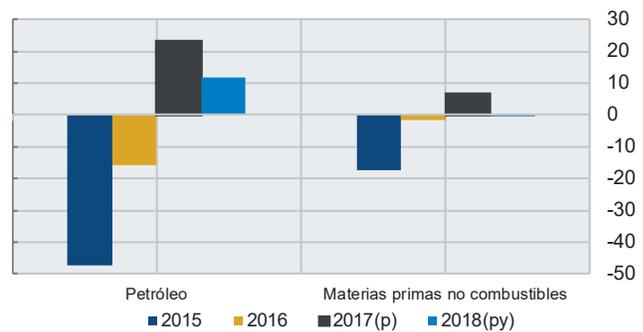
CEPAL



Banco Mundial



Fondo Monetario Internacional



Fuente: CEPAL - Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe (Diciembre 2017), en base a datos de *Bloomberg*, el Banco Mundial, el FMI y *The Economist Intelligence Unit*

Banco Mundial - Perspectivas económicas mundiales (Enero 2018)

FMI - Actualización de las perspectivas de la economía mundial (Enero 2018)

Nota: Las cifras de 2017 son estimaciones y los de 2018 corresponden a proyecciones

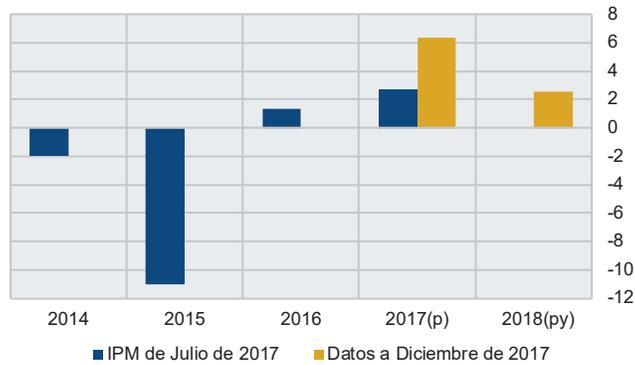
(p) preliminar
(py) proyectado

La menor dinámica de los precios de las materias primas explicaría la reducción de la inflación de los socios comerciales de Bolivia en 2018. En efecto, en un escenario de recuperación moderada de la actividad mundial; se espera que la inflación en EE.UU., Japón y China se mantenga en niveles bajos. En tanto que las presiones inflacionarias en los países socios comerciales de la región serían acotadas, destacando el efecto de la disminución de los precios de los alimentos (Gráfico 4.3).

La política monetaria de las principales economías avanzadas seguiría una normalización gradual. De acuerdo a las últimas proyecciones de la Reserva Federal, en 2018 se esperaría tres incrementos de la tasa de interés de los fondos federales, al igual que en 2017. Estas modificaciones se darían en la medida en que la tasa de interés natural se encuentre en niveles bajos y la débil dinámica de la inflación

sea más persistente que lo inicialmente anticipado. Asimismo, la reducción de la hoja de balance continuará dejando de recomprar una parte de su tenencia de activos hasta alcanzar una disminución mensual de \$us30 mil millones en títulos del Tesoro y de \$us20 mil millones en deuda de agencias federales y títulos respaldados por hipotecas. El Banco Central Europeo mantendrá el ritmo de compra de activos en €30.000 millones mensuales hasta septiembre de 2018; posteriormente, dependerá de cuán compatible con su objetivo sea el ajuste de la senda de la inflación. La reinversión del principal de los valores que vayan venciendo continuará y las tasas de referencia permanecerán en los niveles actuales durante un periodo prolongado, tras finalizar sus compras netas de activos. El Banco de Inglaterra mantendría la postura de su política monetaria, con incrementos modestos de la tasa rectora en los

Gráfico 4.3: Inflación externa relevante para el E.P. de Bolivia (En porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística de los países
Latin Focus Consensus Forecast
 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
 (p) preliminar
 (py) proyectado

siguientes años que aseguren el retorno sostenible de la inflación a su meta. En tanto que el Banco de Japón no espera hacer cambios sustanciales a su política en el mediano plazo.

En América del Sur, se prevé que la política monetaria en la mayoría de los países continúe siendo expansiva para estimular la actividad económica, aunque el ritmo de flexibilización podría ser reducido. Con tasas de crecimiento económico acotadas en 2017 y niveles de inflación convergiendo a las metas, los bancos centrales de los países de la región seguirían recortando sus tasas de interés de referencia. Esta medida no sería continua, en tanto esta medida sea complementada con otras, como las disminuciones de encaje durante 2017 en el caso de Perú, y ante revisiones del alcance del ciclo expansivo en función a la evolución de la actividad económica, las proyecciones y expectativas de inflación y el balance de riesgos. En Argentina, la política monetaria mantendría un sesgo contractivo con el propósito de continuar reduciendo las presiones inflacionarias.

En este marco, se espera que las condiciones financieras se mantengan aún distendidas para los mercados emergentes y en desarrollo; mientras, en los mercados cambiarios se prevén posibles depreciaciones de las monedas de la región. Si bien en el corto plazo se espera que la liquidez continúe elevada, reversiones de los flujos

financieros y menores inversiones hacia economías emergentes y en desarrollo podrían precipitarse ante retiros menos graduales de los estímulos monetarios en los países desarrollados y el potencial impacto de la reforma fiscal y la desregulación financiera y ambiental en EE.UU. Además, un período prolongado de baja volatilidad, como el que se ha venido observando, puede estar induciendo una mayor toma de riesgos y volviendo más frágiles los sistemas financieros internacionales. En el ámbito cambiario, se esperaría depreciaciones de las monedas de la región en el marco de una normalización monetaria menos gradual, la concreción de la política tributaria de incentivo a las actividades productivas en EE.UU y políticas proteccionistas que limiten los volúmenes de comercio.

4.2 Perspectivas del contexto nacional

Para 2018 se proyecta un crecimiento de la actividad económica alrededor de 4,7% fundamentado en la expansión productiva de la totalidad de sectores; principalmente de aquellos relacionados a la demanda interna, y en una menor incidencia negativa de la demanda externa. Desde la perspectiva de la oferta, se registraría mayor dinamismo de los sectores extractivos y, sobre todo, de los no extractivos. En el primer caso, dado el estrecho vínculo de estos con la demanda externa, se estima alcancen una moderada recuperación tanto por el repunte económico regional como por

base de comparación. Por su parte, los no extractivos tendrían un crecimiento sostenido, particularmente aquellos vinculados a impulsos fiscales y monetarios. Cabe destacar que aún si los sectores extractivos reportaran variaciones iguales a cero el crecimiento de la actividad en su conjunto estaría alrededor de 4,5%. A nivel desagregado, Electricidad, Gas y Agua; Construcción y Obras Públicas; Servicios Financieros; y Servicios de la Administración Pública liderarían el repunte con tasas de variación superiores a 5,5%. En contraste, minería e hidrocarburos serían los sectores con menor aporte. Desde la perspectiva del gasto, la demanda interna continuaría sustentando el dinamismo económico y la externa reduciría su impacto negativo.

La mayor actividad en el sector de Electricidad, Gas y Agua estaría sustentada principalmente por la puesta en producción de líneas de transmisión para la exportación de energía. Tal es el caso de los proyectos Juana Azurduy de Padilla Bolivia – Argentina y del Anillo Energético del Sur. Asimismo, se tienen agendadas expansiones en la generación de energía hidroeléctrica (69 MW) y eólica (60 MW) a través de los proyectos San José II, San Julián y El Dorado. Desde la perspectiva de la demanda, la industria del Lito y la fábrica de cemento de ECEBOL, entre otros emprendimientos productivos estatales, incentivarían la mayor producción.

La Construcción aceleraría su ritmo de crecimiento a partir de la inversión pública en carreteras, infraestructura para recursos hídricos y comunicaciones. Con base en la programación del Presupuesto General del Estado 2018, se espera una importante activación de la inversión pública en infraestructura con repercusiones favorables en la construcción. Entre los proyectos de mayor envergadura están las carreteras dobles vías, el tren urbano en Cochabamba y la ampliación de líneas del teleférico en La Paz. Además de diversos proyectos de infraestructura para recursos hídricos, generación hidroeléctrica y comunicaciones en diferentes puntos del país.

Se proyecta que el sector de Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles, y Servicios a las Empresas mantenga un crecimiento

similar al de 2017. En el marco de las directrices de la Ley N° 393 de Servicios Financieros, la orientación expansiva de la política monetaria y las perspectivas de mayor actividad económica global al interior del país determinarían un crecimiento estable del sector. Es de destacar también la importante recuperación del ahorro financiero en 2017 que apoyaría la ampliación de fondos prestables a ser canalizados en 2018.

La actividad agropecuaria continuaría reportando un buen desempeño en 2018. Dada la producción récord registrada por el sector en 2017 y la ocurrencia de La Niña durante el primer semestre, se espera un crecimiento moderado para la presente gestión en la mayoría de productos agrícolas, tanto industriales como no industriales. Su expansión estaría fundamentada en el incremento de superficies cultivadas, la utilización de urea como fertilizante y la ausencia de eventos climáticos que afecten de forma sustancial el cultivo y producción. Respecto a la actividad pecuaria, su crecimiento sostenido tendría como pilares la producción ganadera y avícola.

La manufacturera cobraría mayor dinamismo, en línea con las proyecciones positivas en el desempeño de los sectores agropecuario e hidrocarburos, y la continuidad o puesta en marcha de proyectos de industrialización. Los impulsos para el sector estarían dados por refinación, productos químicos y minerales no metálicos. En el caso de refinados, la mayor demanda de gas natural proyectada para Brasil viabilizaría el incremento en la producción de derivados. En tanto, que la planta de urea y amoniaco activaría la producción de químicos en la medida que se vayan concretando contratos de exportación. Por último, con relación a minerales no metálicos, tanto la mayor inversión pública productiva y en infraestructura, como la puesta en marcha de ECEBOL y de la planta de carbonato de litio previstas para finales de 2018, también conllevarían un incremento de la producción sectorial.

Se espera que el sector de Minerales Metálicos y No Metálicos muestre un repunte importante. Asumido un contexto internacional con mejores precios para el Zinc, Plomo y Estaño, la minería tanto privada como estatal expandiría sus volúmenes

de producción. Asimismo, se daría continuidad al desarrollo de proyectos mineros de gran envergadura, como Mallku Khota y la puesta en producción de la Planta Industrial de Carbonato de Litio a mediados de 2018.

El sector hidrocarburos reportaría correcciones al alza en su producción acordes a una mayor demanda de gas natural interna y externa. Por una parte, el consumo diario de 1,4 MMmcd de la planta de urea y amoniaco constituiría una importante expansión para el mercado interno en 2018. Por otra parte, la normalización en la demanda de gas de Brasil y los mayores volúmenes de envío a Argentina establecidos según contrato permitirían una recuperación del mercado externo. Ambas variables determinarían una incidencia positiva del sector en la actividad.

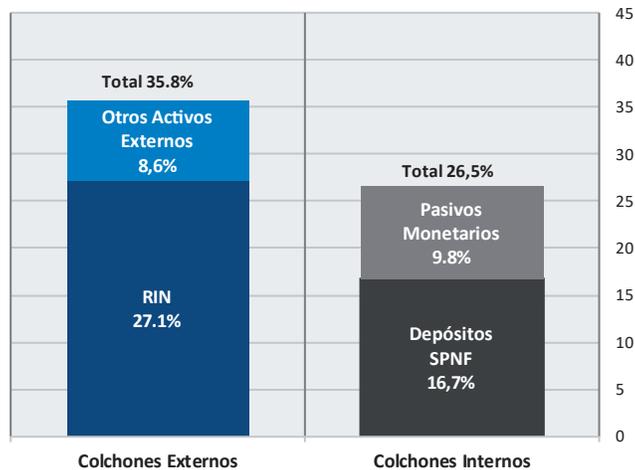
Desde la perspectiva del gasto, el PIB continuaría dinamizado por la demanda interna. Las políticas fiscal y monetaria estarían orientadas a estimular este importante componente del producto. En efecto, la política monetaria proveería niveles adecuados de liquidez que apuntalen la inversión privada y propicien la estabilidad del consumo. Por su parte,

la política fiscal daría lugar a una mayor inversión pública priorizando la productiva y en infraestructura. Finalmente, la recuperación económica de nuestros socios comerciales y los mejores precios de los principales productos de exportación incidirán también en el aporte de la demanda externa al crecimiento.

La política cambiaria continuará orientada a anclar las expectativas de la población sobre el precio del dólar. La política cambiaria seguirá dirigida a mitigar las presiones inflacionarias de origen externo, a profundizar y sostener el proceso de Bolivianización, velará por la estabilidad del sistema financiero y coadyuvará a la orientación expansiva de la política monetaria.

Bolivia mantiene importantes espacios para proporcionar una liquidez adecuada a la economía, situación que le permitirá continuar apuntalando la actividad económica. En efecto, a pesar de que se espera un mayor dinamismo de la economía mundial y un mejor escenario para América del Sur, los colchones externos e internos que Bolivia ha acumulado estarían preparados para continuar apoyando la orientación expansiva de la política monetaria, sosteniendo la fortaleza de la economía (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4 Espacios de política
(Como porcentaje del PIB)



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

4.3 Perspectivas de la inflación

Las proyecciones señalan que en el escenario base la inflación sería de 4,5% al cierre de las gestiones 2018 y 2019. En particular, para 2018 se prevé que la inflación termine con un 90% de probabilidad en un rango de proyección de 3,5-5,5% (Gráfico 4.5). Durante el primer semestre, se espera que la inflación interanual refleje una tendencia ascendente impulsada principalmente por el reajuste de precios de servicios regulados que se da frecuentemente a comienzos de cada año, un efecto estadístico por base de comparación y una menor oferta de alimentos a causa de fenómenos climáticos (como inundaciones y heladas a inicios y mediados de año, respectivamente). Mientras que en el segundo semestre se estima que la inflación muestre un comportamiento más fluctuante.

4.4 Balance de riesgos

El balance de riesgos está equilibrado entre factores al alza y a la baja que podrían ocasionar que la inflación termine en niveles diferentes a los estimados. Entre los riesgos al alza, que conllevarían a una inflación por encima del rango de proyección, se consideran: i) condiciones meteorológicas adversas que generen una caída de la producción de alimentos mayor a la esperada; y ii) reajustes inesperados de tarifas en servicios regulados debido a la presión de ciertos sectores. Por el contrario, los riesgos a la

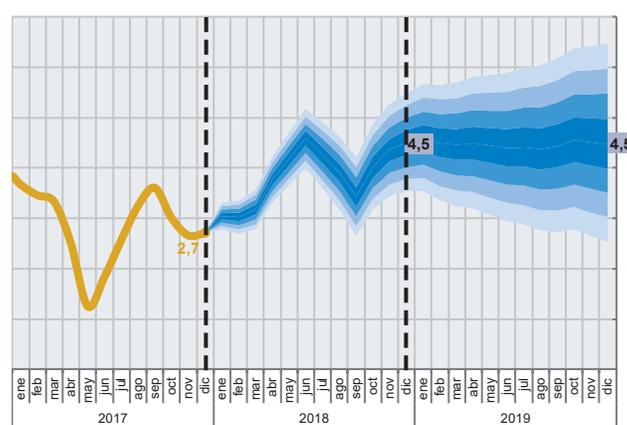
baja son los siguientes: i) un mejor desempeño del sector agrícola al esperado considerando niveles de precipitación favorables en zonas productoras afectadas por las sequías en 2017; ii) depreciaciones más pronunciadas en las paridades cambiarias de los socios comerciales; y iii) menor dinamismo en los precios internacionales de las materias primas, estos dos últimos provocarían una menor inflación importada.

A pesar de estos riesgos, se estima que la inflación presente un comportamiento moderado, por lo que la política monetaria mantendría un margen para continuar con su orientación expansiva como viene haciéndolo desde mediados de 2014.

De esta forma, el Ente Emisor continuará apoyando al dinamismo de la actividad económica del país. No obstante, de materializarse alguno de los riesgos señalados; al igual que en otras circunstancias que así lo ameriten, el Órgano Ejecutivo y el BCB en el marco de sus competencias y de manera coordinada, implementarán los instrumentos de política a su disposición con el propósito de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda y, de esta forma, contribuir al desarrollo económico y social.

Con relación al crecimiento de la actividad económica, existen riesgos externos e internos que podrían implicar revisiones a la baja en su proyección, aunque estos están más acotados que en 2017. Entre los riesgos de origen externo se

Gráfico 4.5: 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%

tiene una menor demanda de gas natural por parte de Brasil que cobraría efecto ante el incremento del caudal en sus cuencas y la consecuente sustitución de fuentes de energía termoeléctrica por hidroeléctrica; empero, el bajo nivel de su demanda en 2017 reduce las probabilidades de una caída. Un segundo riesgo externo es la mayor competencia regional para los productos de exportación no tradicionales ante modificaciones arancelarias; sin embargo, la mejora de rendimientos y expansión de superficies lo atenuarían. Entre los riesgos internos están: i) El fenómeno de “La Niña” durante el primer semestre del año con posibles connotaciones negativas sobre la producción agropecuaria y minera; ii) retrasos

en el gasto interno; y iii) paros programados y no programados en la minería mediana.

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 el poder adquisitivo interno de la moneda y, de esta forma, contribuir al desarrollo económico y social de la economía de Bolivia.

Abreviaturas y siglas de utilización frecuente en esta publicación

€	Euro
\$us	Dólares estadounidenses
ANH	Agencia de Hidrocarburos
APS	Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
BID	Banco Internacional de Desarrollo
BBV	Bolsa Boliviana de Valores
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BJA	Bono Juana Azurduy
BM	Banco Mundial
Brexit	Proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea
Bs.	Bolivianos
CAN	Comunidad Andina de Naciones
CAP	Coefficiente de Adecuación Patrimonial
CEA	<i>Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives</i>
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CIN	Crédito Interno Neto
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
CPB	<i>Centraal Planbureau World Trade Monitor</i>
DEG	Derechos Especiales de Giro
DPF	Depósitos a Plazo Fijo
(e)	Dato estimado
E.P. de Bolivia	Estado Plurinacional de Bolivia
EASBA	Empresa Azucarera San Buenaventura
ECEBOL	Empresa Pública Productiva de Cementos Bolivia
EE.UU.	Estados Unidos
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EIF	Entidades de Intermediación Financiera
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
ENATEX	Empresa Pública Nacional Textil
ENDE	Empresa Nacional de Electricidad de Bolivia
EPNE	Empresas Públicas Nacionales Estratégicas
ENVIBOL	Empresa de Envases de Vidrio de Bolivia
FBCF	Formación Bruta de Capital Fijo
FED	Reserva Federal

FGTS	Fondo de Garantía de Tiempo de Servicio
FINPRO	Fondo de Revolución Industrial Productiva
FMI	Fondo Monetario Internacional
FNDR	Fondo Nacional de Desarrollo Regional
Fondo CPVIS	Fondo para Créditos destinados al Sector Productivo y a Vivienda de Interés Social
Fondo RAL	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos
Fondo RAL-ME	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en Moneda Extranjera
FPIEEH	Fondo para la Inversión en Exploración y Explotación de Hidrocarburos
GAD	Gobiernos Autónomos Departamentales
GAM	Gobiernos Autónomos Municipales
GLP	Gas Licuado de Petróleo
GWh	Gigavatio-Hora
IC	Inversión de Cartera
ID	Inversión Directa
IGAE	Índice Global de Actividad Económica
INSA	Instituto del Seguro Agrario
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPC-Núcleo	Índice de Precios al Consumidor excluyendo los alimentos perecederos y los productos cuyos precios son regulados
IPC-Sin alimentos	Índice de Precios al Consumidor excluyendo todos los bienes alimenticios incluidos en la canasta del IPC
IPM	Informe de Política Monetaria
IPPBX	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (Considera cotizaciones internacionales excepto para el gas natural)
INE	Instituto Nacional de Estadística
IT	Impuesto a las Transacciones
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
IVA	Impuesto al Valor Agregado
IVAnd	Impuesto al Valor Agregado no deducible
kW	Kilovatios
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
MDPyEP	Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural
MDRyT	Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
mm	Milímetros
MM	Millones
MMmcd	Millones de Metros Cúbicos Diarios
MN	Moneda Nacional
MW	Megawatt
OAP	Observatorio Agroambiental y Productivo

OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OMC	Organización Mundial del Comercio
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OTF	Onza Troy Fina
(p)	Cifras Preliminares
pb	Puntos básicos o puntos base
PDES	Plan de Desarrollo Económico y Social
PEVD	Programa Electricidad Para Vivir Con Dignidad
PIB	Producto Interno Bruto
PMI	Índice de Gerentes de Compra (<i>Purchasing Managers Index</i>)
PND	Plan Nacional de Desarrollo
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
ROE	Rentabilidad sobre recursos propios
SAFP	Sistema Arancelario de Franjas de Precios
SCIP	Sistema de Captura de Información Periódica
SIN	Sistema Interconectado Nacional
SPNF	Sector Público No Financiero
TCPP	Tipo de Cambio Promedio Ponderado
TGN	Tesoro General de la Nación
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
VIX	Índice de Volatilidad del mercado de opciones PUT de Chicago
WTI	Precio del petróleo West Texas Intermediate
YLB	Yacimientos de Litio Bolivianos
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