

CAPÍTULO 2

INFLACIÓN
Y POLÍTICAS
DEL BCB

1. INFLACIÓN

En el año 2016, Bolivia registró una inflación de 4,0%, menor al promedio de América del Sur (5,4%, excluyendo Venezuela y Argentina), y se constituyó en la tercera tasa más baja desde 2006, destacando la estabilidad de precios en un contexto de dinamismo de la actividad económica. La inflación al cierre de gestión se situó en el límite inferior del rango de proyección anunciado por el BCB en el IPM de julio de 2016.

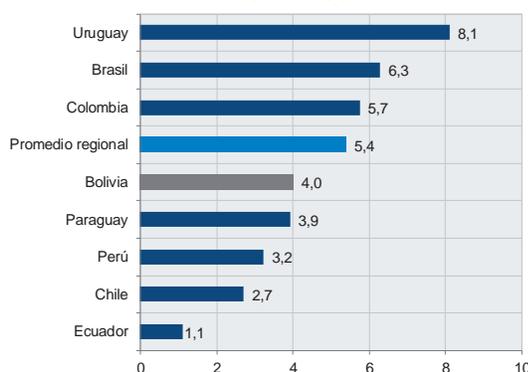
El comportamiento de la inflación estuvo determinado principalmente por la estabilidad cambiaria, que evitó el surgimiento de presiones inflacionarias externas; la corrección de precios de alimentos perecederos afectados por choques de oferta a mediados de año; las expectativas de inflación dentro del rango de proyección anunciado; y la variación moderada de precios de los servicios. Fueron determinantes también las acciones del Órgano Ejecutivo para asegurar la provisión de alimentos en los mercados y las medidas para incrementar la producción agrícola.



1.1. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2016

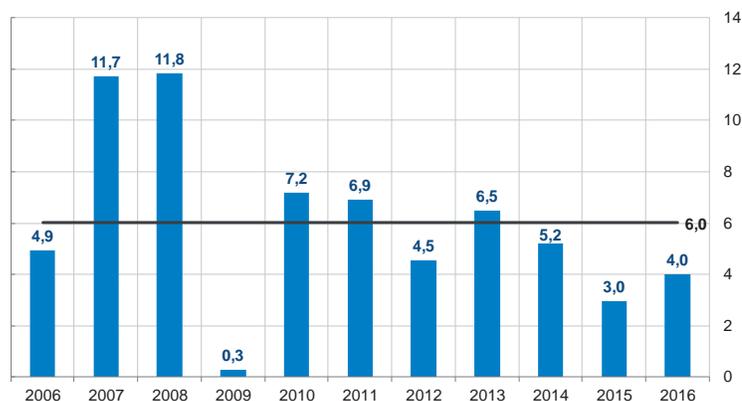
En un entorno de un importante dinamismo económico nacional, en 2016 Bolivia registró una inflación de 4,0%, una de las tasas más bajas de América del Sur (Gráfico 2.1). La inflación fue la tercera más baja desde 2006 y se mantuvo por debajo del promedio entre 2006 y 2016 (Gráfico 2.2). Los principales factores para lograr este resultado fueron la estabilidad cambiaria, la corrección de precios de alimentos perecederos afectados por choques de oferta a mediados de año, las expectativas dentro del rango de proyección anunciado y la evolución moderada de la variación de precios de los servicios.

GRÁFICO 2.1: INFLACIÓN ANUAL EN PAÍSES DE AMÉRICA DEL SUR EN 2016
(En porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Bancos Centrales
 NOTA: El promedio regional toma en cuenta ponderaciones según el tamaño respectivo de las economías seleccionadas. El promedio regional excluye a Venezuela y la Argentina

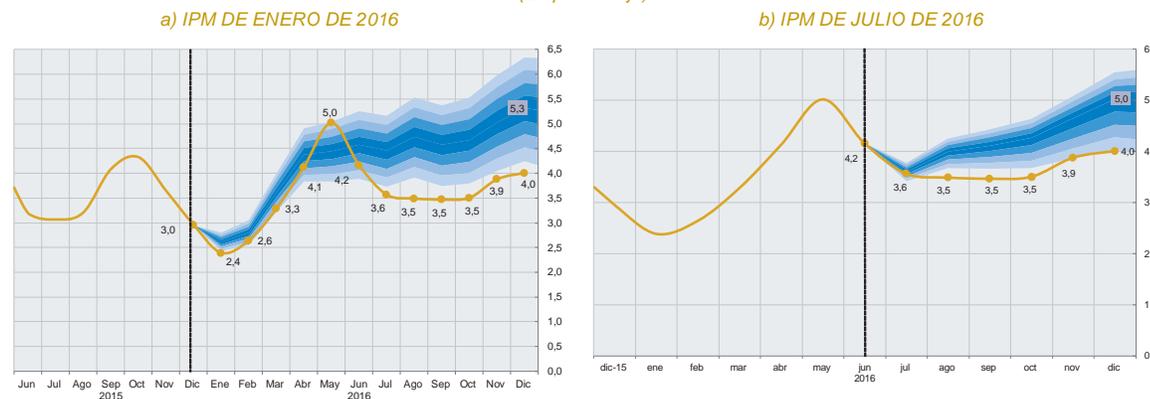
GRÁFICO 2.2: INFLACIÓN ANUAL, PERIODO 2006 – 2016
(En porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 NOTA: El 6% corresponde al promedio de la inflación entre 2006 y 2016

La inflación interanual exhibió un comportamiento acorde con lo proyectado, situándose en el límite inferior del rango de proyección anunciado por el BCB en el IPM de julio de 2016. Cabe mencionar, que el rango de proyección del IPM de enero de 2016 (4,3%–6,3%) fue revisado a la baja en el IPM de julio de 2016 (4,0%–5,5%) debido a que se consideró que existían mayores probabilidades que la inflación termine en niveles por debajo de la proyección base de 5,0% (Gráfico 2.3).

GRÁFICO 2.3: INFLACIÓN ANUAL OBSERVADA Y PROYECTADA
(En porcentaje)

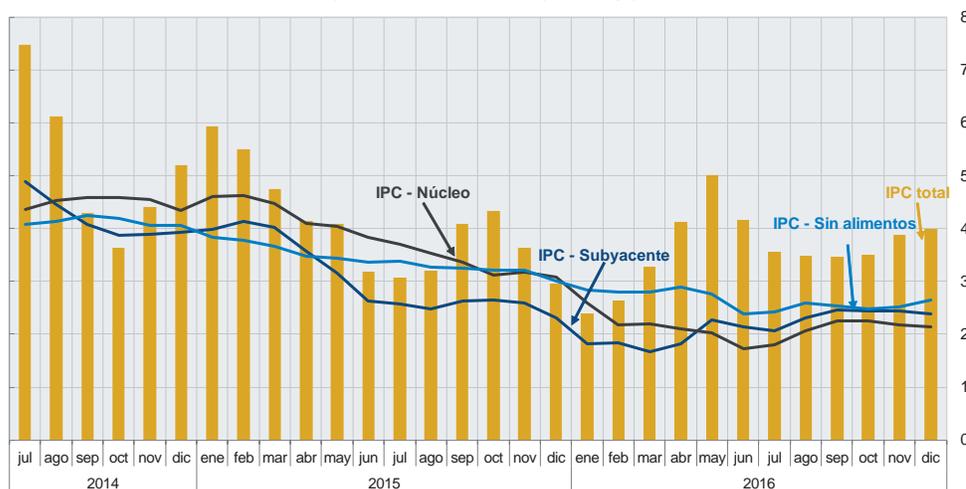


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 NOTA: La línea dorada denota la trayectoria observada de la inflación
 El área refleja la proyección efectuada en los IPM de enero y julio de 2016

1.2. INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA

Los indicadores de tendencia inflacionaria utilizados por el BCB como guía para la toma de decisiones de política, reflejaron una trayectoria estable y por debajo de la inflación total.²⁶ Esto implicó que a lo largo del año no se advirtieron presiones inflacionarias por el lado de la demanda, lo que permitió continuar con la implementación de políticas monetarias y fiscales expansivas. El IPC–Sin alimentos, el IPC–Subyacente y el IPC–Núcleo terminaron la gestión con variaciones interanuales en torno a 2,5% (Gráfico 2.4).

GRÁFICO 2.4: INFLACIÓN TOTAL, NÚCLEO, SUBYACENTE Y SIN ALIMENTOS
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

1.3. INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC

La mayoría de las divisiones del Índice de Precios al Consumidor (IPC) presentaron un comportamiento estable, sólo se observaron incrementos en segmentos específicos. De las doce divisiones que componen la canasta básica del IPC, nueve mostraron tasas acumuladas inferiores a las del IPC total. Por el contrario, las tres que tuvieron las mayores incidencias anuales fueron Alimentos y bebidas no alcohólicas, debido al

²⁶ Los indicadores de tendencia inflacionaria reflejan con mayor precisión el incremento generalizado y continuo del nivel de precios. En el BCB se calculan los siguientes indicadores: el IPC–Núcleo que 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–Subyacente quita los cinco artículos con las mayores variaciones mensuales positivas y los cinco con mayores variaciones negativas, por ciudades capitales; además de los bienes cuyos precios varían por factores estacionales. Finalmente, el IPC–Sin alimentos descarta todos los bienes alimenticios.

incremento de precios de un grupo de alimentos perecederos ocasionado por fenómenos climáticos adversos; Vivienda, servicios básicos y combustibles, a raíz del aumento del alquiler de vivienda; y Transporte, a causa del reajuste de tarifas de transporte público urbano en la ciudad de La Paz a inicios de año (Cuadro 2.1).

CUADRO 2.1: INFLACIÓN POR DIVISIONES DEL IPC
(En porcentaje y puntos porcentuales)

	2015	2016	
	Variación (%)	Variación (%)	Incidencia (pp)
IPC GENERAL	3,0	4,0	
Alimentos y bebidas no alcohólicas	2,2	6,9	2,22
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,1	2,2	0,02
Prendas de vestir y calzados	1,3	0,2	0,01
Vivienda, servicios básicos y combustibles	4,8	4,0	0,41
Muebles, artículos y servicios domésticos	3,4	2,8	0,20
Salud	6,2	4,5	0,12
Transporte	2,4	3,7	0,38
Comunicaciones	1,9	1,7	0,03
Recreación y cultura	0,6	-0,6	-0,03
Educación	4,5	4,6	0,19
Restaurantes y hoteles	4,5	2,6	0,37
Bienes y servicios diversos	2,0	1,3	0,08

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

Analizando por ítems, se observa que cinco de éstos representaron alrededor del 52% de la inflación total. La papa y el tomate mostraron las mayores incidencias con 0,81pp y 0,67pp, respectivamente (Cuadro 2.2). Posteriormente se situaron los servicios de alquiler de vivienda (0,23pp), empleada doméstica (0,19pp) y transporte en minibús (0,19pp). Por el contrario, los que reflejaron las mayores incidencias negativas fueron vegetales (cebolla y zanahoria) y bienes (televisor, calzado y detergente en polvo).

CUADRO 2.2: ARTÍCULOS CON MAYOR INCIDENCIA INFLACIONARIA EN 2016
(En porcentaje y puntos porcentuales)

Artículos	Variación (%)	Incidencia (pp)
Mayor incidencia positiva		2,09
Papa	28,1	0,81
Tomate	33,3	0,67
Alquiler de la vivienda	5,5	0,23
Empleada domestica	7,7	0,19
Servicio de transporte en Minibús	10,7	0,19
Mayor incidencia negativa		-0,24
Cebolla entera	-10,2	-0,11
Televisor	-18,1	-0,05
Zanahoria	-6,6	-0,04
Calzado (Mujer/hombre)	-4,2	-0,02
Detergente en polvo	-2,0	-0,01
Incidencia acumulada de los cinco artículos más inflacionarios (pp)		2,09
Inflación acumulada a diciembre 2016 (%)		4,0
Participación de los cinco artículos más inflacionarios		52%

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

1.4. INFLACIÓN POR CIUDADES

Las mayores tasas de inflación acumuladas se advirtieron en las ciudades situadas en el sur y los valles (Tarija, Potosí, Sucre y Cochabamba) donde se sintió con mayor fuerza los efectos adversos de las sequías sobre la producción agropecuaria de la región. Por el contrario, en las ciudades de los llanos (Cobija, Trinidad y Santa Cruz) se registraron las menores variaciones de precios debido a buena oferta interna y externa de diversos productos (Cuadro 2.3).

CUADRO 2.3: INFLACIÓN ANUAL POR CIUDADES
(En porcentaje)

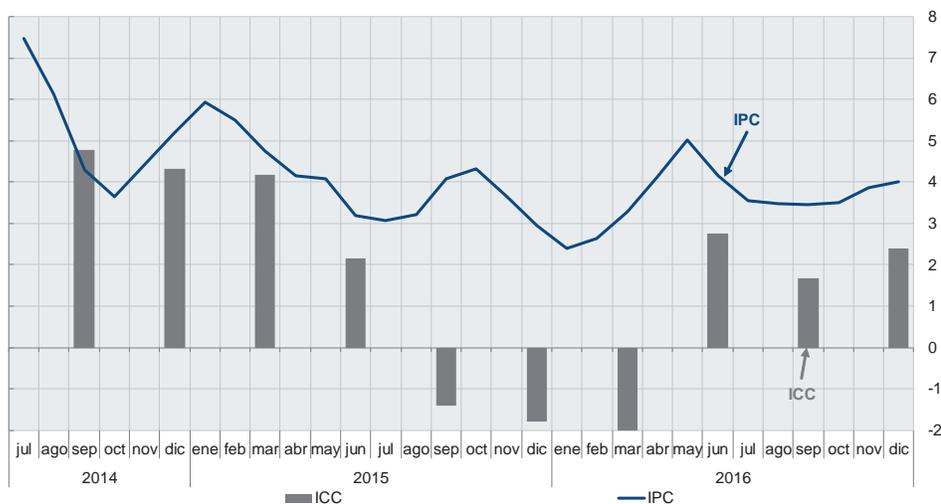
	2015	2016
Bolivia	3,0	4,0
Cobija	-0,5	0,8
Trinidad	3,0	1,5
Santa Cruz	1,4	2,7
Oruro	1,8	3,5
La Paz	4,6	4,6
Cochabamba	4,1	4,9
Sucre	3,0	4,9
Potosí	1,2	5,7
Tarija	1,7	7,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

1.5. ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN

Entre otros indicadores que pueden dar información adicional sobre el comportamiento de los precios está el Índice de Costos de Construcción (ICC), que recopila los costos de diferentes insumos (materiales, alquiler de maquinaria y mano de obra) utilizados en el sector de la construcción. La evolución de las cotizaciones de algunos de estos insumos tiene relación directa con ciertos ítems incluidos en el IPC.²⁷ El ICC presentó variaciones interanuales positivas los últimos trimestres del año, impulsados principalmente por un incremento de los costos de la mano de obra (Gráfico 2.5).

GRÁFICO 2.5: IPC E ICC
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

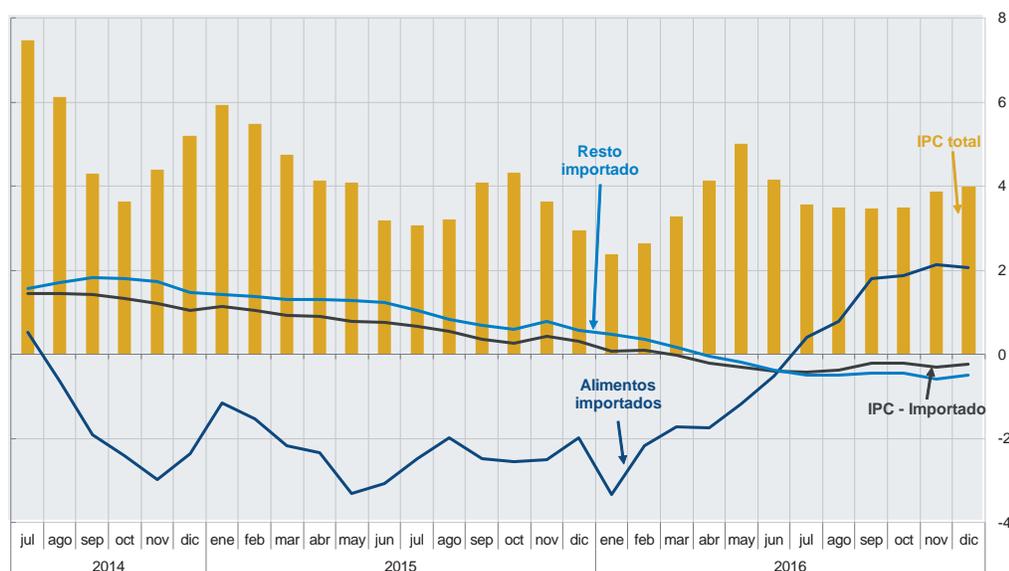
1.6. FACTORES QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

1.6.1. ESTABILIDAD CAMBIARIA

El mantener estable el tipo de cambio nominal contribuyó a prevenir el surgimiento de presiones inflacionarias externas, constituyéndose en uno de los principales determinantes de la estabilidad de los precios internos. En esta línea, la variación interanual del IPC–Importado llegó a registrar tasas negativas a partir del segundo trimestre del año (Gráfico 2.6). Resultado opuesto a lo observado en otras economías de la región con régimen cambiario flexible, en las que se dio una elevada volatilidad cambiaria que se trasladó a los precios domésticos, llevando a que sus tasas de inflación superen sus metas.

²⁷ Específicamente el conjunto de bienes y servicios que se incluyen en ambos indicadores son: cemento, ladrillos, pintura, servicio de albañilería, entre otros.

GRÁFICO 2.6: INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN IMPORTADA POR COMPONENTES
(Variación interanual, en porcentaje)



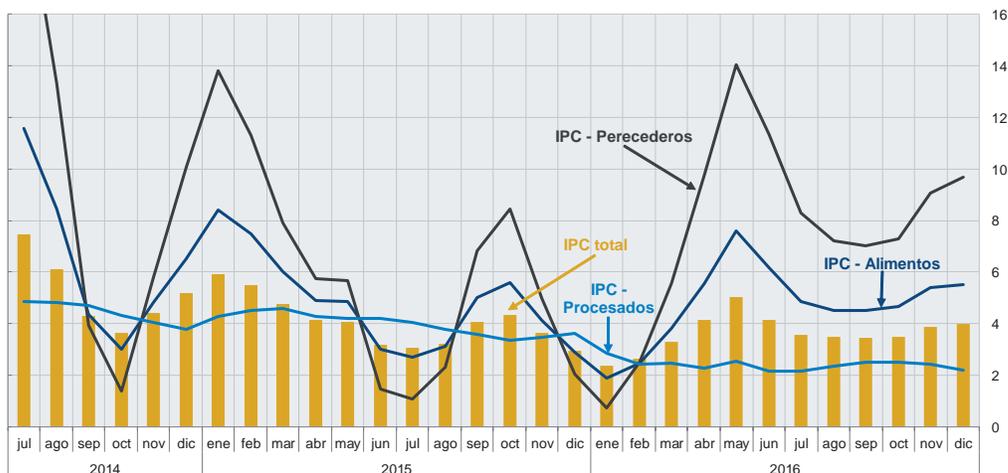
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
 NOTA: Los ítems que se muestran corresponden sólo a productos importados del IPC

Analizando los subcomponentes de la inflación importada, se advirtió que desde mediados de año los alimentos presentaron tasas de inflación positivas (aspecto no observado en cerca de dos años), estabilizándose en torno a una tasa de 2% a partir del mes de septiembre. Por otro lado, el resto de ítems importados (bienes durables, prendas de vestir, cosméticos, entre otros) presentaron variaciones de precios negativas.

1.6.2. CORRECCIONES DE PRECIOS DE ALIMENTOS PERECEDEROS AFECTADOS POR CHOQUES DE OFERTA

Durante el primer semestre, se advirtió un repunte los precios de alimentos perecederos, que se centró en unos cuantos productos con alta ponderación en el IPC (principalmente el tomate) que se vieron afectados por diversos choques de oferta (fenómenos climáticos adversos, plagas y actividades especulativas) que afectaron su provisión en los mercados nacionales. Este incremento se corrigió rápidamente durante el segundo semestre a medida que se normalizaba su producción y distribución de estos alimentos. Sin embargo, en el último bimestre nuevamente surgieron alzas de precios en algunos productos, aunque en menor magnitud, concretamente los precios especialmente de la papa y el tomate a causa de choques de oferta. Por su parte los precios de alimentos procesados siguieron una trayectoria estable, con variaciones interanuales que superaron ligeramente la tasa de 2,0% (Gráfico 2.7).

GRÁFICO 2.7: INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN DE ALIMENTOS SEGÚN SU TIPO
(Variación interanual, en porcentaje)

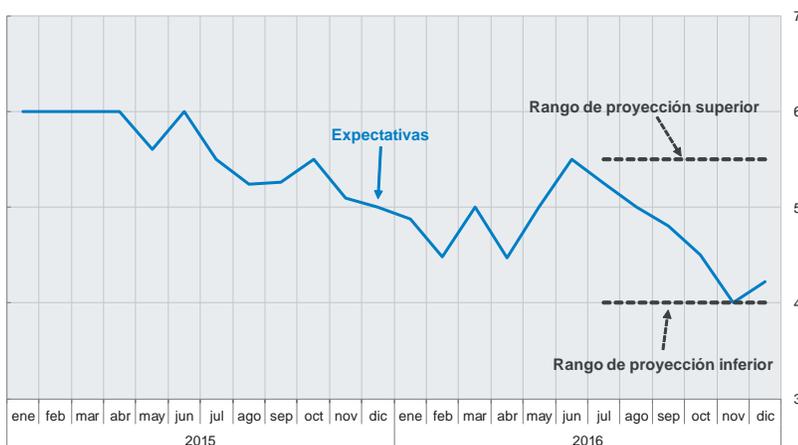


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

1.6.3. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DENTRO DEL RANGO DE PROYECCIÓN

Las expectativas de inflación de la población reflejaron una tendencia a la baja durante el segundo semestre, manteniéndose dentro el rango de proyección anunciado por el BCB en los IPM de enero (entre 4,3% y 6,3%) y julio 2016 (entre 4,0% y 5,5%). En términos generales, este comportamiento estuvo en línea con la estabilidad de la inflación observada (Gráfico 2.8).²⁸

GRÁFICO 2.8: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A FIN DE 2016
(En porcentaje)



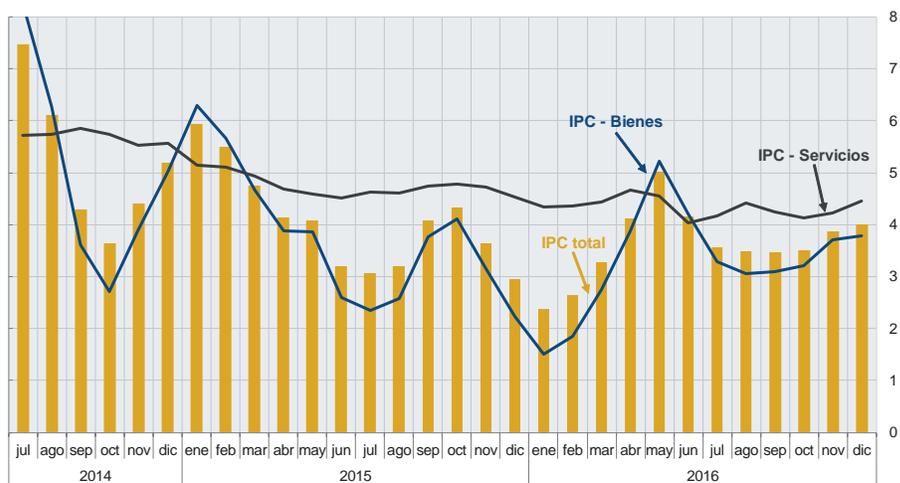
FUENTE: Banco Central de Bolivia

1.6.4. EVOLUCIÓN MODERADA DE LA VARIACIÓN DE PRECIOS DE LOS SERVICIOS

La variación interanual del IPC–Servicios reflejó una trayectoria estable, especialmente desde mediados de año. Dentro de este grupo, los que tuvieron mayor incidencia fueron alquiler de vivienda, empleada doméstica, transporte público urbano, educación y los pertenecientes al sector salud (Gráfico 2.9).

²⁸ Para la elaboración de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del BCB se considera una muestra conformada por ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

GRÁFICO 2.9: INFLACIÓN TOTAL Y DE SERVICIOS
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística



2. POLÍTICA MONETARIA

En 2016, las autoridades nacionales decidieron mantener las políticas contracíclicas dirigidas a sostener el dinamismo de la actividad económica y los programas de protección social frente a un contexto internacional adverso. En este sentido, precautelando la estabilidad de precios, la orientación de la política monetaria continuó siendo expansiva desde mediados de 2014, manteniendo elevados niveles de liquidez y tasas de títulos públicos cercanos a cero, apoyando las disposiciones regulatorias, en el marco de la Ley de Servicios Financieros, lo cual se tradujo en un mayor dinamismo del crédito otorgado por el sistema financiero al sector privado. El crédito se concentró principalmente en el sector productivo y de vivienda de interés social en el marco de la mencionada Ley.

De acuerdo a la decisión de sostener el dinamismo de la actividad económica, en 2016 el BCB mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria iniciada a mediados de 2014. Preservando la estabilidad de precios, el ente emisor precauteló el mantenimiento de altos niveles de liquidez y tasas de títulos públicos cercanas a cero, lo que permitió apoyar el dinamismo del crédito del sistema financiero, principalmente el dirigido al sector productivo y de vivienda de interés social, en línea con lo dispuesto en la Ley de Servicios Financieros. Para ello, redujo las colocaciones semanales de títulos de regulación monetaria, ejerció en mayo la opción de redención anticipada de títulos reclamables y no se renovó en el mes de julio los Depósitos Especiales de Regulación Monetaria (DERM) constituidos en febrero. El encaje legal también contribuyó a la orientación expansiva de la política monetaria, habiéndose mantenido las modificaciones que posibilitan el uso de fondos en custodia para la constitución de hasta el 50% del encaje requerido en efectivo.

De esta manera, los impulsos monetarios contribuyeron a apuntalar el crédito otorgado por el sistema financiero y el ritmo de crecimiento de la actividad económica. El flujo de crédito acumulado otorgado al sector privado hasta finales de diciembre de 2016 alcanzó a Bs17.109 millones, monto similar al récord histórico de 2015 (Bs17.258 millones). Si se incluye a las Instituciones Financieras de Desarrollo (IFD) que entraron al ámbito de supervisión de la ASFI desde diciembre de 2016, el flujo de crédito habría alcanzado a Bs20.878 millones.

2.1. PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO

En 2016 Bolivia habría alcanzado el mayor crecimiento económico de América del Sur (4,3%) y una de las tasas de inflación más bajas de la región (4,0%), resultado en buena medida de las políticas contracíclicas dirigidas a sostener el dinamismo de la actividad económica y la lucha contra la pobreza, preservando la estabilidad de precios, en el marco de la “Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2016” suscrita entre las máximas autoridades del MEFP y BCB. En este sentido, una política fiscal de elevada inversión pública y una política monetaria expansiva que mantuvo altos niveles de liquidez y bajas tasas de interés, coadyuvaron a alcanzar los resultados mencionados. Los mismos que son destacables en el contexto regional y acordes a los objetivos esperados, considerando el entorno externo desfavorable caracterizado por una disminución más pronunciada del precio del petróleo y los efectos de menores precipitaciones pluviales a consecuencia de la presencia del fenómeno de El Niño en la mayor parte del territorio nacional.

El contexto externo más desfavorable se reflejó en una disminución de las Reservas Internacionales Netas (RIN) prevista en el Programa Financiero (Cuadro 2.4). En este sentido, hubo la necesidad de generar mayores impulsos internos que permitieran sostener el crecimiento económico con la cautela de no originar presiones inflacionarias. Éstos se observaron en el comportamiento del Crédito Interno Neto del BCB (CIN) y del Financiamiento Interno al Sector Público cuyas expansiones superaron a sus metas.

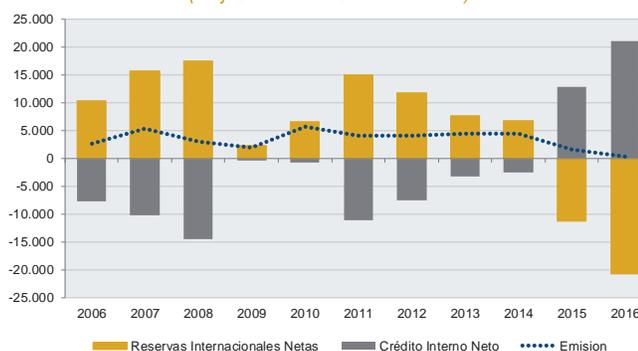
CUADRO 2.4: PROGRAMA FINANCIERO 2016
(Flujos en millones)

	Moneda	Meta		Margen (+)
		Acordada	Ejecución	Desvío (-)
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	15.533	15.364	168
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	5.922	10.799	-4.877
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto total	Bs	11.579	21.117	-9.538
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs	10.920	10.679	241
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	-1.055	-3.046	-1.991

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 NOTA: Las cifras de RIN corresponden a la variación que registra la balanza de pagos, la misma que se obtiene de las transacciones valoradas al precio de mercado de la fecha de operación; con el propósito de excluir variaciones originadas en movimientos cambiarios o de precios que no corresponden a transacciones reales
 (p) Cifras ejecutadas preliminares

Al igual que en la gestión anterior, en 2016 las cuentas monetarias mostraron un incremento del CIN del BCB en mayor medida que la disminución de las RIN, implicando un crecimiento moderado de la emisión monetaria (Gráfico 2.10).²⁹

GRÁFICO 2.10: EVOLUCIÓN ANUAL DEL CIN Y RIN
(Flujos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Al interior del CIN, el Crédito Interno Neto al SPNF se expandió en menor medida que en la gestión 2015 debido a la disminución del déficit (Cuadro 2.5), mientras que el crédito neto al sector financiero registró un fuerte incremento y se efectivizó mediante el uso de recursos que las EIF mantenían en el BCB, los mismos que fueron canalizados principalmente al crédito al sector privado no financiero incentivando una mayor inversión y consumo con implicaciones positivas en la actividad económica. Asimismo, de manera indirecta la expansión anterior se generó también por operaciones del SPNF, ya que parte de los recursos utilizados por inversionistas institucionales para adquirir títulos del TGN, provinieron de depósitos que éstos mantenían en las EIF.

CUADRO 2.5: BALANCE MONETARIO 2016
(Flujos en millones de bolivianos)

	2014	2015	2016
EMISIÓN	4.371	1.552	222
CRÉDITO INTERNO NETO	-2.023	12.665	21.117
SECTOR PÚBLICO	4.204	13.314	9.744
SECTOR FINANCIERO	-6.795	-646	11.819
d/c Regulación Monetaria	-5.881	8.753	3.231
OTROS*	568	-4	-446
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	6.394	-11.113	-20.896
(En millones de dólares estadounidenses)	932	-1.620	-3.046

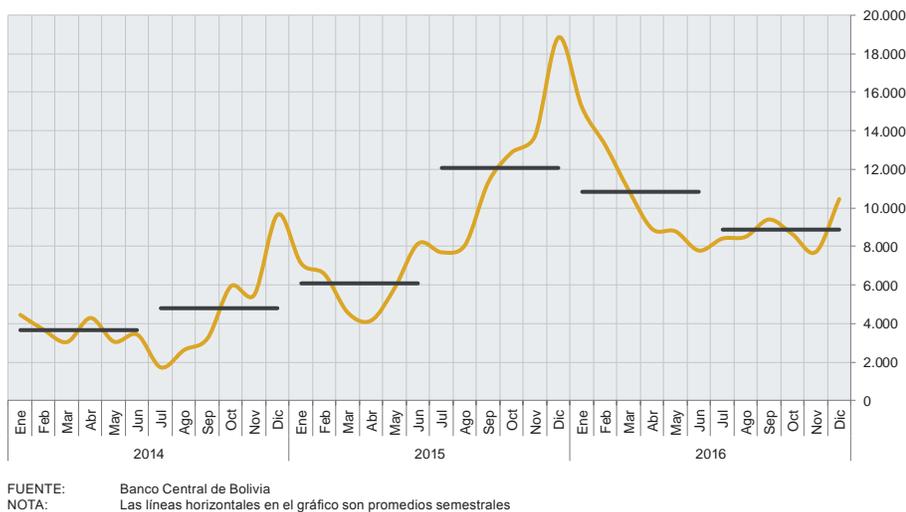
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 NOTA: Las cifras de RIN corresponden a la variación que registra la balanza de pagos, la misma que se obtiene de las transacciones valoradas al precio de mercado de la fecha de operación; con el propósito de excluir variaciones originadas en movimientos cambiarios o de precios que no corresponden a transacciones reales
 (*) Incluye obligaciones de mediano y largo plazo del BCB

²⁹ Este comportamiento, que fue parecido al de 2015, contrastó con el observado en el periodo 2006-2014 cuando los ingresos externos generaron incrementos de las RIN que en parte fueron ahorrados, lo que se reflejó en una disminución del CIN.

Capítulo 2

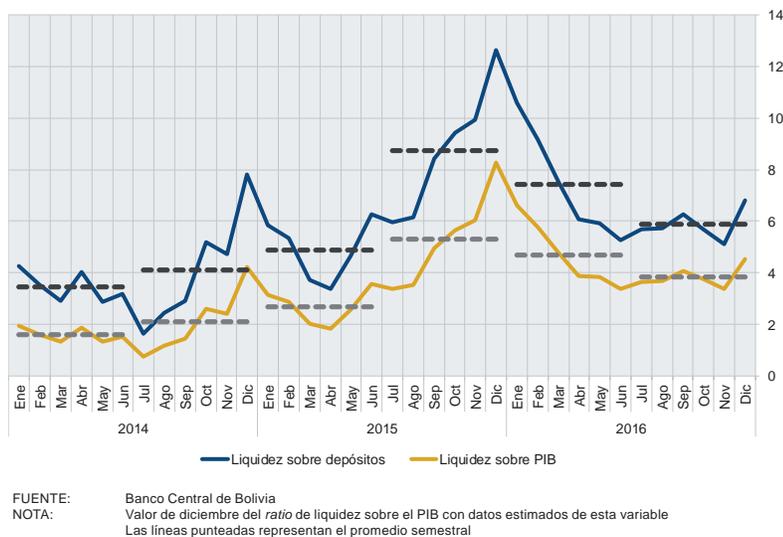
La liquidez se mantuvo en niveles elevados producto de las acciones de regulación monetaria. Después de alcanzar un récord histórico en diciembre de 2015, la liquidez descendió en el primer semestre de 2016 situándose en promedio en Bs10.818 millones; en este período el BCB reguló los excedentes excepcionales observados, precautelando que se mantenga el dinamismo del crédito otorgado por el sistema financiero. En el segundo semestre, la liquidez se mantuvo en niveles elevados alcanzando en promedio a Bs8.861 millones, explicados en buena medida por las inyecciones de liquidez realizadas por el Ente Emisor (Gráfico 2.11).

GRÁFICO 2.11: LIQUIDEZ
(Millones de bolivianos)



En el mismo sentido, los *ratios* de liquidez sobre depósitos del público en el Sistema Financiero y en términos del PIB se mantuvieron muy por encima que en similares períodos de gestiones anteriores (Gráfico 2.12). De esta manera, utilizando distintas medidas, se puede observar que la liquidez se mantuvo en niveles elevados durante 2016.

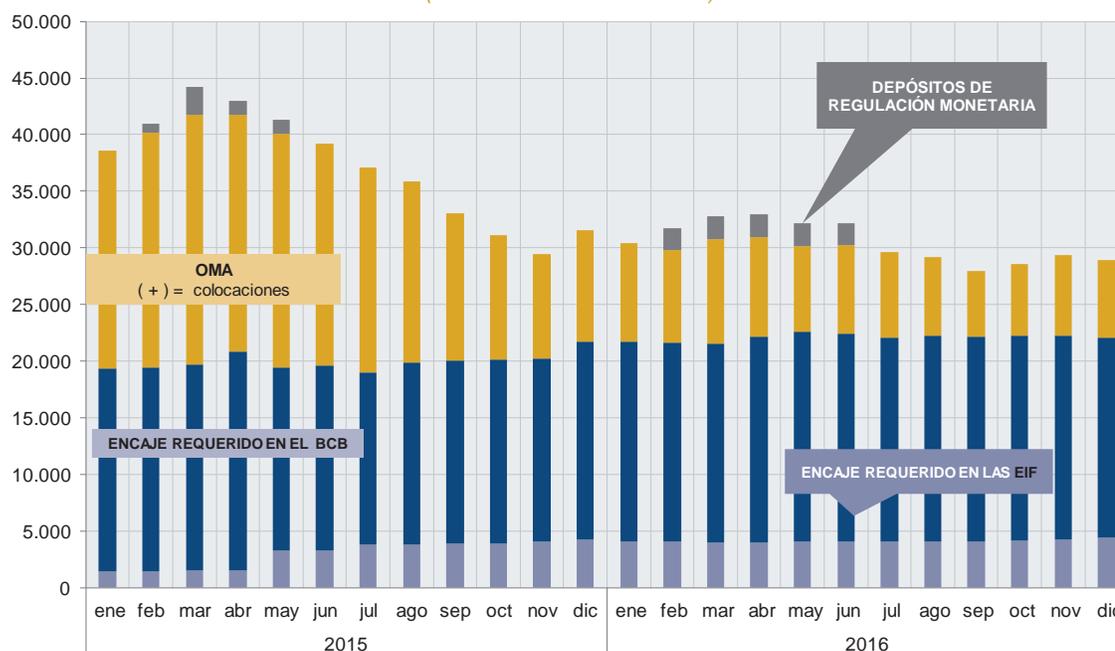
GRÁFICO 2.12: RATIOS DE LIQUIDEZ
(En porcentaje)



2.2. INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria heterodoxa aplicada en Bolivia permite al BCB realizar operaciones de regulación monetaria a través de diferentes instrumentos y mecanismos con el propósito de expandir o contraer la liquidez del sistema financiero. En 2016, el BCB instrumentó las operaciones de mercado abierto a través de la emisión de valores con y sin opción de rescate anticipado colocados en subasta y mesa de dinero, el ejercicio de la opción de rescate anticipado de valores reclamables, la oferta del Depósito Especial de Regulación Monetaria (DERM) y la venta directa de valores a personas naturales. Asimismo, completó los ajustes en el encaje legal requerido³⁰ y continuó proveyendo préstamos de liquidez a través de créditos con garantía del Fondo RAL. La política monetaria expansiva se reflejó en la disminución del saldo de regulación monetaria total, que pasó de Bs31.552 millones en diciembre de 2015 a Bs28.703 millones a fines de 2016 (Gráfico 2.13).³¹

GRÁFICO 2.13: REGULACIÓN MONETARIA
(Saldos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Preservando que la liquidez se mantenga en niveles elevados pero sin grandes fluctuaciones, el BCB realizó operaciones de contracción y expansión. En el primer trimestre, con el objetivo de regular liquidez estacional, el BCB efectuó la tercera oferta de DERM cuyo vencimiento inyectó liquidez en el mes de julio. En el segundo trimestre, ejecutó en dos oportunidades la opción de rescate anticipado de los valores reclamables colocados previamente contribuyendo a un incremento de la liquidez. Posteriormente, en el último trimestre, aumentó la oferta de títulos públicos que se tradujo en una mayor colocación neta de valores acompañado de un incremento gradual de las tasas de adjudicación, esto con el objeto de regular el incremento estacional de la liquidez y de reconstituir los saldos de valores de regulación monetaria. Asimismo, en diciembre, por sexto año consecutivo realizó ventas de bonos “BCB Navideño” brindando a la población una opción atractiva de ahorro (Cuadro 2.6). Por otra parte, mantuvo las tasas de encaje legal requerido y continuó otorgando recursos al sistema financiero a través de créditos a corto plazo mediante operaciones de reporto y créditos con garantía del Fondo RAL.

30 En agosto de 2016 concluyó el incremento gradual de encaje requerido por depósitos en ME. En 2016 continuó aplicándose la opción que las EIF tienen para constituir en su caja hasta el 50% del encaje requerido en efectivo en MN.

31 Monto expresado en valor descontado a tipo de cambio fijo.

CUADRO 2.6: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA
(Flujos en millones de bolivianos)

	Ene-Mar	Abr-Jun	Jul-Sep	Oct-Dic	2016
Títulos 'D', subasta y mesa de dinero	837	1.366	1.550	-648	3.105
BCB-directo (a personas naturales)	-215	49	508	-477	-136
DERM	-2.000		2.000		
Encaje legal requerido (ER)	127	-823	195	169	-333
Prestamos de liquidez (*)	107	-112	1	217	213
TOTAL	-1.145	480	4.254	-740	2.849

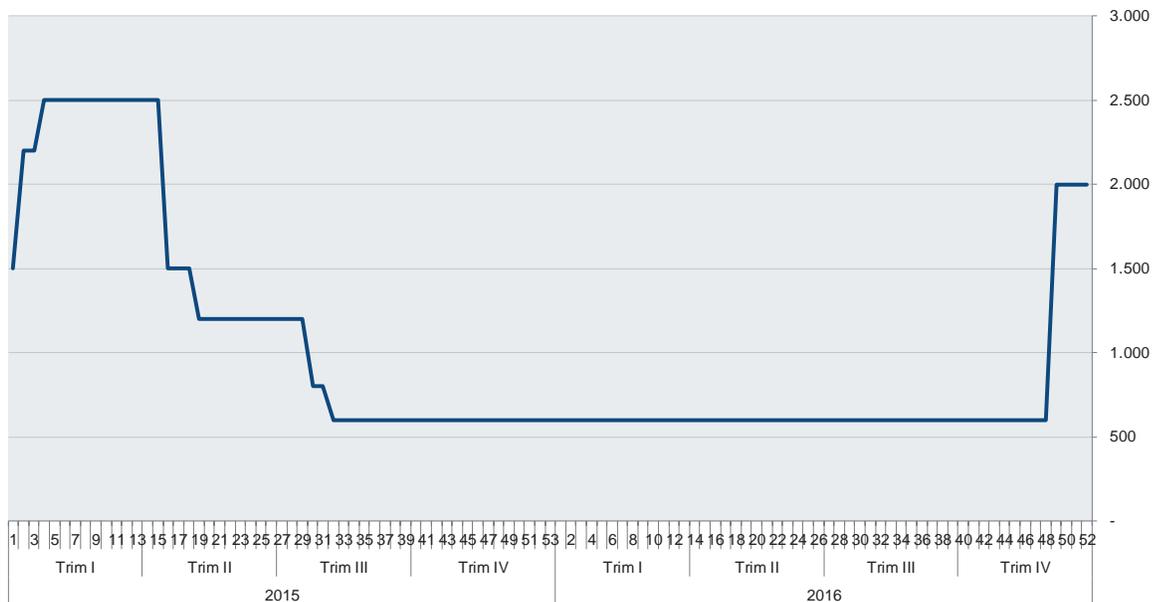
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 NOTA: (*) Incluye operaciones de reporto del BCB y créditos de corto plazo con garantía del Fondo RAL. El signo negativo implica contracción de la liquidez

2.2.1. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Acorde a la orientación expansiva de la política monetaria, en 2016 se registraron redenciones netas de títulos. Los vencimientos fueron significativamente mayores a las colocaciones realizadas, destacándose las redenciones netas en OMA en los tres primeros trimestres del año (Cuadro 2.6). Las colocaciones brutas eventualmente realizadas, se efectuaron sin generar aumentos pronunciados de tasas de interés y manteniendo niveles elevados de liquidez; sólo en algunas etapas del año se validaron aumentos leves de las tasas como medida para regular incrementos sustanciales de la liquidez y recuperar espacios para la política monetaria. Este es el caso del último trimestre con colocaciones netas y elevaciones graduales de tasas.

La oferta de títulos en subasta se mantuvo en Bs600 millones desde el inicio de la fase expansiva hasta la subasta 49, cuando fue incrementada a Bs2.000 millones para absorber incrementos estacionales de la liquidez (Gráfico 2.14). Su estructura de plazos también fue modificada a fin de reinyectar la liquidez en periodos cuando ésta descende estacionalmente (Cuadro 2.7).³²

GRÁFICO 2.14: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN SUBASTA
(En millones de Bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

³² En la última reunión de noviembre del COMA, se decidió aumentar la oferta en el plazo de 91 días, 182 días, 273 días y 1 año.

CUADRO 2.7: OFERTA SEMANAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA
(En millones de Bolivianos)

Plazos	2015	2016			
	Dic	I-Trim	II-Trim	III-Trim	IV-Trim
91 días			150	150	200
182 días	120	250	250	150	800
273 días	150	200	100	150	600
1 año	200	150	100	150	400
2 años	130				
Oferta total	600	600	600	600	2.000

FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTA: Corresponde a la oferta de la última semana de cada trimestre

Los valores con opción de rescate anticipado emitidos con fines de regulación monetaria desde diciembre de 2015, le otorgaron al BCB una opción adicional para mejorar su capacidad de inyectar liquidez a la economía cuando es requerido. Durante el segundo trimestre de 2016, la coyuntura económica observada hizo necesaria la inyección de mayores volúmenes de liquidez al sistema financiero, motivo por el cual el Ente Emisor determinó rescatar anticipadamente valores reclamables cuyo periodo de protección había concluido.³³ Se efectuaron rescates anticipados en dos ocasiones. En la primera, por un monto total de Bs480 millones, que fueron inyectados el 12 de mayo de 2016. En la segunda ocasión, por un monto de Bs431 millones y fueron efectivizados el 23 de mayo de 2016.³⁴ Así, en el segundo trimestre de 2016, la inyección efectuada a través del rescate anticipado de letras reclamables del BCB ascendió a un total de Bs911 millones, y tuvo por objetivo inyectar recursos líquidos al sistema financiero que permitió mantener los fondos prestables de las EIF en niveles adecuados.

2.2.2. VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS A PERSONAS NATURALES

Un aspecto que distingue la heterodoxia de la política monetaria en Bolivia es la democratización de los valores ofrecidos por el BCB. En efecto, el BCB realiza la venta directa de valores a personas naturales ofreciendo rendimientos atractivos, lo que fortalece el mecanismo de transmisión de las tasas de interés de política monetaria a las tasas pasivas del sistema financiero.

Los Bonos “BCB Directo” y “BCB Navideño” emitidos con tasas de interés mayores a las del mercado son ofrecidos en ciudades capitales, ciudades intermedias, ciudades menores y centros poblados, a través de las agencias y sucursales del Banco Unión S.A. y del Sistema de Venta Directa de Valores por Internet que se encuentra disponible 24 horas al día, 7 días a la semana. En la ciudad de La Paz, estos valores pueden ser adquiridos también en oficinas del BCB.

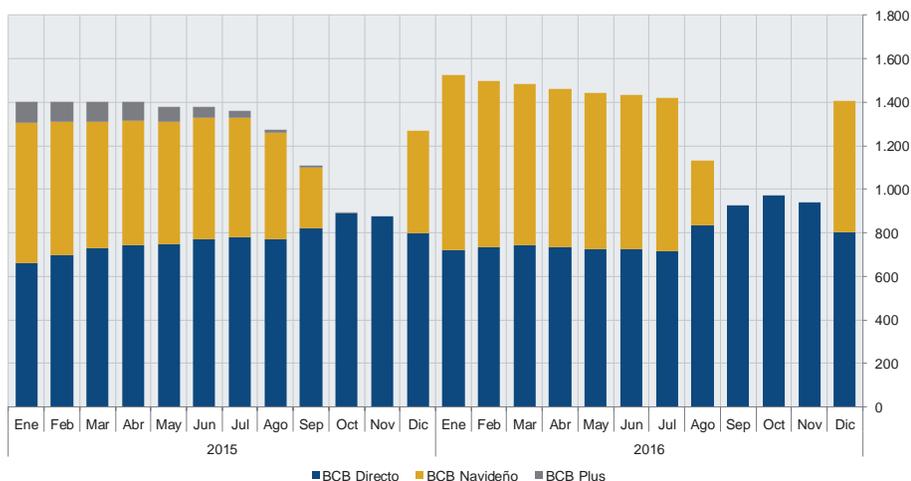
En 2016, este instrumento acompañó la orientación de la política monetaria. La mayor parte del año (entre febrero y septiembre) la redención neta de los títulos directos implicó inyección de recursos. Sin embargo, la emisión del Bono Navideño implicó contracciones de liquidez en el último mes del año, por lo que el saldo de los valores de venta directa (BCB Directo y BCB Navideño) alcanzó a Bs1.405 millones a fines de 2016 (Gráfico 2.15).³⁵

³³ Los valores del BCB con opción de rescate anticipado tienen un periodo de protección de 91 días, posterior a este periodo la autoridad monetaria puede ejercer la opción de rescate a precio de curva, en cualquier momento durante la vigencia del valor.

³⁴ Las series de los valores que fueron rescatados devengaron intereses hasta la fecha fijada para su rescate anticipado, es decir, los rescates se efectuaron a precio de curva de la fecha del rescate.

³⁵ Saldo a valor nominal.

GRÁFICO 2.15: TÍTULOS DIRECTOS
(Saldos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

La autoridad monetaria mantuvo las tasas de rendimiento del bono “BCB Directo” en 3,75%, 4,50% y 6,00%, en los plazos de 91, 182 y 364 días, respectivamente. Asimismo, el límite máximo de compra por persona se mantuvo invariable en 100 títulos, equivalente a Bs100.000. Las colocaciones del bono “BCB Directo” al cierre de la gestión llegaron a Bs1.152 millones.

De manera similar a la gestión pasada, destacó la emisión del bono “BCB Navideño” ofrecido a la población a partir del 2 de diciembre de 2016 hasta el 31 de enero de 2017 con un rendimiento del 7% anual a plazos referenciales de 63 y 245 días. El límite máximo de compra de este instrumento por persona fue establecido en Bs250.000, 50 títulos por encima del límite permitido en 2015. Las colocaciones netas del bono “BCB Navideño” al cierre del año llegaron a Bs605 millones (Cuadro 2.8). Se destaca que este bono permite regular la liquidez estacional de fines y principios de año, al mismo tiempo que promueven el ahorro y contribuyen a redireccionar el consumo de bienes importados a bienes nacionales, de acuerdo con las características de la demanda en las fechas de emisión y de redención.

CUADRO 2.8: VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS
(Saldos en millones de bolivianos)

MES	BCB Directo	BCB Navideño	Total
Diciembre-2015	798	471	1.269
Enero	722	803	1.525
Febrero	733	764	1.497
Marzo	745	739	1.484
Abril	736	726	1.462
Mayo	728	718	1.445
Junio	725	710	1.435
Julio	716	702	1.418
Agosto	837	295	1.131
Septiembre	927	0	927
Octubre	973	0	973
Noviembre	939	0	939
Diciembre-2016	803	602	1.405

FUENTE: Banco Central de Bolivia

Durante 2016, el número de compradores de valores de venta directa fue de 45.862, superior en 1% al de la gestión pasada (45.318), habiendo sido el plazo de mayor preferencia el de 364 días.³⁶ Las ventas del Agente Colocador a nivel nacional representaron el 81% (Bs1.709 millones) de las colocaciones totales en 2016 (Bs2.098 millones) llegando a todos los departamentos del país. El Departamento con mayor colocación fue

³⁶ El número de compradores o clientes suma a las personas atendidas, sin descontar aquellos que adquieren valores en repetidas ocasiones o aquellas que realizaron operaciones mancomunadas.

La Paz (63%), seguido de Cochabamba (14%) y Santa Cruz (7%; Cuadro 2.9). Es de destacar el crecimiento de las colocaciones en municipios considerados como centros poblados, pasando de Bs332.000 en 2015 a Bs6 millones en 2016.

CUADRO 2.9: COLOCACIONES BRUTAS Y CANTIDAD DE CLIENTES DE BONOS BCB A NIVEL NACIONAL POR COLOCADOR
(En millones de bolivianos y número de clientes)

Departamento	Monto		Clientes		Total	
	BCB	Agente Colocador	BCB	Agente Colocador	Monto	Clientes
La Paz	388	935	8.562	20.785	1.324	29.347
Cochabamba		288		6.558	288	6.558
Santa Cruz		157		2.926	157	2.926
Oruro		101		2.245	101	2.245
Potosí		86		1.872	86	1.872
Chuquisaca		66		1.357	66	1.357
Tarija		64		1.309	64	1.309
Beni		11		214	11	214
Pando		2		34	2	34
Total	388	1.709	8.562	37.300	2.098	45.862

FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.3. DEPÓSITOS ESPECIALES DE REGULACIÓN MONETARIA

Los DERM son depósitos remunerados que las EIF pueden realizar voluntariamente en el BCB. De esta manera, el ente emisor regula volúmenes importantes de liquidez de forma inmediata y puede generar vencimientos en el corto plazo de acuerdo a los requerimientos de la economía. Los recursos constituidos son inmovilizados, por tanto, no pueden ser utilizados por las EIF para el cumplimiento de los requerimientos de encaje legal, ni para garantizar o realizar otro tipo de operaciones.

Debido a la efectividad de los DERM para regular la liquidez de corto plazo, en 2016 el BCB decidió constituir una tercera oferta por Bs2.000 millones, a partir del 11 de febrero y vencimiento fijado para el 29 de julio de 2016 con un rendimiento de 0,5% anual. Cabe destacar que la totalidad de la tercera oferta de DERM se constituyó en un solo día y que al vencerse significó una expansión considerable de la liquidez, reforzando los efectos expansivos de la política monetaria durante un periodo donde la liquidez suele bajar por recaudaciones tributarias.

2.2.4. ENCAJE LEGAL REQUERIDO

En 2016, al igual que otros instrumentos de regulación monetaria, el encaje legal requerido contribuyó a la orientación expansiva de la política monetaria. Durante la gestión, tanto las tasas de encaje legal requerido en efectivo y en títulos permanecieron invariables, manteniéndose las modificaciones que permitió el uso de Fondos en Custodia para la constitución de hasta el 50% de encaje requerido en efectivo en MN y UFV, disposición que posibilitó en la práctica la inyección de liquidez en la economía.³⁷

Dando cumplimiento al cronograma establecido por la R.D. N° 007/2012 del 10 de enero de 2012, en agosto de 2016 tuvo lugar la última ampliación de la Base de Depósitos en ME y MVDOL sujeta a encaje adicional, teniendo como resultado que los depósitos a la vista, caja de ahorros y DPF hasta 360 días en ME y MVDOL presenten una tasa de encaje de 66,5%; los DPF mayores a 360 días y hasta 720 días encajen un 53%; y los DPF a plazos mayores a 720 días un 45%. Cabe recordar que la diferenciación del encaje por monedas, al acrecentar los costos del uso de la ME, fue un factor de incentivo importante para el uso del boliviano en las transacciones financieras.

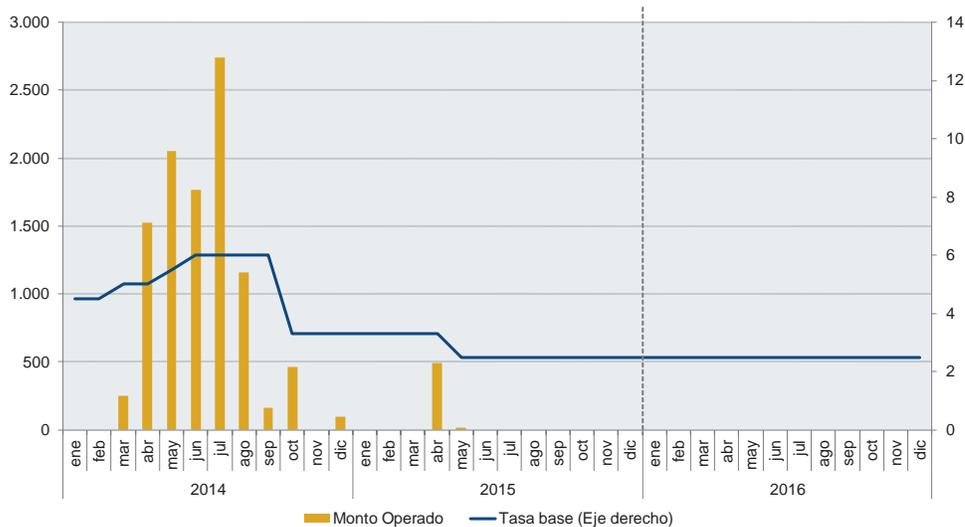
2.2.5. OPERACIONES DE REPORTO Y CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL

Las operaciones de reporto son un instrumento utilizado por el BCB para proporcionar liquidez de corto plazo al sistema financiero, consisten en la compra de valores públicos por parte del BCB a agentes autorizados con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo determinado.

³⁷ Cabe recordar que en junio de 2016 se aprobó la adecuación del Reglamento de Encaje Legal (R.D. N°107/2016) a la Ley de Servicios Financieros (Ley N°393).

El BCB efectúa estas operaciones con plazos no mayores a 15 días, mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de mesa de dinero a tasas penalizadas. Producto de la orientación expansiva iniciada a mediados de 2014, la política monetaria generó niveles importantes de liquidez por lo que durante la gestión 2016 no se registraron operaciones de reporto con el BCB a diferencia de lo acontecido en gestiones anteriores (Gráfico 2.16).

GRÁFICO 2.16: OPERACIONES DE REPORTO EN MONEDA NACIONAL
(En millones de bolivianos y porcentaje)



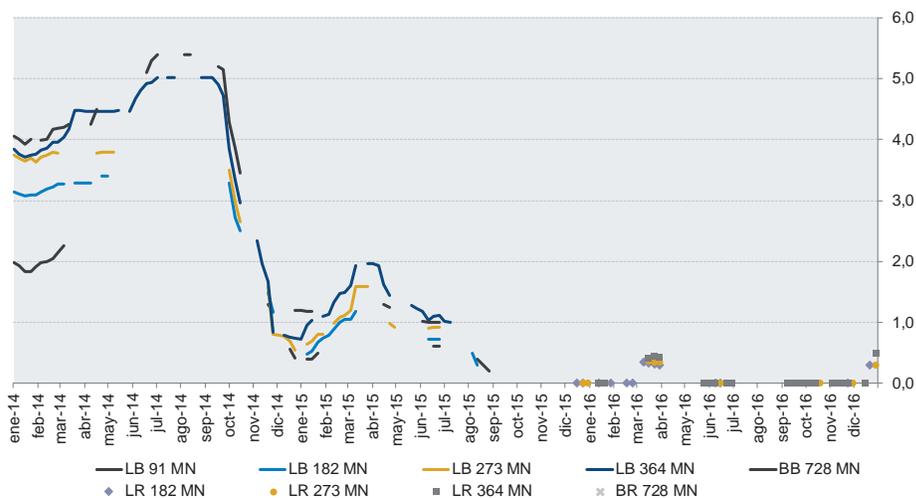
FUENTE: Banco Central de Bolivia

Otro mecanismo de corto plazo que utiliza la autoridad monetaria para proveer liquidez al sistema financiero son las operaciones de crédito con garantía de los recursos depositados en el Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (RAL). Estas operaciones se concentraron en el primer y cuarto trimestre de 2016. En MN, se alcanzó un total de Bs908 millones, monto mayor al registrado en 2015 (Bs15 millones). Por su parte, la demanda de créditos de liquidez en ME alcanzó a \$us36 millones, monto mayor en 33% a los \$us27 millones requeridos en 2015.

2.2.6. TASA DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS

De acuerdo a la orientación expansiva de la política monetaria, las tasas de interés del mercado monetario se mantuvieron en niveles cercanos a cero; en los primeros meses de 2016 y en la mayor parte del segundo semestre, las tasas de regulación monetaria fueron prácticamente iguales a cero. En las últimas subastas del año se incrementaron gradualmente en 25pb, 30pb, 30pb y 50pb en los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses, respectivamente; en línea con las adjudicaciones realizadas en el cuarto trimestre para regular los vencimientos y disminuir los excedentes estacionales. Las tasas de los títulos de regulación monetaria para los diversos plazos se situaron a fines de diciembre entre 0,001% y 0,5%. (Gráfico 2.17).

GRÁFICO 2.17: TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS EN SUBASTA EN MN
(En porcentaje)

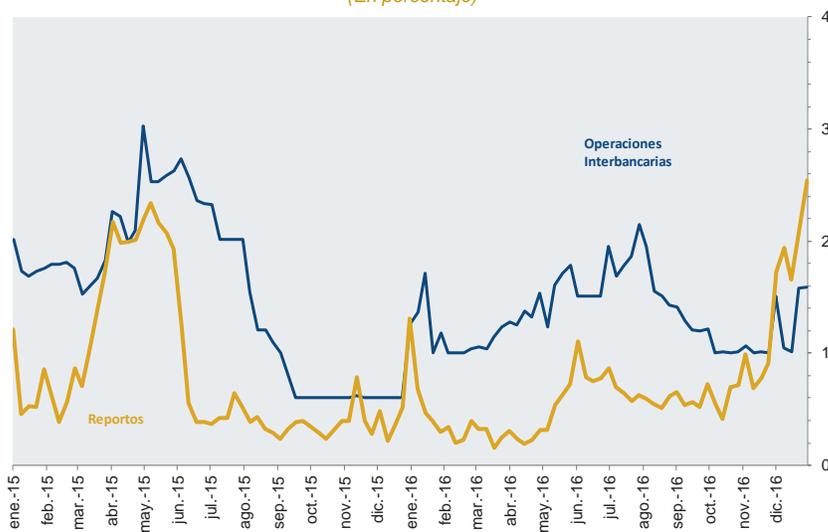


FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.7. TASA DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

De acuerdo a la orientación expansiva de la política monetaria, las tasas de interés del mercado monetario se mantuvieron bajas; en el caso de las tasas de reporto negociadas en la BBV éstas registraron repuntes puntuales en el mes de junio asociada a la cobertura de fondos derivada de la intervención de una entidad financiera de vivienda por parte del órgano regulador; y en el mes de diciembre relacionada con el racionamiento de liquidez ejercida por las entidades financieras por la necesidad de cumplir con *ratios* internos de liquidez (Gráfico 2.18). Asimismo, las tasas interbancarias registraron alzas a mitad de año también como resultado de la intervención de la entidad financiera de vivienda señalada anteriormente y las necesidades resultantes del pago del impuesto a las utilidades; luego de retornar a sus niveles bajos repuntaron estacionalmente a fin de año, cerrando en 1,59% (Gráfico 2.18).

GRÁFICO 2.18: TASA PACTADA DE OPERACIONES INTERBANCARIAS Y DE REPORTOS EN LA BBV EN MN
(En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

3. POLÍTICA CAMBIARIA

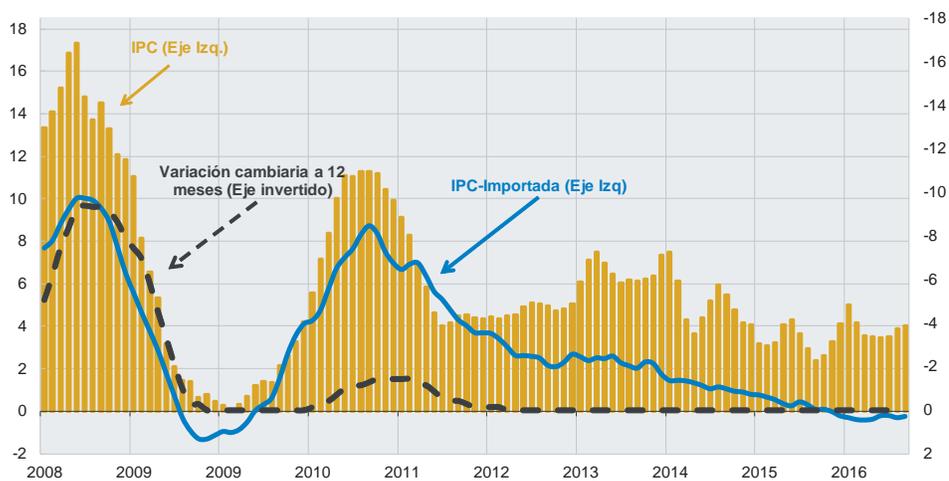
En 2016, en un escenario de menores presiones inflacionarias externas y elevada volatilidad de las monedas de las economías de la región, el tipo de cambio nominal se mantuvo estable, contribuyendo a mantener la inflación importada baja, apoyando la orientación expansiva de la política monetaria, la profundización de la bolivianización y a mantener ancladas las expectativas del público, todo esto sin producir desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto de su valor de equilibrio de largo plazo.

En el mercado de divisas, el sector privado continuó demandando dólares principalmente a través del mecanismo de ventas directas del BCB. Por otra parte, al igual que en gestiones pasadas, el tipo de cambio de las operaciones entre el sistema financiero y sus clientes fluctuó dentro una banda limitada.

3.1. ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA

Durante 2016, el tipo de cambio oficial respecto al dólar estadounidense permaneció invariable (Bs6,86 por dólar para la compra y Bs6,96 para la venta). La estabilidad cambiaria posibilitó el anclaje de las expectativas en un contexto internacional de mercados de divisas altamente volátiles; contribuyó a mantener baja la inflación importada, lo que facilitó la orientación expansiva de la política monetaria; y continuó apoyando a la consolidación del proceso de Bolivianización; todo esto sin producir desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto de su nivel de equilibrio de largo plazo. En efecto, la política cambiaria estuvo acorde con la reducción de los precios de origen importado por los aún bajos precios internacionales de las materias primas (Gráfico 2.19).

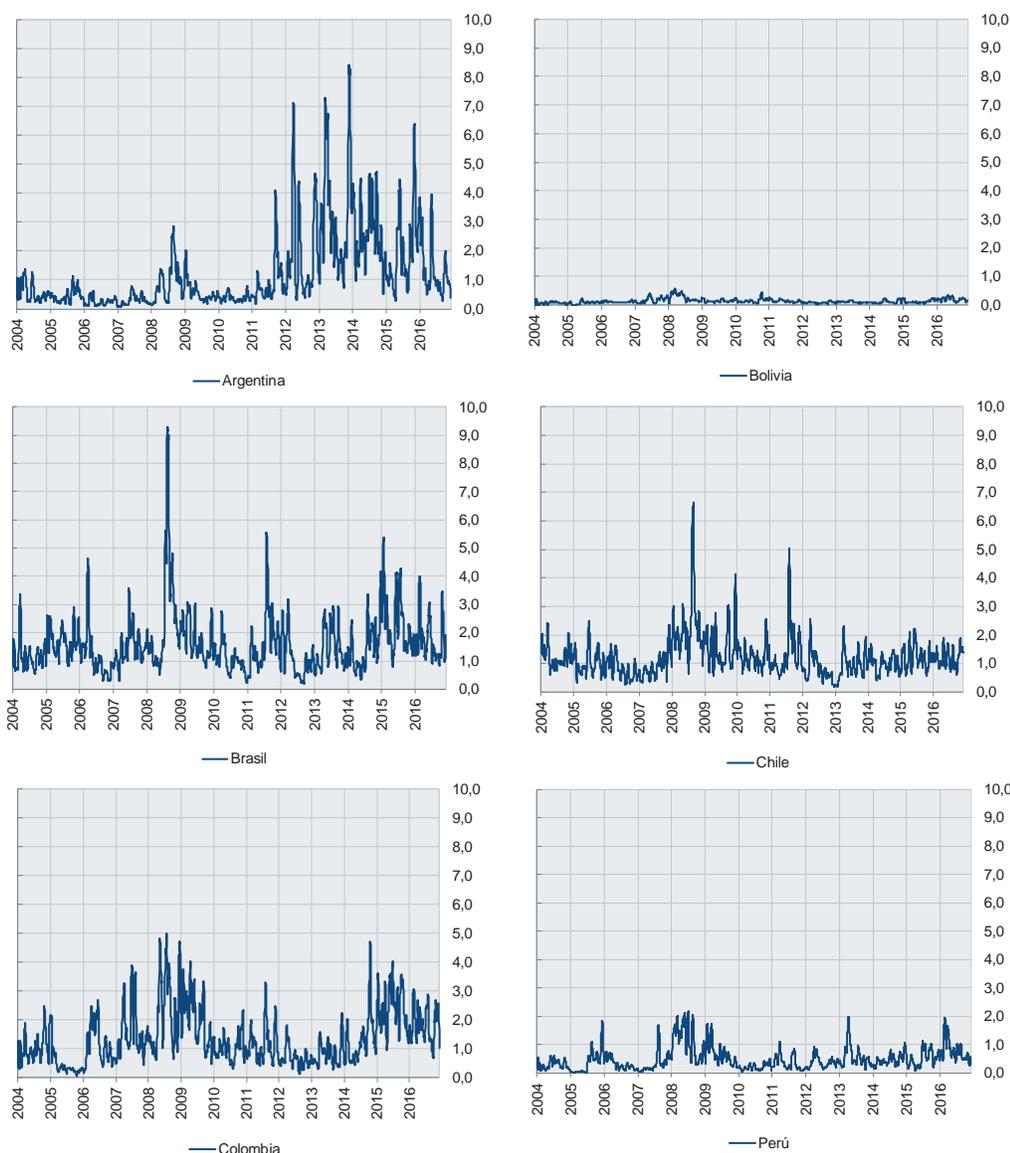
GRÁFICO 2.19: TIPO DE CAMBIO, INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA
(Variaciones a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - INE

En 2016, la mayor parte de las monedas de los países vecinos mostraron una elevada volatilidad, con una tendencia hacia la apreciación en el primer semestre y a la depreciación en el segundo, respecto de dólar estadounidense. Por su parte, el tipo de cambio al cual se realizaron operaciones en el sistema financiero de Bolivia se caracterizó por una variabilidad acotada dentro de la banda determinada por las paridades oficiales de compra y venta (Gráfico 2.20).

GRÁFICO 2.20: COEFICIENTE DE VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO
(En porcentaje)

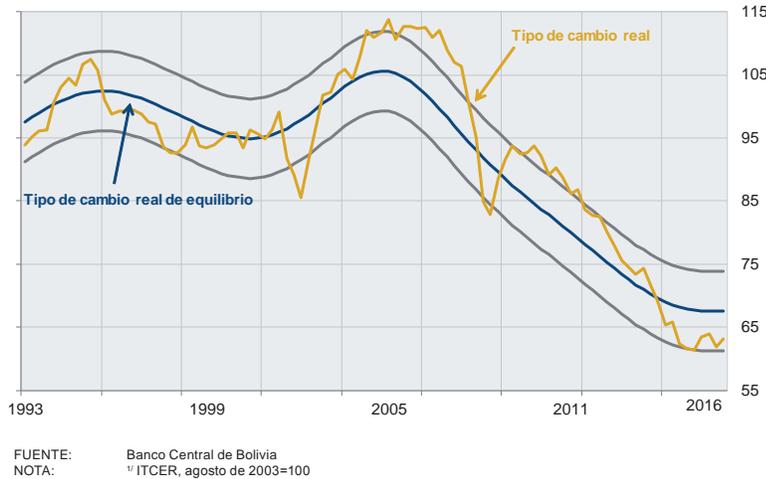


FUENTE: Bloomberg - Banco Central de Bolivia
 NOTA: Para Bolivia se considera el Tipo de Cambio Ponderado (TCPP); el cual es el promedio de los tipos de cambio estándar y preferencial ponderado por el monto de operación, reportado por el Sistema Financiero. Las operaciones cambiarias estándar son aquellas que se realizan en las ventanillas y cajeros automáticos de las entidades financieras. Por su parte, las operaciones cambiarias preferenciales son las efectuadas a precios más favorables con clientes que tienen capacidad de negociación

Las depreciaciones de las monedas en la región implicaron inflaciones por encima de los rangos meta en varios países, lo que restó la capacidad para adoptar medidas de estímulo monetario. En efecto, varias economías de la región se vieron en la necesidad de subir sus tasas de interés aun cuando sus economías se estaban desacelerando. Estas políticas contractivas les restaron dinamismo a su crecimiento económico.

Adicionalmente, la política de estabilidad cambiaria no produjo desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto a su nivel de largo plazo explicado por sus fundamentos, por lo que no se presentaron presiones hacia la depreciación y/o apreciación nominal de la moneda (Gráfico 2.21). En el año, la moneda se depreció en términos reales en 0,4%.

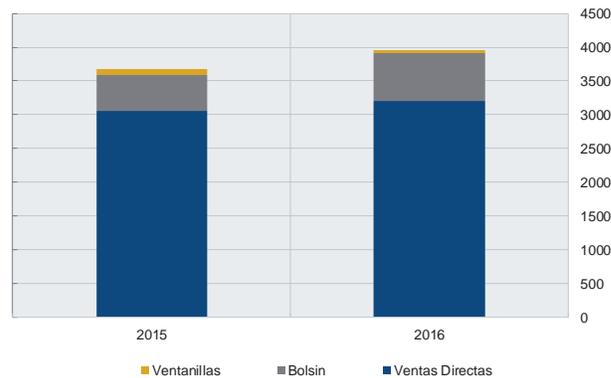
GRÁFICO 2.21: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL Y TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO ESTIMADO^{1/}



3.2. MERCADO CAMBIARIO, TRANSFERENCIAS Y EXPECTATIVAS

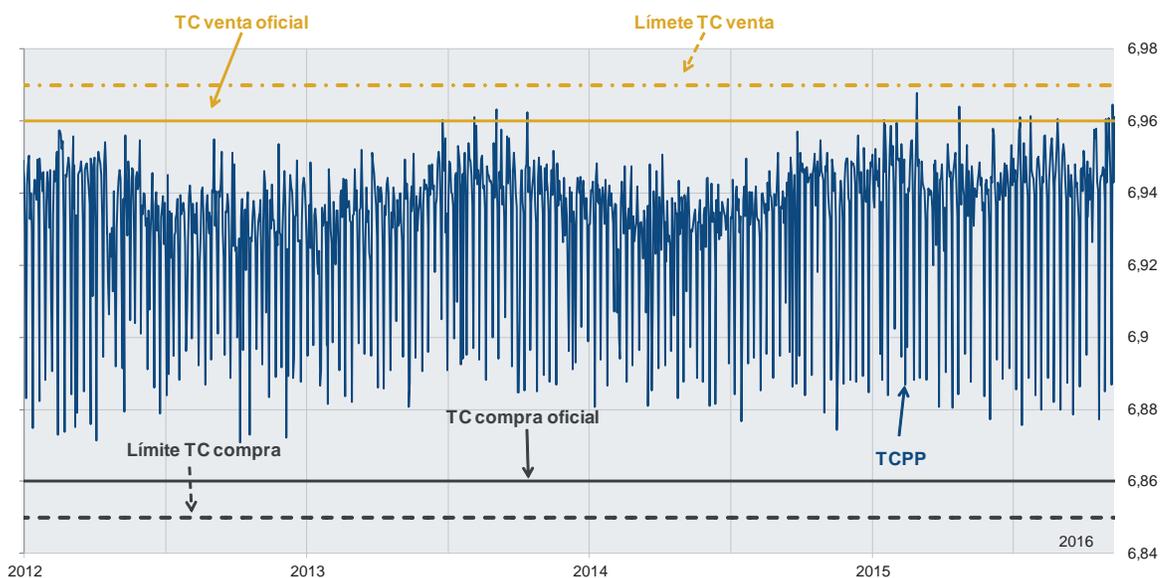
En 2016, en un contexto de crecimiento sostenido de la actividad y dinamización de la inversión, las ventas de dólares del BCB al público se mantuvieron en niveles similares a los de 2015 (Gráfico 2.22). De todos aquellos mecanismos implementados para garantizar la adecuada provisión de divisas a la población el más utilizado continuó siendo la venta directa.

GRÁFICO 2.22: VENTA DE DÓLARES DEL BCB POR MODALIDAD
 (En millones de dólares estadounidenses)



El Tipo de Cambio Promedio Ponderado (TCPP) de operaciones entre entidades financieras y sus clientes fluctuó diariamente al interior de la banda entre Bs6,85 y Bs6,97 (un centavo por debajo del tipo de cambio oficial de compra y un centavo por encima del de venta). Como en gestiones pasadas, el TCPP mostró significativas fluctuaciones, por lo que un porcentaje considerable de la compra-venta de divisas efectuada por el público tuvo lugar con cotizaciones variables (Gráfico 2.23).

GRÁFICO 2.23: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y DEL SISTEMA FINANCIERO
(En bolivianos por dólar estadounidense)



FUENTE: Banco Central de Bolivia



Acto de clausura del II Congreso Internacional de Pensamiento Económico Latinoamericano

4. MEDIDAS COMPLEMENTARIAS PARA COADYUVAR AL CONTROL DE LA INFLACIÓN

Como se explicó en este capítulo, la variación de precios en 2016 estuvo controlada y existieron algunos repuntes transitorios que fueron rápidamente revertidos y se concentraron en algunos alimentos perecederos cuyos precios se vieron afectados por diversos factores de oferta, como fenómenos climáticos adversos, plagas y actividades especulativas.

Al originarse las presiones inflacionarias en factores de oferta, las acciones del Órgano Ejecutivo resultaron determinantes para mitigar dichas presiones y preservar la estabilidad de precios buscando mejorar la producción agrícola y asegurando el normal abastecimiento de productos alimenticios en los mercados. Entre las disposiciones más importantes emitidas por el Órgano Ejecutivo con este fin están las siguientes:

CUADRO 2.10: NORMAS PARA EL ABASTECIMIENTO DE LOS MERCADOS Y CONTROL DE LA INFLACIÓN

Normativa	Objeto	Fecha
DS 2640	Aprueba el diferimiento temporal a 0% del Gravamen Arancelario para la importación de diesel oil, hasta el 31 de diciembre de 2016.	30 de diciembre de 2015
DS 2641	Aprueba la subvención a la producción y comercialización de productos agropecuarios y sus derivados a precio justo en el mercado interno para la gestión 2016.	30 de diciembre de 2015
DS 2675	Complementa el DS 2618 de 2 de diciembre de 2015, para la ejecución del "Plan de Acciones Inmediatas ante el Fenómeno El Niño 2015 – 2016".	10 de febrero de 2016
DS 2785	Crea el Programa de Centros Municipales de Servicios en Mecanización Agrícola para transferir maquinaria, equipos e implementos agrícolas.	1 de junio de 2016
DS 2852	Crea el Programa Nacional de Perforación de Pozos de Aguas Subterráneas "Nuestro Pozo".	2 de agosto de 2016
DS 2856	Establece precios preferenciales para que EMAPA compre maíz a los productores y aprueba la venta de semillas de maíz, trigo, arroz, papa y forraje con pagos diferidos y sin cobro de intereses.	2 de agosto de 2016
DS 2860	Difiere hasta el 31 de diciembre de 2016 la vigencia del 0% del Gravamen Arancelario para insumos del sector agrícola, entre los que se encuentran: semillas de algodón y forrajeras; semillas frutales, forestales, de trigo, maíz y sorgo; alimento para ganado; arados y máquinas de siembra, cultivo y procesamiento de alimentos.	2 de agosto de 2016
DS 2987	En vista de la sequía y déficit hídrico en diferentes regiones del país se declaró Situación de Emergencia Nacional, lo que posibilitó la implementación de acciones oportunas de respuesta por parte de los distintos niveles del Gobierno Nacional.	21 de noviembre de 2016

Asimismo, el Órgano Ejecutivo, a través de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), el Ministerio de Desarrollo Rural y Tierra (MDRyT), el Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural (MDPyEP), el Instituto Nacional de Seguro Agrario (INSA), la Empresa Azucarera San Buenaventura (EASBA) y la Empresa Pública Productiva Lácteos de Bolivia (Lacteosbol), entre otras, emprendieron distintas acciones:

- Organización de veintisiete ferias del Precio y Peso Justo: La Paz (7); Santa Cruz (5) y Cochabamba (5); El Alto (2), Warnes (2) y Tarija (2); Oruro (1), Sucre (1), Cobija (1) y Trinidad (1). Una feria especializada destacada fue la "1ra Feria del precio y peso justo de la papa" en la ciudad de Cochabamba efectuada en coordinación con la Gobernación del Departamento.
- Se firmó un acuerdo con los productores arroceros de los municipios de Yapacaní, Santa Rosa del Sara y San Pedro en el departamento de Santa Cruz para elaborar un plan estratégico de producción arroceros para la siguiente campaña y luchar contra la bacteriosis.

- El INSA indemnizó a cerca de 50 mil productores del país cuyos cultivos se vieron afectados por efectos climáticos adversos.
- En 2016 se realizó la primera zafra comercial de EASBA. La cantidad cosechada permitirá la producción de alrededor de 140.000 quintales de azúcar blanca y 1.000.000 de litros de alcohol.
- Inauguración de la Planta procesadora de frutas (Lacteosbol) en el municipio de Valle de Sacta en Cochabamba cuya capacidad de procesamiento es de 860 toneladas de fruta.
- Inauguración de la Planta de Producción de Alimento Balanceado para el ganado vacuno, porcino, industria avícola y para mascotas domésticas en el municipio de Cuatro Cañadas del departamento de Santa Cruz.
- Provisión de alimento balanceado para ganado ovino, vacuno y avícola para productores en los departamentos de La Paz, Oruro, Cochabamba, Beni, Chuquisaca y Tarija.
- Provisión de semillas e insumos a pequeños productores de maíz, sorgo y arroz para paliar los efectos de la sequía.
- Se siguió comercializando harina a nivel nacional a precio justo para panificadores.
- Inicio de la construcción, equipamiento e instalación de un complejo arrocero ubicado en el municipio de San Andrés, departamento de Beni.
- Inauguración del primer supermercado de EMAPA (Súper EMAPA) en la zona de Villa Adela de la ciudad de El Alto.
- EMAPA continuó ampliando su red de puntos de venta de alimentos en el país. En el mes de febrero fue inaugurada una nueva sucursal en el municipio de Rurrenabaque del departamento de Beni.
- Inicio de la construcción de una planta industrial procesadora de lácteos en el departamento de Beni, así como de dos plantas industriales procesadoras de granos en Oruro y Cochabamba.

5. CRÉDITOS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

En el marco de las disposiciones legales vigentes, en la gestión 2016 el BCB continuó otorgando financiamiento a las EPNE con el objetivo de apoyar a la inversión productiva para contribuir a la seguridad alimentaria y energética del país, así como a la industrialización de nuestros recursos naturales habiendo realizado desembolsos por un total de Bs6.845 millones.

Por su parte, FINPRO prosiguió con el financiamiento a empresas públicas y otras conformadas con participación mayoritaria del Estado; en 2016, los desembolsos de este fondo alcanzaron a \$us103 millones. De la misma manera, el Fideicomiso de Apoyo a Gobiernos Autónomos Departamentales creado con el objeto de facilitar a los gobiernos autónomos departamentales el acceso a recursos para financiar las contrapartes de los proyectos de inversión pública realizó desembolsos por un total de Bs732 millones.

5.1. CRÉDITOS AL TESORO GENERAL DE LA NACIÓN

En 2016 el BCB no realizó desembolsos por Créditos de Emergencia, en cambio, el TGN amortizó Bs87 millones a capital y Bs40 millones por intereses. Asimismo, no se efectuaron desembolsos para el Sistema de Transporte por Cable (Teleférico) en las ciudades de La Paz y El Alto. El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas efectuó una amortización de Bs17 millones a capital y se recibieron intereses por Bs1,5 millones.

5.2. CRÉDITOS A LAS EMPRESAS PÚBLICAS NACIONALES ESTRATÉGICAS (EPNE)

El BCB participa en el Modelo Económico Social Comunitario Productivo mediante la otorgación de créditos a las EPNE para proyectos destinados a garantizar la soberanía energética y seguridad alimentaria y la industrialización de nuestros recursos naturales. Cumpliendo con su mandato constitucional y Leyes del Estado,³⁸ el BCB desembolsó a las EPNE un total de Bs6.845 millones (Cuadro 2.11).

CUADRO 2.11: CRÉDITOS DEL BCB A LAS EPNE – AL 31 DE DICIEMBRE DE 2016
(En millones de bolivianos)

	2016	
	Desembolso	Pago de principal
YPFB	871	348
Contrato de crédito extraordinario SANO 202/2009 y adendas		348
Planta de urea-amoniaco en Carrasco-Cochabamba	859	
Planta de separación de líquidos en Gran Chaco-Tarja II	12	
EBIH		
ENDE	5.450	0
Hidroeléctrico San José, líneas de transmisión y subestaciones asociadas	256	
Hidroeléctrico Miguillas	188	
Ciclos combinados planta termoeléctrica Warnes	1.414	
Línea de transmisión Warnes - Las Brechas	264	
Línea de transmisión La Bélgica - Los Troncos	169	
Línea de transmisión San José - Santibañez	68	
Ciclos combinados planta termoeléctrica del Sur	1.426	
Ciclos combinados planta termoeléctrica Entre Rios	1.503	
ENDE "Anillo energético del Sur"	140	
ENDE "Juana Azurduy de Padilla"	22	
COMIBOL	419	0
Implementación Centro de Investigación Desarrollo y Pilotaje CIDYP La Palca	58	
Desarrollo integral de la salmuera del Salar de Uyuni-Fase II, 2do. Financiamiento.	361	
EASBA	105	0
Contrato de crédito extraordinario SANO 184/2011 y adenda	10	
Contrato de crédito extraordinario SANO 379/2012	20	
Contrato de crédito extraordinario SANO 400/2013	75	
TOTAL	6.845	348

FUENTE: Banco Central de Bolivia

38 Ley del Presupuesto General del Estado (PGE) 2009 - 2016 y sus modificaciones.

En la gestión 2016 se efectuaron desembolsos a YPFB por Bs871 millones para el desarrollo de los megaproyectos: Planta de Extracción de Licuables Gran Chaco – Tarija y la Planta de Úrea - Amoniacó en Carrasco-Cochabamba. En esta gestión YPFB realizó el pago de capital por Bs348 millones.

La “Planta de Úrea – Amoniacó” situada en la localidad de Buló Buló en el departamento de Cochabamba entrará en producción en 2017 y abastecerá de fertilizantes al mercado interno, sustituyendo las importaciones de los mismos. De esta manera brindará un decidido impulso al desarrollo de la agroindustria nacional y a la seguridad alimentaria. Al mismo tiempo, las exportaciones de fertilizantes generarán importantes ingresos de divisas para el país. Durante la construcción de la planta se crearon aproximadamente 8.000 empleos, entre directos e indirectos.

Por su parte, las Plantas Separadoras de Líquidos (PSL) “Carlos Villegas Quiroga” y “Río Grande”, en conjunto comercializaron alrededor de 291,6 mil TM de GLP, de los cuales el 65% se destinó al mercado interno, generando un importante ahorro de divisas por la sustitución de importaciones. De igual manera, comercializaron más de 405,2 mil barriles de gasolina estabilizada y la PSL Carlos Villegas Quiroga comercializó cerca de 99,2 mil barriles de gasolina rica en isopentanos³⁹.

En el marco de la actual política energética, ENDE está encarando inversiones en distintos proyectos de la cadena de valor del sector (generación, transmisión y distribución). Estas inversiones tienen el propósito de satisfacer la demanda interna, incorporar a comunidades alejadas al Sistema Interconectado Nacional (SIN), garantizar el suministro oportuno de energía a los megaproyectos impulsados por el sector público, generar excedentes para la exportación y consolidar a Bolivia como el centro energético de la región en línea con los objetivos de la Agenda Patriótica 2025. En este marco, el Ente Emisor firmó contratos de crédito con ENDE para la construcción de líneas y subestaciones de transmisión de energía eléctrica y el desarrollo de megaproyectos de generación de electricidad, así como para la construcción de plantas solares y de transmisión de energía para incrementar la capacidad de producción para la exportación.⁴⁰

En 2016 se desembolsaron Bs5.450 millones para la construcción y desarrollo de diferentes megaproyectos: Ciclos combinados plantas termoeléctricas Entre Ríos, del Sur y Warnes; líneas de transmisión Warnes - Las Brechas, La Bélgica – Los Troncos, Anillo Energético del Sur, San José – Santiváñez y Juana Azurduy de Padilla; y los proyectos hidroeléctricos: San José y Miguillas.

La construcción de la Planta Hidroeléctrica de San José tiene un avance físico de 41,5% a noviembre de 2016, en tanto que la Planta de Miguillas se encuentra en su etapa inicial. Una vez en operación ambas plantas incrementarán la generación de energía eléctrica en 328MW. A la fecha estos proyectos han generado 2.850 fuentes de trabajo entre directos e indirectos. En cuanto a la implementación de ciclos combinados, se encuentran en proceso de ampliación las plantas termoeléctricas del Sur en Tarija (PTSUR), Entre Ríos (PTER) y Warnes (PTWAR) en Santa Cruz. A su conclusión los proyectos de PTSUR y PTWAR aportarán con un total de 640MW y PTER con 360MW, incrementando la oferta de potencia del SIN y generando excedentes para su exportación a países vecinos⁴¹.

Dentro de las líneas de transmisión, el proyecto Juana Azurduy Bolivia-Argentina permitirá una importante ampliación de la capacidad de exportación energética del país; además se están implementando los proyectos La Bélgica-Los Troncos; Warnes-Las Brechas; Anillo Energético del Sur; San José II – Santiváñez.

Como parte de la Estrategia Nacional de Industrialización de Recursos Evaporíticos, COMIBOL está concretando el proyecto integral de industrialización del litio en el salar de Uyuni en tres fases. La primera fase piloto de producción de carbonato de litio y cloruro de potasio fue concluida en 2013. La segunda fase consiste en la construcción de una planta a escala industrial la cual, además de los productos mencionados, producirá otras sales; finalmente, se concluye este complejo con la producción de baterías de ion litio.

39 La información correspondiente al estado de avance de proyectos y el impacto económico y social fue extraída de la comunicación YPFB GGPQ-CE-005/2017 cursada el 9 de enero de 2017 que detalla los siguientes proyectos: i) Planta Separadora de Líquidos Carlos Villegas Quiroga; ii) Planta de Amoniacó y Urea de Carrasco; y iii) Planta de Separación de Líquidos Río Grande.

40 En el marco del artículo 9 de la Ley N° 769 de 17 de diciembre de 2015, que aprueba el PGE 2016

41 La información correspondiente al estado de avance de proyectos y el impacto económico y social fue extraída de la comunicación ENDE-DGFN-12/38-16 cursada el 22 de diciembre de 2016.

Capítulo 2

El proyecto de producción industrial de sales básicas (fases II y III), principalmente de sales de potasio y carbonato de litio y, posteriormente de productos de magnesio y boro, ha conseguido significativos avances. Hasta la fecha, estos proyectos han generado más de tres centenares de empleos directos y alrededor de un millar de indirectos. El BCB en 2016 realizó desembolsos a COMIBOL por Bs419 millones para estos proyectos.

Al cierre de 2016 la etapa inicial de pilotaje comercializó 1.575 Tn de cloruro de potasio, 1.310 Tn de cloruro de magnesio y 24,3 Tn de carbonato de litio. La Planta industrial de sales de potasio tiene un avance de 46% y el Centro de Investigación, Desarrollo y Pilotaje La Palca-Potosí iniciará operaciones en 2017.⁴²

En el marco de las políticas para procurar la seguridad alimentaria, el BCB otorgó a EASBA un financiamiento para el desarrollo del complejo azucarero en el norte de La Paz, habiendo desembolsado en 2016 la suma de Bs105 millones.

De acuerdo a esta empresa el avance de ejecución física de la planta a diciembre de 2016 es de 98,2%, destacando la plantación de 1.447 hectáreas de caña de azúcar, la adquisición de maquinaria, equipo e implementos agrícolas. Por otra parte, se generaron 944 empleos bajo la administración directa de EASBA y 377 por las empresas contratistas.⁴³

5.3. RECURSOS DESTINADOS AL FONDO PARA LA REVOLUCIÓN INDUSTRIAL PRODUCTIVA

El Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO), constituido con recursos del BCB,⁴⁴ continuó financiando emprendimientos productivos a empresas con participación estatal. En 2016 se desembolsaron \$us103 millones y se amortizaron \$us22 millones.

Los recursos fueron dirigidos principalmente a diversos emprendimientos de la industria de alimentos, desarrollo de hilados y textiles, minería y metalurgia, insumos para la construcción, generación de energía eléctrica, industria de vidrio y computación, entre los que destacan:

- **Insumos para la construcción:** ECEBOL, producción de cemento en Oruro.
- **Minería y metalurgia:** HUANUNI, construcción de un ingenio de tratamiento de estaño en el departamento de Oruro; y VINTO, incremento de la producción de estaño de 12.000TM a 30.000TM por año a través de la actualización de la planta de fundición Ausmelt-Vinto.
- **Computación:** QUIPUS, ensamblaje de computadoras y diversificación de productos.
- **Hilados:** YACANA, implementación de una planta de transformación de fibra de camélidos en la localidad de Kallutaca-Laja.
- **Generación de energía eléctrica:** CORANI, implementación de la segunda fase del parque Eólico de Qollpana en Cochabamba y la generación de 21 MW de potencia adicional para el SIN.
- **Industria de Alimentos:** LACTEOSBOL, producción y comercialización de lácteos y jugos en el mercado interno; PROMIEL, industrialización de la stevia y la miel de abeja; y EMAPA con la implementación de un complejo piscícola en el trópico de Cochabamba.
- **Industria de vidrio:** ENVIBOL, producción de envases de vidrio.

42 La información correspondiente al estado de avance de proyectos y el impacto económico y social fue extraída del Informe Técnico de COMIBOL, GERE DPL 002/2017, del 5 de enero de 2017

43 La información correspondiente al estado de avance de proyectos y el impacto económico y social fue extraída del Informe Técnico de EASBA, EASBA-IT-DP-N° 042/2016, del 29 de diciembre de 2016.

44 Los recursos del FINPRO de \$us1.200 millones fueron constituidos a través de una transferencia no reembolsable (\$us600 millones) y un crédito otorgado por el BCB (\$us600 millones).

5.4. CRÉDITO DEL BCB PARA LA CONSTITUCIÓN DE UN FIDEICOMISO PARA EL FINANCIAMIENTO DE CONTRAPARTES LOCALES DE LOS GOBIERNOS AUTÓNOMOS DEPARTAMENTALES

Mediante la Ley No. 742 de 30 de septiembre de 2015, el Órgano Ejecutivo (a través del MEFP y el MPD) coordinó un fideicomiso para garantizar la ejecución de proyectos de inversión pública de los gobiernos autónomos departamentales.⁴⁵ En este sentido, la Autoridad Monetaria aprobó un préstamo excepcional de Bs3.180 millones⁴⁶ para su constitución. Este fideicomiso tiene el objetivo de facilitar a los gobiernos autónomos departamentales el acceso a recursos para financiar las contrapartes de los proyectos de inversión pública (proyectos de infraestructura, obras públicas, servicios básicos y productivos) que sean concurrentes con el nivel central del Estado y que cuenten con financiamiento externo. En 2016 el fideicomiso desembolsó Bs732 millones, recibió amortizaciones por un total de Bs21 millones y cobró intereses por Bs1,4 millones (Cuadro 2.12).

CUADRO 2.12: FIDEICOMISO DE APOYO A GOBIERNOS AUTÓNOMOS DEPARTAMENTALES
(En millones de bolivianos)

Gobiernos Autónomos Departamentales	2016	
	Desembolsos	Amortizaciones
Beni	105	9
Santa Cruz	290	7
Chuquisaca	55	2
Oruro	59	0
Potosí	175	3
Tarija	25	
Cochabamba	23	
TOTAL	732	21

FUENTE: Banco Central de Bolivia

45 La Ley No. 742 de Modificación al Presupuesto General del Estado 2015 de 30 de septiembre de 2015, autorizó al BCB conceder un crédito de hasta Bs3.180 millones al fideicomiso establecido para el financiamiento de contrapartes locales de los Gobiernos Autónomos Departamentales a un plazo de 20 años. La Ley No. 840 de 27 de septiembre de 2016 amplió el alcance de estos créditos a los Gobiernos Autónomos Municipales.

46 El fideicomitente es el Ministerio de Planificación del Desarrollo (MPD) y el fiduciario es el Fondo Nacional de Desarrollo Regional (FNDR).



Exposición a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas

6. OTRAS MEDIDAS DEL BCB

6.1. GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

En 2016 las reservas internacionales del BCB fueron invertidas manteniendo los criterios de liquidez, seguridad, preservación de capital, diversificación y rentabilidad. Como resultado de las estrategias de inversión de los portafolios del BCB, los ingresos generados por la inversión de las reservas internacionales en los mercados financieros internacionales alcanzaron \$us131 millones. Los rendimientos obtenidos por el BCB fueron mayores a los de sus comparadores referenciales de mercado (benchmarks), demostrando una adecuada administración.

6.2. POLÍTICAS DE INVERSIÓN EN LA ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas internacionales están constituidas por reservas monetarias y reservas de oro, a su vez las reservas monetarias se dividen en tramo Precautorio⁴⁷ y tramo de Inversión. En 2016, las estrategias principales de inversión fueron: incrementar la liquidez de las inversiones fortaleciendo el tramo precautorio y reducir parcialmente el tramo de inversión. El primero representó un 55,5% y el segundo alcanzó a 27,7% de las reservas totales.

Se constituyó el Fondo de Promoción a la Inversión en Exploración y Explotación de Hidrocarburos (FPIEEH), administrado bajo criterios similares a los de las Reservas Internacionales. A fines de gestión, el portafolio FPIEEH alcanzó a \$us108 millones, monto que representó 1,1% de las reservas.⁴⁸

6.3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN PARA LOS PORTAFOLIOS DEL BCB

La estrategia principal de inversión durante la gestión fue la de incrementar la liquidez y calidad crediticia de las inversiones. En este sentido, en el marco de la Estructura Estratégica de Activos (EEA)⁴⁹ se efectuaron las siguientes operaciones con el fin de incrementar el portafolio de liquidez:

- i. Venta del Portafolio de Mediano Plazo Externo 0-3 años por \$us509 millones.⁵⁰
- ii. Venta del Portafolio TIPS del Tramo de Inversión por \$us502 millones.
- iii. Reducción de la exposición al Euro mediante venta parcial del Portafolio Euro.

El Portafolio de Liquidez del Tramo Precautorio alcanzó a \$us4.525 millones, debido a transferencias hacia Capital de Trabajo para atender las necesidades de liquidez. Asimismo, la estrategia fue posicionar las inversiones en instrumentos y emisores que ofrecen un elevado nivel de liquidez, tanto de los sectores bancario, de agencias y supranacionales, finalizando el 2016 con participaciones de 50%, 36% y 14% respectivamente (Cuadro 2.13; Gráfico 2.24).

⁴⁷ El objetivo de este tramo es cubrir las necesidades de liquidez para atender los requerimientos de pagos internacionales y aquellos provenientes de eventos extraordinarios, está compuesto por el capital de trabajo, portafolio de liquidez y portafolio propio de 0 a 3 años.

⁴⁸ Establecido mediante Ley 767 y reglamentado mediante el D.S. 2830 de agosto de 2016.

⁴⁹ Aprobada mediante Acta de Directorio 054/2015 de diciembre de 2015.

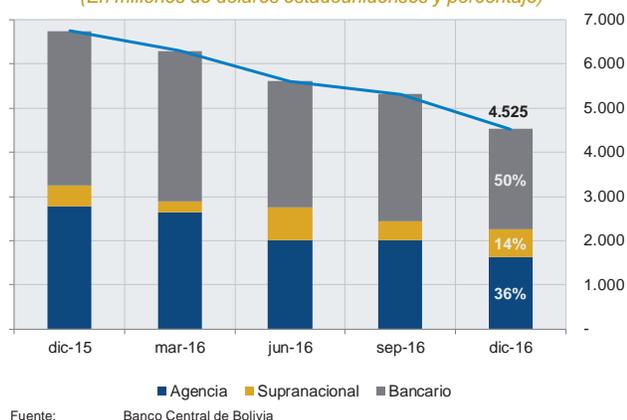
⁵⁰ La liquidación del Portafolio coincide con la conclusión del Programa RAMP del Banco Mundial.

CUADRO 2.13: RESERVAS INTERNACIONALES DISPONIBLES PARA INVERSIÓN
(En millones de dólares estadounidenses y porcentaje)

	Nivel		Estructura %	
	2015	2016	2015	2016
RESERVAS MONETARIAS	11.584,2	8.484,5	88,8	84,2
Tramo Precautorio	8.176,0	5.588,1	62,7	55,5
Capital de Trabajo	424,6	558,2	3,3	5,5
Portafolio de Liquidez	6.743,6	4.524,6	51,7	44,9
Portafolio Mediano Plazo 0-3 Años (Propio)	500,5	505,3	3,8	5,0
Portafolio Mediano Plazo 0-3 Años (Externo)	507,3	0,0	3,9	0,0
Tramo de Inversión	3.408,3	2.788,3	26,1	27,7
Portafolio Mediano Plazo 0-5 Años	504,6	512,1	3,9	5,1
Portafolio Global	2.190,4	2.052,1	16,8	20,4
Portafolio TIPS	482,2	0,0	3,7	0,0
Tenencias DEG's	231,0	224,1	1,8	2,2
Fondo FPIIEH	0,0	108,2	0,0	1,1
RESERVAS EN ORO	1.454,7	1.588,0	11,2	15,8
Oro ^{1/}	1.454,7	1.588,0	11,2	15,8
TOTAL GENERAL^{2/}	13.038,9	10.072,5	100,0	100,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 1/ No incluye monedas de oro
 2/ La diferencia de \$us8,5 millones, entre el valor del Portafolio de Inversiones y el total de las Reservas Internacionales Netas (\$us10.080,9 millones), se origina por el Tramo de Reservas con el FMI (\$us11,9 millones), variaciones negativas por diferencial cambiario y ALADI (\$us3,4 millones)

GRÁFICO 2.24: PORTAFOLIO DE LIQUIDEZ – EVOLUCIÓN VALOR DE MERCADO Y ESTRUCTURA POR SECTOR
(En millones de dólares estadounidenses y porcentaje)



El portafolio de mediano plazo 0-3 años administrado por el BCB mostró un saldo de \$us505 millones que se originó por la transferencia del tramo de inversión al tramo precautorio con el fin de contar con recursos líquidos.⁵¹ El tramo de inversión disminuyó en \$us620 millones, principalmente por la venta del Portafolio TIPS⁵² y la disminución de la exposición en las inversiones del portafolio global en euros.

El portafolio de mediano plazo 0-5 años, que tiene como objetivo incrementar el retorno potencial de las reservas a través de inversiones en títulos a mayor plazo, con un enfoque de reducir la exposición bancaria e incrementar el retorno de las reservas, alcanzó a \$us512 millones en 2016, mayor en \$us7 millones al observado en 2015.

El portafolio global que contempla las inversiones en euros, dólares australianos, dólares canadienses y renminbis se incrementó en todas las divisas con excepción del euro. Por su parte la estrategia principal en el portafolio global en dólares australianos fue de realizar inversiones a 12 meses plazo aprovechando los rendimientos más altos en este tramo en relación a los tramos cortos. En el caso del portafolio global en dólares canadienses, la principal estrategia de inversión fue incrementar la diversificación de las inversiones aprovechando mayores rendimientos en el sector bancario, manteniendo la elevada calidad crediticia del portafolio. Finalmente, en el portafolio global en renminbis, se incrementó el valor en las emisiones de gobierno con el fin de mejorar la calidad crediticia y liquidez del portafolio.

51 El portafolio de mediano plazo 0-3 años administrado por el Banco Mundial (BM), constituido en 2013 junto con el portafolio de administración interna, fueron transferidos al tramo precautorio, además de realizar la venta de \$us500 millones de estos portafolios para su transferencia al Portafolio de Liquidez, de acuerdo al Acta de Directorio N° 054/2015 de 15/12/2015. Dicha venta fue realizada el 3 de febrero de 2016 a través de la liquidación del portafolio de mediano plazo 0-3 años de administración externa. Asimismo, ya no se renovó el contrato del RAMP con el Banco Mundial.

52 Notas Indexadas a la Inflación (TIPS por sus siglas en inglés). La venta del portafolio TIPS se realizó en los meses de junio y julio, en el primer caso por \$us251,7 millones y en el segundo caso por \$us252,6 millones, transfiriendo la totalidad de estos recursos al portafolio de liquidez.

6.4. EL MERCADO DEL ORO Y LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS EN ORO DEL BCB

En 2016, el *stock* del portafolio de oro se incrementó en 0,2 toneladas⁵³ por compra de oro local, alcanzando a 42,5 toneladas.⁵⁴ Adicionalmente, su valoración se vio incrementada por el aumento en el precio internacional del oro, debido a la mayor demanda de este metal en su calidad de activo refugio ante eventos como el *Brexit* y la desaceleración económica en China. Consecuentemente, las tasas de interés para depósitos en oro registraron una disminución.

6.5. INGRESOS Y RENDIMIENTOS OBTENIDOS EN LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS

En la gestión 2016 se obtuvieron ingresos por \$us131 millones por la inversión de las reservas internacionales, de los cuales \$us121 millones corresponden a los ingresos generados por las reservas monetarias y \$us11 millones por las reservas de oro. Estos ingresos representan un rendimiento anual de 1,1% sobre las reservas totales (Cuadro 2.14).

CUADRO 2.14: RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2016 (*)
(En millones de dólares estadounidenses)

	Rendimiento Anual (%)	Ingresos Obtenidos
I) Total Reservas Monetarias	1,18	120,7
i) Total Tramo Precautorio	0,95	62,6
Capital de Trabajo	0,47	1,0
Portafolio de Liquidez	0,97	54,9
Portafolio 0-3 años (externo) ^{1/}	0,41	2,1
Portafolio 0-3 años (interno)	0,95	4,8
ii) Total Tramo de Inversión	1,71	58,1
Portafolio 0-5 años	1,48	7,5
Portafolio Global	1,40	28,6
Portafolio TIPS ^{2/}	4,76	22,0
II) Total Reservas en Oro	0,63	10,4
TOTAL GENERAL (I + II)	1,10	131,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 NOTA: * Los retornos no son anualizados y al igual que los ingresos no incluyen las variaciones cambiarias del euro, oro, dólar canadiense, dólar australiano, yuan renminbi
^{1/} El Portafolio 0-3 años externo estuvo vigente hasta el 3 de febrero de 2016
^{2/} El portafolio TIPS finalizó el 19 de julio de 2016

Los rendimientos obtenidos por el BCB fueron superiores a sus comparadores referenciales de mercado (*benchmarks*) para cada uno de los portafolios en 20 pb (Cuadro 2.15).

CUADRO 2.15: RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES Y COMPARACIÓN CON LOS BENCHMARKS PERIODO ENERO - DICIEMBRE 2016
(En porcentaje)

CUENTA	RENDIMIENTO ANUAL BCB	RENDIMIENTO BENCHMARK ^{1/}	DIFERENCIA EN PUNTOS BÁSICOS
TOTAL RESERVAS MONETARIAS	1,18%	0,98%	-20
Capital de Trabajo	0,47%	0,29%	18
Portafolio de Liquidez	0,97%	0,79%	18
Portafolio 0-3 años (externo) ^{2/}	0,41%	0,43%	-2
Portafolio 0-3 años (interno)	0,95%	0,78%	17
Portafolio 0-5 años	1,48%	1,14%	34
Portafolio TIPS ^{3/}	4,76%	4,97%	-21
Portafolio Global	1,40%	1,13%	27

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 NOTA: ^{1/} Los Comparadores Referenciales son: Para el Capital de Trabajo, la tasa LIBID *Overnight* promedio en US\$, Portafolio de Liquidez la tasa LIBID a 6 meses promedio en US\$, para el Portafolio Global índice *Merrill Lynch* Letras del Tesoro Francés hasta 1 año en EUR, FIXBIS a 6 meses en AUD, FIXBIS a 6 meses en CAD, depósitos a 6 meses en CNH, *Merrill Lynch* títulos de gobierno chino de 1-10 años en CNY, para el Portafolio TIPS el índice *Barclays Capital US Government Inflation-Linked Bond Index* de 1- 10 años, para el Portafolio 0-3 años el índice *BofA Merrill Lynch U.S. Treasuries* de 0 a 3 años y para el Portafolio 0-5 años los títulos MTI del BIS 0-5 años
^{2/} El Portafolio 0-3 años externo estuvo vigente hasta el 3 de febrero de 2016
^{3/} El portafolio TIPS finalizó el 19 de julio de 2016

53 En fecha 13 de junio de 2016 se compró oro por un valor de \$us6,5 millones, equivalente a 159,9 kilogramos.

54 La Ley Nro. 175 de 11 de octubre de 2011, autoriza al BCB a comprar oro en barras en el mercado local.

6.6. MOVIMIENTO DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES EN EFECTIVO

El BCB con el objeto de cubrir la demanda de divisas efectuó importaciones de dólares desde Estados Unidos. En 2016, el retiro neto de dólares estadounidenses por parte del sistema financiero para atender los requerimientos de sus clientes fue de \$us1.335 millones, para lo cual el ente emisor importó \$us1.488 millones. Adicionalmente, se efectuó la exportación de billetes por \$us54 millones (Cuadro 2.16).

CUADRO 2.16: IMPORTACIÓN Y EXPORTACIÓN DE DÓLARES – GESTIÓN 2016
(En millones de dólares estadounidenses)

Mes / Periodo	Remesas MM \$us		
	Importación	Exportación	Importación Neta
Enero	198,4	0,0	198,4
Febrero	198,4	0,0	198,4
Marzo	99,2	8,5	90,7
Total 1er Trim.	496,0	8,5	487,5
Abril	99,2	0,0	99,2
Mayo	99,2	10,4	88,8
Junio	198,4	0,0	198,4
Total 2do Trim.	396,8	10,4	386,4
Julio	99,2	9,5	89,7
Agosto	99,2	0,0	99,2
Septiembre	99,2	0,0	99,2
Total 3er Trim.	297,6	9,5	288,1
Octubre	99,2	12,4	86,8
Noviembre	99,2	0,0	99,2
Diciembre	99,2	13,0	86,2
Total 4to Trim.	297,6	25,5	272,1
Total 2016	1.488,0	53,8	1.434,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia

6.7. POLÍTICAS FINANCIERAS

En 2016, el BCB emitió normas relativas al régimen de encaje legal y posición de cambios, sistema de liquidación de pagos y administración y recuperación de cartera de créditos. Las principales Resoluciones de Directorio fueron:

R.D. 046/2016 de 15 de marzo de 2016: aprueba el Reglamento de Administración y Recuperación de Cartera de Crédito con el objeto de normar la administración y recuperación de la cartera recibida por el BCB.

R.D. 107-108/2016 de 14 de junio de 2016: modifica los reglamentos de encaje legal y posición de cambios a los nuevos tipos de entidades financieras establecidas en la ley N°393.

R.D. 174/2016 de 6 de septiembre de 2016: aprueba la modificación al Reglamento de Posición de Cambios relacionado con los límites a los descalses de monedas y establece las entidades que están exentas de su aplicación.

R.D. 203/2016 de 18 de octubre de 2016: aprueba el Reglamento del Módulo de Liquidación Diferida (MLD) del Sistema de Pagos (LIP) que norma el funcionamiento, operatividad de los procesos de compensación y liquidación, derivados del procesamiento de Ordenes Electrónicas de Pago del Sistema de Liquidación Integrada de Pagos.

R.D. 214/2016 de 15 de noviembre de 2016: modifica el Reglamento de Encaje Legal, relacionado con las deducciones y exenciones del encaje, además se establecen las cuentas contables que están exentas de la aplicación del encaje en efectivo y del encaje adicional en títulos para las Instituciones Financieras de Desarrollo.

Circular Externa SGDB N°038/2016 de 21 de octubre de 2016: pone a disposición de las EIF la nueva versión del Sistema de Captura de Operaciones, tasas de interés y tipos de cambio (versión 4.37), además incorpora a las Instituciones Financieras de Desarrollo para la generación de información.

6.8. POLÍTICA DEL SISTEMA DE PAGOS

El sistema de pagos electrónico se constituye en brazo operativo de los mercados financieros, ya que a través de este sistema se transfieren recursos monetarios para el perfeccionamiento de los acuerdos comerciales y financieros. El funcionamiento seguro y eficiente del sistema de pagos nacional es muy importante por su aporte a la actividad económica. En este marco, durante 2016, el BCB continuó las acciones para la implementación de políticas orientadas a normar la provisión de servicios e instrumentos de pago y procesos de compensación y liquidación en procura del desarrollo y mayor acceso de la población a estos servicios.

Mediante R.D. N° 203/2016 de 18 de octubre de 2016 se aprobó del Reglamento del Módulo de Liquidación Diferida (MLD) del Sistema de LIP que norma su funcionamiento, operatividad y los procesos de compensación y liquidación, así como también establece los derechos, obligaciones y responsabilidades del administrador y participantes del sistema. El MLD tiene como objetivo integrar el sistema financiero facilitando las transferencias electrónicas de fondos de clientes de entidades financieras que aún no están conectadas a la Cámara de Compensación de órdenes electrónicas de pago de la ACCL S.A.

A través de circular externa SGDB N°005/2016 de 12 de febrero de 2016, de acuerdo a lo establecido en el Artículo 27 del Reglamento de Servicios de Pago, Instrumentos Electrónicos de Pago, Compensación y Liquidación, se emitió la actualización de los requerimientos mínimos de seguridad para las operaciones con tarjetas electrónicas, órdenes de pago y billeteras móviles (antes circular externa SGDB N°016/2012 de fecha 17.04.2012). Esta actualización de la norma responde a una adecuación a diferentes términos definidos en la Ley de Servicios Financieros y contribuye a mejorar la seguridad en el uso de instrumentos electrónicos de pago.



7. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2017

Las perspectivas apuntan a un mejor desempeño económico a nivel mundial, principalmente, gracias al aporte de las economías emergentes y en desarrollo. No obstante, la incertidumbre en relación a las políticas a ser adoptadas por la nueva administración en EE.UU. se mantiene como el principal riesgo.

El crecimiento de la actividad económica nacional se encontraría alrededor de 4,7% a fines de 2017. La mayoría de los sectores presentaría una importante expansión debido a los impulsos fiscales y monetarios, un mejor año climático esperado y mayores ingresos externos por la recuperación del precio del gas principalmente. La demanda interna continuaría siendo el principal motor del crecimiento, empero, también se prevé una expansión de la demanda externa.

Al cierre de la gestión, la inflación se situaría en torno a 5,0%, en un rango entre 4,0% y 6,0%, en línea con la recuperación de los precios de las materias primas, el dinamismo interno esperado, además de un efecto estadístico por base de comparación.

Acorde con estos objetivos, se han establecido, de forma coordinada con el MEFP, metas cuantitativas para las principales variables fiscales y monetarias, plasmadas en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2017.

En este marco, la política monetaria mantendrá su orientación expansiva iniciada a mediados de 2014 con el propósito de contribuir al dinamismo de la actividad económica, preservando la estabilidad de los precios internos. La orientación de la política cambiaria estará dirigida a controlar la inflación importada, profundizar la Bolivianización y mantener la estabilidad del sistema financiero; todo esto evitando desviaciones persistentes del tipo de cambio real respecto a sus fundamentos.

7.1. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Las perspectivas globales para 2017 y 2018 sugieren un repunte de la actividad económica mundial, destacando el aporte de las economías emergentes y en desarrollo. En efecto, las proyecciones del FMI estiman un mayor dinamismo para el bienio 2017-2018, con tasas de expansión de 3,5% y 3,6%, respectivamente. Este comportamiento sería atribuible al crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo (4,5% y 4,8%, respectivamente) y en menor grado a la leve recuperación esperada en las economías avanzadas (2,0% y 2,0%, respectivamente). En cuanto al comercio mundial, se prevé un mejor desempeño durante 2017, aunque existe incertidumbre por las crecientes tendencias proteccionistas que cobraron mayor impulso después del *Brexit* y las elecciones presidenciales en EE.UU.

A pesar que el bloque de economías avanzadas recobraría dinamismo durante 2017 y 2018, el pronóstico se encuentra particularmente asociado al riesgo derivado de la incertidumbre en relación a la orientación de las políticas estadounidenses y sus impactos a escala internacional. En efecto, se espera que el crecimiento de Estados Unidos se acelere impulsado principalmente por los estímulos fiscales anunciados

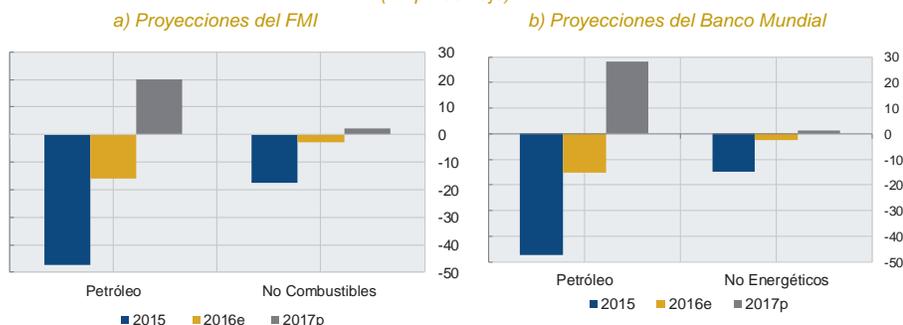
por la administración entrante. Sin embargo, factores de riesgo se encuentran asociados a una posible normalización más rápida de lo previsto en la política monetaria y una orientación más restrictiva y enfocada al proteccionismo en relación a las políticas comerciales y migratorias, aspectos que podrían contrarrestar el efecto de los impulsos fiscales y, a la vez, generar externalidades negativas sobre el desempeño del comercio mundial.

Por su parte, la Zona Euro mantendría un modesto crecimiento con tasas en torno a 1,7%, destacándose las revisiones al alza en las proyecciones iniciales en Alemania y España, debido al buen desempeño observado durante el último periodo de 2016. Con relación al Reino Unido, existe todavía una alta incertidumbre que rodea a la estrategia con la que dicho país podría abandonar la Unión Europea; sin embargo, debido al destacable desempeño registrado en el último trimestre de 2016 se prevé que alcance un crecimiento de 2,0% en 2017, con una tendencia estable para los siguientes años.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuarán liderando la actividad económica mundial, destacando el aporte de las economías asiáticas. Asimismo, se espera que la recuperación de los precios de las materias primas, observada durante la segunda mitad de 2016, coadyuve al dinamismo económico y les otorgue mayor margen de acción para mantener las políticas de estímulo. El crecimiento esperado para China en 2017 (6,6%), se encuentra acorde con el proceso de rebalanceo para fortalecer su demanda interna, por lo que se espera se mantengan las políticas de respaldo ya implementadas en materia fiscal y crediticia, aspectos determinantes para enfrentar los riesgos originados por una menor inversión y mayores salidas de capital. En el caso de la India, se prevé que se mantenga el fuerte crecimiento con una tasa alrededor de 7,2% para 2017, debido al efecto positivo de los términos de intercambio, además de las medidas de política económica y las reformas estructurales adoptadas.

En América del Sur se espera que en 2017, a diferencia de lo ocurrido en los dos últimos años, se registre un crecimiento de 0,9%, gracias a una mejor trayectoria del consumo privado y la inversión. Además, se prevé que se mantengan los incrementos de los precios internacionales de materias primas, observados desde mediados de 2016. En efecto, según las proyecciones de organismos internacionales, el precio del petróleo reflejaría un alza promedio entre 20%-30% en 2017 (Gráfico 2.25); mientras que las materias primas no energéticas (entre las que se incluye metales, alimentos, entre otros), experimentarían un repunte de precios en menor cuantía que la del petróleo.

GRÁFICO 2.25: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE COMMODITIES
(En porcentaje)



FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial, actualización de Enero de 2017; y Banco Mundial, Perspectivas económicas globales, Enero de 2017
 NOTA: (e) estimado (p) proyectado

En cuanto a las políticas en 2017, los bancos centrales de América del Sur optarían por mantener o expandir la orientación expansiva de la política monetaria en función a sus objetivos y la evolución de los precios y producción. En resumen, las perspectivas de crecimiento en la región han mejorado; sin embargo, se mantendría una marcada heterogeneidad en cuanto al desempeño entre las economías, destacando Bolivia como la economía con el mayor dinamismo.

7.2. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA NACIONAL

Para 2017 se prevé que el crecimiento económico se encontraría alrededor de 4,7%, mayor al estimado para el cierre de 2016 (4,3%), por mejoras en las condiciones internas y externas para la expansión de la actividad económica. En efecto, se prevé un buen desempeño en la mayoría de los sectores, particularmente los más relacionados a las políticas fiscal y monetaria. Asimismo, se mantendría la fortaleza de la demanda interna y se espera un mayor aporte de la demanda externa.

Esta proyección se fundamenta en el dinamismo y contribución al crecimiento económico de los siguientes sectores: Industria Manufacturera; Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas; Servicios de la Administración Pública; Agricultura, Silvicultura Caza y Pesca; Construcción; Minerales Metálicos y No Metálico; y Electricidad, Gas y Agua. En el mismo sentido, el resto de los sectores mantendrían un crecimiento acorde a la fortaleza de la demanda interna.

Como en los últimos años, la Industria Manufacturera sería uno de los sectores con mayor incidencia en el crecimiento, explicado por la mayor producción de productos refinados de petróleo (sobre todo GLP) y la puesta en marcha de nuevos proyectos productivos como la planta de Urea y Amoniaco en Bulo-Bulo (Cochabamba), entre otros. La producción de cemento mantendría una dinámica acorde con la expansión de la Construcción. Asimismo, dado el importante dinamismo de la demanda interna y particularmente del consumo, se espera que la producción de la industria de alimentos mantenga un crecimiento sostenido.

El sector Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas expondrá un ritmo de crecimiento acorde a la orientación expansiva de la política monetaria y la Ley de Servicios Financieros, que fomentarían el crecimiento sostenido de los créditos de productivos y de vivienda de interés social.

Los Servicios de la Administración Pública estarían en línea con la mayor participación del Estado en la economía, por lo cual se prevé un mayor fortalecimiento de las empresas estatales y la administración gubernamental en general para la implementación de diversos proyectos productivos y de infraestructura.

Dado que se espera una menor recurrencia de fenómenos climatológicos adversos y mayores superficies cultivadas con mejoras en el rendimiento de algunos productos básicos afectados por las sequías en la gestión anterior, se proyecta un mejor desempeño del sector de Agricultura, Silvicultura Caza y Pesca.

Por otro lado, el sector minero tendría un buen comportamiento tanto en la minería privada como en la estatal. En el primer caso, por el incremento de la producción en la minería mediana, mientras que se espera una mayor producción de estaño en Huanuni (COMIBOL) por la puesta en marcha de la Planta de Concentración de este mineral.

El buen desempeño de la Construcción estaría fundamentado en la importante inversión pública en infraestructura planificada para la gestión, además del entorno favorable para la construcción privada, en parte como resultado de la política monetaria expansiva y la Ley de Servicios Financieros.

El sector de Electricidad, Gas y Agua es un sector estratégico según el Plan Nacional de Desarrollo 2016-2020, por lo que se espera un incremento de la cobertura interna del servicio de electricidad y mayor generación de potencia susceptible de exportación por la conclusión de diversos proyectos, como la hidroeléctrica Misicuni en Cochabamba y las plantas solares de Uyuni y Oruro, entre otros.

El Sector de Hidrocarburos presentaría una menor contracción que la gestión 2016 debido al incremento de la demanda interna, en línea con los programas del Gobierno destinados a extender el uso doméstico e industrial del gas natural; y las mayores compras por parte de Argentina en cumplimiento del contrato con este país.⁵⁵ Estos factores contrarrestarían parcialmente el menor dinamismo esperado de la demanda de gas natural de Brasil.

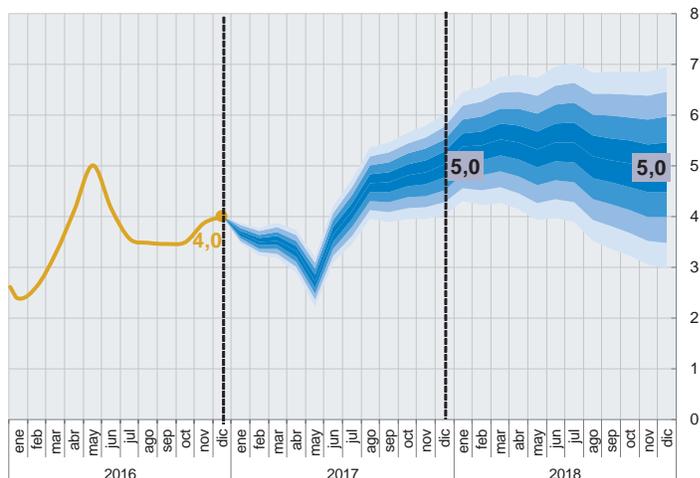
⁵⁵ Cabe señalar que en el marco del contrato de venta de gas natural a ENARSA y la creciente demanda del mercado argentino, se prevé mayores envíos de este energético a dicho país. Según el Ministerio de Hidrocarburos se incrementarán los envíos de gas natural al mercado argentino hasta 20,03 MMm3/d durante la gestión 2017.

Finalmente, cabe recalcar que dentro la demanda interna, el consumo y la inversión continuarían apuntalando el crecimiento de la actividad económica, hecho sustentando en gran medida en los aportes de los impulsos fiscales y monetarios.

7.3. PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN Y LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2017

Al cierre de la gestión 2017, la inflación se situaría en torno a 5,0%, en un rango de proyección entre 4,0%–6,0%, en línea con la recuperación de los precios de las materias primas, el dinamismo interno esperado, además de un efecto estadístico por base de comparación. Asimismo, para el año 2018 se proyecta que la inflación también esté alrededor de 5,0% (Gráfico 2.26).

GRÁFICO 2.26: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA 2017–2018



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
 NOTA: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central. La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%

Preservando la estabilidad de los precios internos, la política monetaria del BCB contribuirá a la dinámica del crecimiento económico acorde con su orientación contracíclica. En este sentido, salvo la regulación de excedentes de liquidez estacionales que, por una parte permitiría recuperar espacios para la política monetaria y, por otra, en presencia de choques de oferta ayudará a mitigar presiones inflacionarias de segunda vuelta, la política monetaria mantendrá su orientación expansiva iniciada a mediados de 2014 con el propósito de contribuir al dinamismo de la actividad económica.

Acorde con los objetivos de crecimiento e inflación para 2017, el programa macroeconómico plasmado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero, elaborado en forma coordinada entre el MEFP y el BCB, establece metas cuantitativas para las principales variables fiscales y monetarias, las mismas que serán evaluadas periódicamente y a finales de gestión (Cuadro 2.17).

CUADRO 2.17: METAS DEL PROGRAMA FISCAL – FINANCIERO 2017
 (En millones de bolivianos)^{1/}

	T1	T2	T3	T4
Variables Fiscales				
Superávit del Sector Público ^{2/}	1.087	2.597	7.525	16.347
Financiamiento Interno al Sector Público	-4.624	-4.734	-1.499	4.373
Variables Monetarias				
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	-5.526	-6.199	-4.039	1.601
Crédito Interno Neto total	-3.298	-2.831	-1.319	6.966
Reservas Internacionales Netas del BCB ^{3/}	66	55	-154	-635

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 NOTA: ^{1/} Flujos acumulados
^{2/} Superávit (-) Déficit (+)
^{3/} En millones de dólares

La política cambiaria continuará orientada a mantener la estabilidad de la inflación, consolidar la Bolivianización y preservar la fortaleza del sistema financiero. Asimismo, procurará evitar la generación de desviaciones persistentes del tipo de cambio real respecto a sus fundamentos.

