

# 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 inflaciones, dando paso al inicio de impulsos monetarios en estos países. Contrariamente 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 proyección<sup>1</sup> (4% y 4,5%). El crecimiento observado 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.

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.

<sup>1</sup> 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.

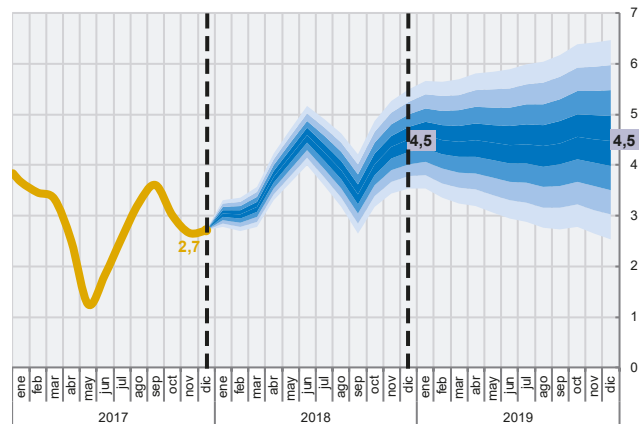
A su vez, los precios internacionales de las materias primas tenderían, en promedio, a estabilizarse en 2018. En el caso del precio del petróleo, si bien se prevé que continúe recuperándose, el incremento sería menor al registrado en 2017. Este resultado, explicaría en parte el menor nivel de inflación 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 de variación 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.