

INFORME DE MILENIO SOBRE LA ECONOMÍA DE BOLIVIA

Septiembre 2018, No. 40



Fundación Milenio

INFORME DE MILENIO SOBRE LA ECONOMÍA DE BOLIVIA

Fundación Milenio

**INFORME DE MILENIO
SOBRE LA ECONOMÍA DE BOLIVIA**

Septiembre 2018, No. 40

Autores del Informe:

José Luis Evia y Luis Carlos Jemio

Editor responsable

Henry Oporto

Fundación Milenio

Milenio.bo@gmail.com

www.fundacion-milenio.org

Depósito legal: 4-3-94-18

ISBN: 978-99954-1-873-1

Producción:

Plural editores

Av. Ecuador 2337, esq. calle Rosendo Gutiérrez

Teléfono 2411018 / Casilla 5097 / La Paz, Bolivia

e-mail: plural@plural.bo / www: plural.bo

Impreso en Bolivia

ÍNDICE

PRESENTACIÓN	7
RESUMEN.....	9
SECTOR EXTERNO	11
GESTION FISCAL.....	21
ACTIVIDAD ECONÓMICA	27
GESTION MONETARIA	31
PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO	37
SISTEMA FINANCIERO	41
PROSPECTIVA	49

PRESENTACIÓN

El Informe de Milenio sobre la Economía de Bolivia No 40, expone un estado de situación de la economía nacional, con base en la información estadística oficial correspondiente a la gestión 2017 y a los primeros meses de 2018. Su objetivo primordial es ofrecer un panorama general sobre el desenvolvimiento económico del país, en una coyuntura, como la actual, signada por las tensiones e incertidumbres del cambio del ciclo económico, la ralentización del crecimiento y la irrupción de desajustes macroeconómicos.

Si otras economías latinoamericanas, lo mismo que Bolivia, enfrentan choques externos, y se ven forzadas a realizar ajustes y reformas, en algunos casos apremiantes, y en contextos políticos y sociales complejos, difícilmente la economía boliviana podría escapar a esa misma necesidad y urgencia. De hecho, el debate económico se abre paso en la agenda pública, y en él asoman preocupaciones y cuestiones de suyo controversiales. Muchos bolivianos se interrogan sobre la salud económica del país, y por su propio futuro y seguridad económica.

Este Informe, elaborado por los experimentados economistas e investigadores José Luis Evia y Luis Carlos Jemio, se inscribe en ese contexto.

Siguiendo la tradición de estudios anteriores, el Informe que ahora presentamos destaca por su alto nivel profesional, su rigor técnico y su calidad investigativa al servicio de una labor académica honesta e independiente.

Sabemos que este documento es un producto muy esperado por profesionales, académicos, estudiantes, empresarios, políticos, funcionarios y periodistas, y también por instituciones públicas y privadas y organismos internacionales, que buscan información y análisis serios para una comprensión mejor de nuestra realidad y del entorno externo así como para el planteamiento y discusión de políticas y estrategias económicas.

Nos congratulamos pues de poner a disposición del público boliviano y extranjero esta nueva versión del Informe de Milenio sobre la Economía de Bolivia, en un formato sucinto y ejecutivo pero no por ello menos sustantivo.

La Paz, septiembre de 2018

Henry Oporto

RESUMEN

La economía boliviana ha demostrado su extrema vulnerabilidad a potenciales shocks externos de rebaja de los precios de exportación, especialmente de hidrocarburos. En efecto, la caída de precios observada en 2014, 2015 y 2016, ha puesto en evidencia la fragilidad de los equilibrios macroeconómicos presentados hasta 2014. Esta caída viene acompañada de déficits externos y fiscales significativos, que, a su vez, se traducen en mayores niveles de endeudamiento y en pérdida de reservas internacionales.

Los shocks externos también han reducido el ritmo de crecimiento económico en 2017 y 2018, prosiguiendo la tendencia de desaceleración manifestada a partir de 2015. Si en 2014 el PIB creció en 5.4%, en 2017 este crecimiento se redujo a 4.2%. En el primer trimestre de 2018, la tasa de crecimiento llegó a 4.4%.

En ese escenario, es verdad que la recuperación de los precios internacionales, observada durante los dos últimos años, ha devenido un alivio parcial de los desequilibrios macroeconómicos, pero sin llegar a revertirlos. Como resultado, la economía boliviana exhibe una situación incierta, caracterizada por elevados déficit externo y fiscal así como también por la desaceleración del crecimiento económico y la pérdida de competitividad cambiaria.

En 2017 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 6,4% y el déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) de 7,8% del PIB, lo cual ha implicado un aumento del endeudamiento externo público de \$us 2.160 millones y, consiguientemente, del endeudamiento público total de \$us 3.713 millones. Por cierto, el elevado endeudamiento externo ha amortiguado e incluso evitado una caída más pronunciada de las reservas internacionales del BCB, que en 2017 se redujeron en \$us 179 millones, muy por debajo de las caídas de observadas en 2015 y 2016.

Ahora bien, más allá de los efectos de la volatilidad de los precios de exportación, la economía boliviana ha empezado a evidenciar problemas estructurales de oferta en renglones productivos claves como minería e hidrocarburos. Lo cierto es que la falta de inversiones importantes en ambos sectores reduce la capacidad de crecimiento de los mismos. De hecho, en 2017 el PIB minero creció en apenas 1.6%, mientras que el de hidrocarburos cayó en 2.4%, durante el primer trimestre de 2018, el sector minero cayó en 2.3%, en tanto que el sector de hidrocarburos creció en 6%, esto último como un efecto rebote de las fuertes caídas del PIB hidrocarburífero en los tres años previos.

Por otro lado, la merma de las reservas internacionales, junto con la política de tipo de cambio fijo, tiene impactos contractivos sobre la oferta de dinero. En este sentido, una menor cantidad de dinero puede, a su vez, generar efectos recesivos en la economía, como resultado de un nivel menor de actividad económica así como de una baja inflación. De hecho, en 2016 la base monetaria se había contraído en 11.8%, luego atenuada en 2017 con una recuperación de 10.2%, apoyada por una política monetaria activa de redención de bonos y de mayor crédito al sector público.

La política de tipo de cambio fijo, a su turno, se ha traducido en una significativa apreciación del tipo de cambio real en los últimos años. No obstante, en 2017 el tipo de cambio real se depreció en 5.1%, debido a la menor inflación y a la mayor apreciación cambiaria observada en los países socios comerciales de Bolivia. Al mes de mayo de 2018 se registra una apreciación acumulada de 30%, desde el año 2010.

También se debe subrayar que la exposición del sistema financiero al riesgo crediticio es un fenómeno que va en aumento, en parte por el hecho de que las entidades financieras están forzadas a cumplir las exigentes obligaciones de la Ley de Servicios Financieros. Como resultado, se verifica una expansión excesiva de préstamos ligados a cuotas de créditos, lo cual redundará en un mayor riesgo crediticio, acompañado de problemas potenciales de mora y liquidez para los bancos y, en última instancia, de una tendencia de contracción del crédito bancario (“credit-crunch”).

Tal como ya se dijo, la caída en los ingresos fiscales, por la reducción de los precios de exportación, pone de manifiesto la fragilidad del modelo de crecimiento económico que sigue Bolivia, por más de una década, sustentado en el uso de los recursos externos para financiar el impulso fiscal, mediante la expansión del gasto y la inversión pública. Agotadas estas fuentes de dinamismo, en una coyuntura de menores ingresos externos y fiscales, la continuidad de dicho modelo se pone en entredicho, debiendo afrontar retos cruciales como su sostenibilidad fiscal, un mayor endeudamiento del sector público y la pérdida acelerada de reservas internacionales.

Incluso en un escenario de recuperación de los precios de exportación, no se puede subestimar el peso y gravitación de factores estructurales que limitan sus efectos benéficos. Así, la falta de inversiones en minería e hidrocarburos –un verdadero cuello de botella– conlleva el agotamiento de reservas mineras y de yacimientos hidrocarburíferos, determinando una severa restricción a la capacidad productiva de estos sectores fundamentales y, por tanto, para su contribución al crecimiento general de la economía.

De otro lado, la política de tipo de cambio fijo ha generado una significativa apreciación cambiaria, restándole competitividad al sector productor de bienes transables, que ahora tiene mucho más difícil competir con las importaciones –ni qué decir con el contrabando– e incursionar en los mercados externos. A ello contribuye, también, la política de incrementos salariales sostenidos y de beneficios adicionales como el doble aguinaldo, que sobredimensionan los costos laborales, sin la contrapartida de mejoras de productividad laboral.

Habida cuenta esta suma de factores y restricciones, el presente informe elabora un escenario proyectado del desempeño económico para los próximos tres años, aplicando un modelo de consistencia macroeconómica-sectorial detallado y bajo supuestos hipotéticos, como el hecho de que las exportaciones de hidrocarburos y minerales se mantengan en sus actuales niveles. El resultado que arroja este ejercicio muestra una proyección macroeconómica tal que, de no mediar un ajuste fiscal oportuno, la situación se torna muy delicada para el año 2020, ya que las reservas internacionales representarían sólo el 50% de las importaciones, equivalentes a 7 meses de importaciones. Asimismo, que el peso de la deuda ganaría mucha relevancia con relación a las exportaciones y con la deuda total escalando al 66,7% del PIB. Por cierto, son condiciones que eventualmente harían cada vez más difícil el acceso al financiamiento externo, el cual, ya hoy mismo, se constituye en la base del crecimiento de la economía boliviana.

SECTOR EXTERNO

La caída de los precios internacionales de las materias primas que exporta Bolivia ha producido un significativo deterioro del balance externo del país. El balance en cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un superávit de \$us 570 millones en 2014 a un déficit de \$us 2.376 millones en 2017. El deterioro es explicado principalmente por el significativo déficit en el balance comercial de bienes y servicios, el cual pasó de un superávit de \$us 1.087 millones en 2014 a un déficit de \$us 2.517 millones en 2017.

En el primer trimestre de 2018, el déficit en cuenta corriente alcanzó a \$us 435 millones, que fue menor al déficit observado en el primer trimestre de 2017 debido a caída en el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios, como resultado de la recuperación de los precios de exportación en los mercados internacionales.

Tabla 1. Balanza de Pagos (Millones \$us)

	2014	2015	2016	2017	1er.Trim 2017	1er.Trim 2018
Cuenta Corriente	570,5	-1.936,2	-1.931,6	-2.375,0	-749,0	-435,0
Balance de Bienes y Servicios	1.087,3	-1.979,7	-2.501,7	-2.526,0	-797,0	-446,0
Ingreso Primario	-1.698,0	-1.127,1	-620,9	-1.122,0	-213,0	-274,0
Ingreso Secundario	1.181,2	1.170,6	1.191,1	1.273,0	261,0	285,0
Cuenta de Capital	5,3	4,7	5,2	5,0	1,0	1,0
Cuenta Financiera	766,5	-2.832,8	-2.256,7	-2.690,0	-751,0	-811,0
Inversión Directa	-689,7	-556,4	-246,5	-645,0	-130,0	-199,0
Inversión de Cartera	733,6	622,1	931,7	-1.213,0	-738,0	77,0
Otra Inversión	-209,6	-1.278,1	104,0	-821,0	100,0	-138,0
Activos de Reserva	932,3	-1.620,3	-3.045,9	-12,0	17,0	-551,0
Errores & Omisiones	190,5	-901,4	-330,4	-321,1	-3,0	-377,6

Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia

El financiamiento del elevado déficit provino básicamente de un mayor endeudamiento y del uso de reservas internacionales, principalmente en el año 2015. En 2016 básicamente se utilizaron solo reservas internacionales para cubrir la brecha. En 2017 se recurrió a mayor endeudamiento y a la colocación de bonos soberanos en los mercados financieros internacionales.

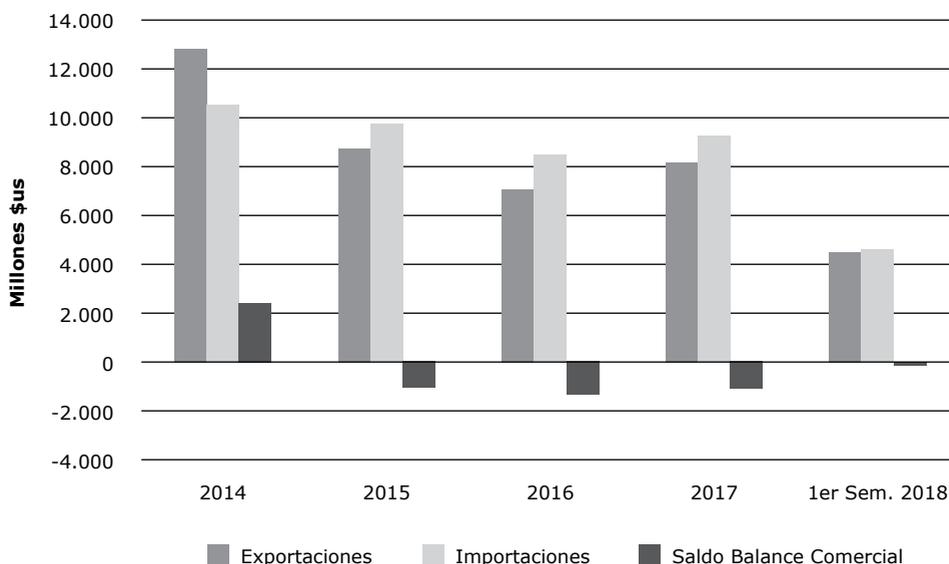
El déficit en cuenta corriente observado en el primer trimestre de 2018 fue financiado principalmente mediante uso de reservas internacionales, aunque también se registró un mayor nivel de endeudamiento externo. Llama la atención el elevado nivel de la partida de Errores & Omisiones que se registra en el primer trimestre de 2018, igual a \$us 377.6 millones, probablemente debido a una salida no registrada de activos externos por cuarto año consecutivo.

Comercio Internacional

Después de haber mostrado un periodo continuo de superávits comerciales en el periodo 2004-2014, a partir de 2015 se registraron déficits comerciales como resultado de los menores niveles de exportaciones observados, explicados por la caída en los precios internacionales de materias primas. El balance comercial de bienes pasó de un superávit de \$us 2.339 millones en 2014 a un déficit de \$us 1.452 millones en 2017. De acuerdo a información sobre comercio exterior publicada por el INE, hasta junio de 2018 se registra un déficit comercial mucho menor, de \$us 140 millones. En base a esta cifra se puede esperar una reducción importante del déficit comercial para este año.

Este comportamiento se debió principalmente a la caída en el valor exportado, que pasó de \$us 12.892 millones en 2014 a \$us 8.194 millones en 2017, mientras que las importaciones cayeron en una menor proporción, pasando de \$us 10.553 millones a \$us 9.304 millones durante similar periodo.

Gráfico 1. Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial (Millones \$us)



Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Al primer semestre de 2018 se observa un aumento en las exportaciones de 19,4% en relación a similar periodo de 2017, mientras que las importaciones aumentaron solo en 4,5%, lo que se traduce en una caída del déficit comercial de 76,9%.

Tabla 2. Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial (Millones \$us)

	2016	2017	1er. semestre 2017	1er. Semestre 2018	Var.% 2018/2017
Balanza Comercial de Bienes	-1.413,7	-1.109,9	-682,0	-157,6	-76,9%
Exportaciones	7.095,8	8.194,5	3.744,6	4.469,6	19,4%
Importaciones	8.509,5	9.304,4	4.426,6	4.627,2	4,5%

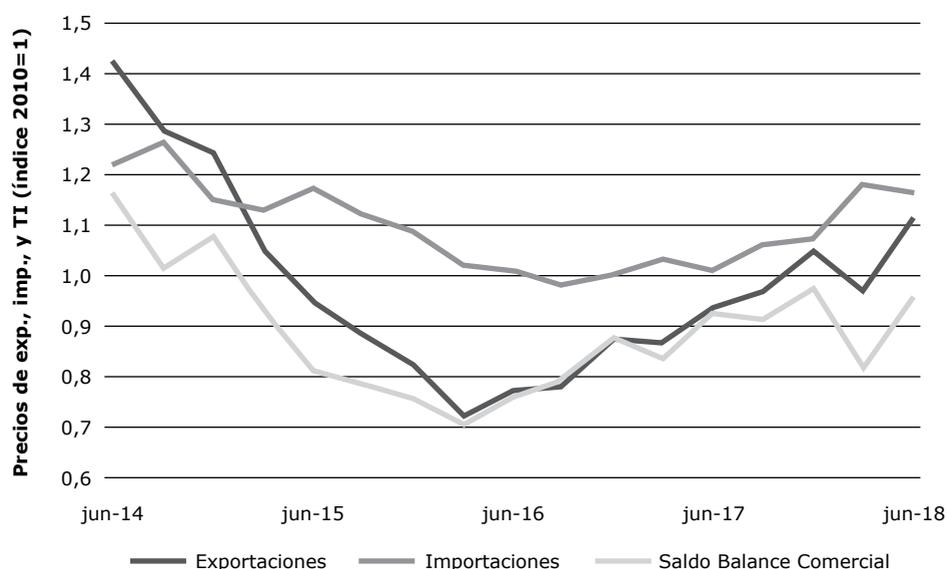
Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Términos de Intercambio

El comportamiento de la balanza comercial es explicado por el comportamiento cíclico de los precios de exportaciones y de importaciones, que afectaron los términos de intercambio (TI) del país. La caída en las exportaciones observada a partir de 2015 se debió principalmente a los menores precios de exportación, mientras que el aumento en los niveles exportados registrada en 2017 y 2018 es explicada por la recuperación de los precios de bienes exportados en los mercados internacionales.

A junio de 2018, el índice global de precios de exportación subió en 53,7% en relación al nivel observado en marzo 2016, siendo este último el nivel más bajo alcanzado por este indicador durante el periodo posterior al super-ciclo de materias primas. Esta recuperación de los precios de exportación mejoró los términos de intercambio (TI) del país. El índice de TI subió en 34,7% durante el periodo mencionado, dado que el índice de precios de importación aumentó en solo 14,1% durante este mismo periodo.

Gráfico 2. Precios de Exportación, Importación y Términos de Intercambio (Índice año 2010 = 1)

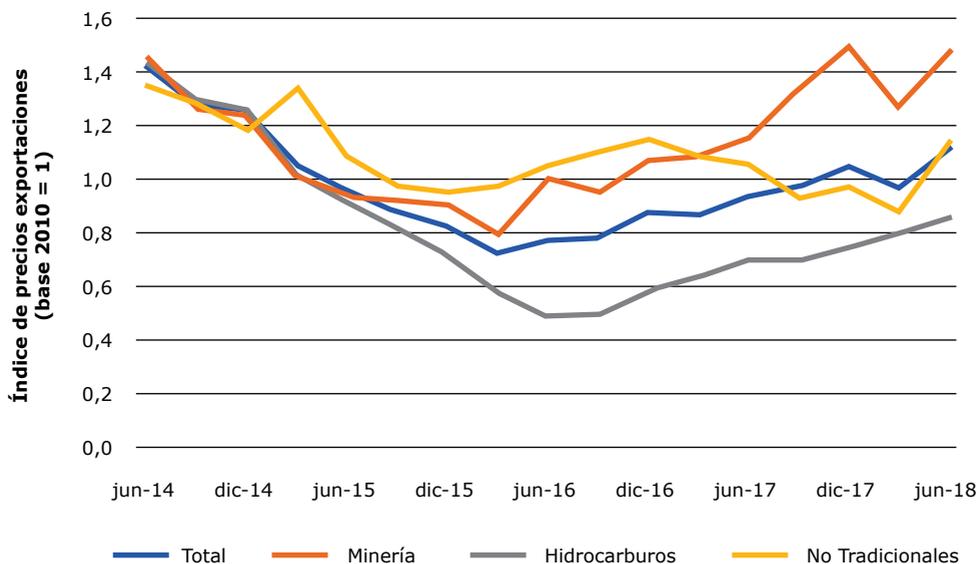


Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Exportaciones

La recuperación en los precios de las exportaciones en el periodo 2016-2018 se debió a los aumentos de los precios de las exportaciones de minerales y de hidrocarburos. Los precios de minerales, que habían experimentado una caída de 47,2% entre marzo 2014 y marzo 2016, aumentaron en 86,1% hasta junio 2018, impulsados principalmente por los aumentos en los precios del zinc (78,0%), plata (104,8%) y wólfram (71,3%).

**Gráfico 3. Precios de Exportaciones
(Índice año 2010 = 1)**



Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Los precios de las exportaciones de hidrocarburos también experimentaron una notoria recuperación. El precio de exportación de gas natural, que había caído en 59,1% entre 2014 y 2016, se recobró en 42,5% hasta junio 2018. Esto se debe a la recuperación en los precios internacionales del petróleo, que aumentaron de \$us 29,78 por barril en enero de 2016 a \$us 73,43 por barril en mayo 2018¹.

Los precios de las exportaciones no-tradicionales también mostraron un comportamiento cíclico, aunque menos pronunciado que las exportaciones mineras y de hidrocarburos. Los precios de tales exportaciones se recuperaron en 17,1% entre marzo 2016 y junio 2018, después de haber caído en 24,3% durante los dos años previos. El precio de la soya, principal producto de exportación agro-industrial, se recuperó en 19,7%, después de caer en 29,4% durante los dos años previos.

1 Petróleo crudo, promedio de tres precios, Brent Fechado, Intermedio de Texas Oeste y Dubai Fateh, Dólares americanos por barril

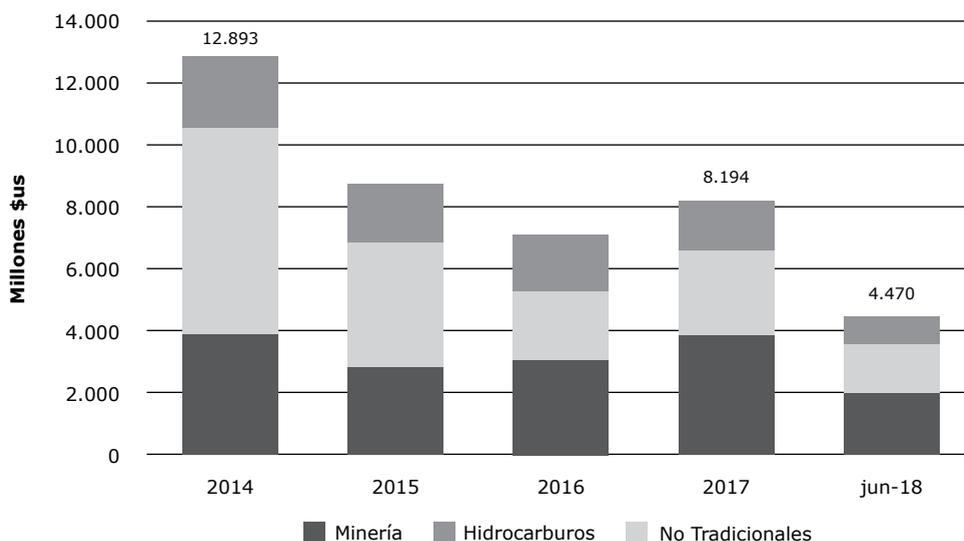
**Tabla 3. Precios de exportación
(Variaciones porcentuales)**

	mar 2016 - mar 2014	jun 2018 - mar 2016
Total Exportaciones	-49,5%	53,7%
Minerales	-47,2%	86,1%
Zinc	-19,0%	78,0%
Plata	-53,9%	104,8%
Estaño	-27,6%	30,5%
Wolfram	-49,6%	71,3%
Antimonio	-43,3%	-25,7%
Plomo	-5,7%	23,7%
Oro	-17,2%	23,3%
Hidrocarburos	-59,5%	47,8%
Gas Natural	-59,1%	42,5%
Otros Hidrocarburos	-68,1%	166,0%
No Tradicionales	-24,3%	17,1%
Soya	-29,4%	19,7%
Madera	-25,5%	-16,9%
Café	36,6%	8,0%
Castaña	33,7%	40,4%
Cacao	-58,5%	33,8%
Azúcar	26,2%	-28,8%
Bebidas	-13,5%	1,0%
Goma	-62,9%	1329,4%
Cueros	-23,6%	-32,8%
Joyería	28,0%	4,6%
Joyería oro importado	-18,9%	14,6%

Fuente: Elaborado en base a información del INE.

El aumento en los precios de los productos de exportación del país ha tenido un efecto favorable sobre el valor de las exportaciones. Las exportaciones de bienes aumentaron de \$us 7.096 millones en 2016 a \$us 7.852 millones en 2017 (10,7% de incremento). A junio de 2018, las exportaciones alcanzan a \$us 4.469,6 millones, por lo que es probable que en el año éstas lleguen a \$us 9.000 millones. El incremento en las exportaciones en 2018 se debe a los mayores valores exportados de hidrocarburos que crecieron en 26.5%, minería (17.3%) y no tradicionales (12.8%).

Gráfico 4. Composición de las exportaciones (Millones \$us)



Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Tabla 4. Composición y crecimiento de las exportaciones (Millones \$us)

	2016	2017	a junio 2017	a junio 2018	Var.% 2018/2017
Total Exportaciones	7.095,8	8.194,5	3.744,6	4.469,6	19,4%
Minería	3.071,8	3.891,0	1.725,1	2.023,1	17,3%
Hidrocarburos	2.197,8	2.734,4	1.234,5	1.561,1	26,5%
No Tradicionales	1.826,1	1.569,1	785,1	885,4	12,8%

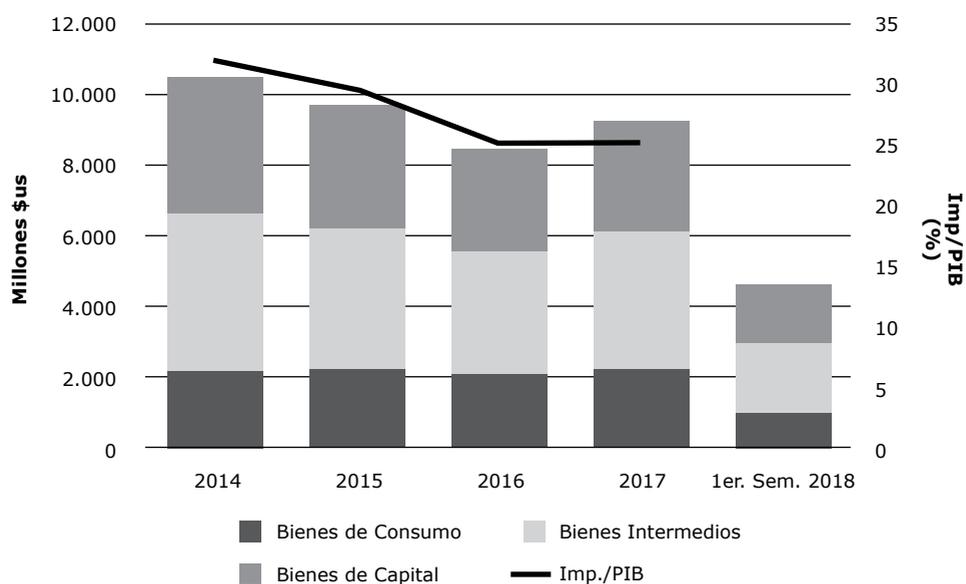
Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Importaciones

Las importaciones, que también habían experimentado una caída en 2015 y 2016, se recuperaron parcialmente en 2017, creciendo en 9.3%. Es interesante notar que la caída en las importaciones ocurrida en este periodo vino acompañada por una caída en la propensión a importar de la economía, medida ésta por la relación importaciones/PIB. Este coeficiente cayó de 32% en 2014 a 25,1% en 2016 y a 24,8% en 2017.

La caída en el valor de las importaciones se debió a varios factores, incluyendo la desaceleración del crecimiento y también los menores precios de los productos importados, especialmente de los combustibles, lo que redujo el valor de las importaciones de bienes intermedios. En 2017 y 2018 ocurrió el efecto inverso, lo que incrementó el valor de las importaciones. A junio de 2018 las importaciones totalizaron \$us 4,627.2 millones, por lo que es muy probable que este año éstas alcancen un valor superior a lo importado en 2017.

**Gráfico 5. Composición de las importaciones
(Millones \$us y porcentaje del PIB)**



Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Tabla 5. Composición y crecimiento de las importaciones (Millones \$us)

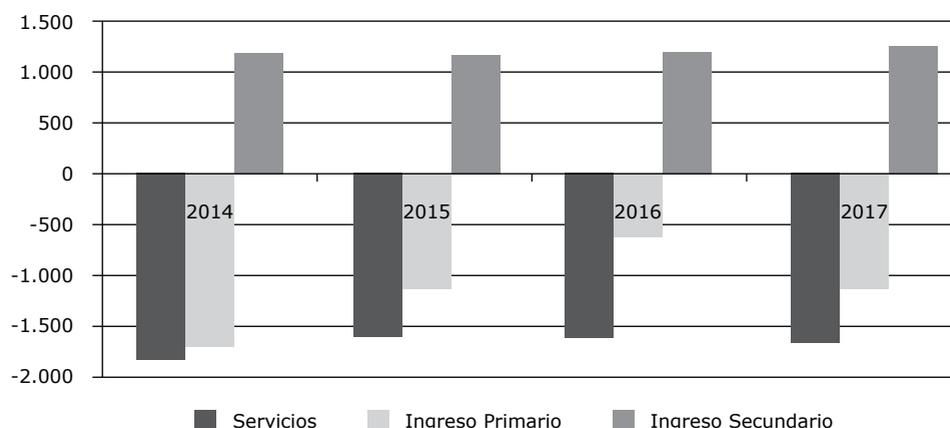
	2016	2017	a junio 2017	a junio 2018	Var.% 2018/2017
Total Importaciones	8.509,5	9.304,4	4.426,6	4.627,2	4,5%
Bienes de Consumo	2.099,2	2.286,5	1.066,5	1.020,0	-4,4%
Bienes Intermedios	3.506,1	3.870,9	1.815,1	1.957,4	7,8%
Bienes de Capital	2.857,4	3.097,2	1.511,6	1.631,4	7,9%
Diversos	46,7	49,8	33,4	18,4	-44,9%

Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Comercio de Servicios, Ingreso Primario e Ingreso Secundario

Si bien las exportaciones de bienes han tendido a recuperarse con mayor dinamismo que las importaciones (lo que ha resultado en una disminución del déficit comercial), esto no significa que los problemas externos del país se hayan reducido en la misma magnitud. El siguiente gráfico muestra los datos sobre los saldos de las cuentas de la cuenta corriente, las mismas que aparecen en la Tabla 1.

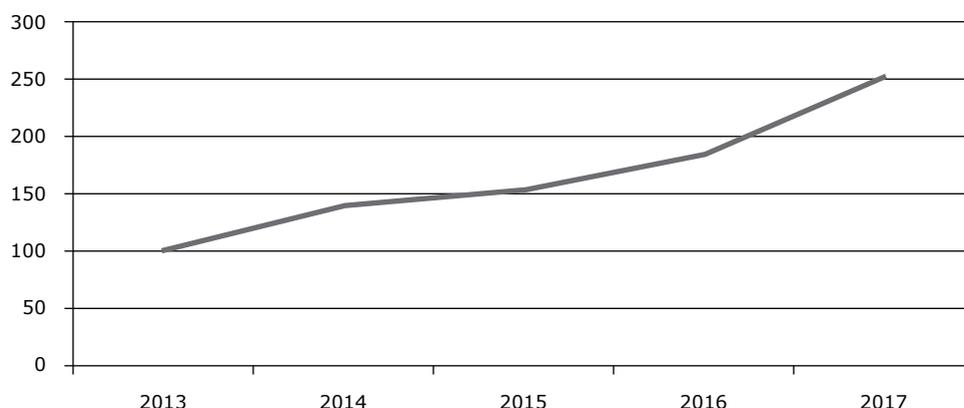
**Gráfico 6. Componentes de la Cuenta Corriente
(SalDOS en \$us MM)**



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

Como se aprecia, Bolivia tiene importantes saldos negativos en el comercio de servicios y en el ingreso primario. El saldo negativo en el comercio de servicios supera los \$us 1.500 millones, déficit que ha tendido a incrementarse los últimos años. Por otro lado el déficit en el ingreso primario supera los \$us 1.000 millones. Los egresos de esta cuenta corresponden principalmente a la renta de inversión directa. Las inversiones extranjeras en el país son principalmente inversiones realizadas en el sector de hidrocarburos y en menor medida en minerales, por ello en gran medida el valor del déficit en el ingreso primario refleja la renta de esta inversión. De ahí también que esta renta haya caído con la caída en los precios de los bienes primarios y tienda a incrementarse con la mejora en los precios internacionales de las materias primas. Por otro lado el servicio de la deuda, como contrapartida al incremento de la deuda pública, se ha ido incrementando también en estos años. El servicio de esta deuda se contabiliza como ingreso primario, lo que contribuye también a explicar el creciente déficit de esta cuenta. El siguiente cuadro muestra el pago de intereses y comisiones sobre la deuda externa pública.

**Gráfico 7. Intereses más Comisiones Deuda Externa Pública
(Millones \$us)**



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

Dado que el país ha incrementado fuertemente su endeudamiento el servicio de la deuda externa se hará más importante en la presente gestión, por lo que los recursos que deben destinarse al pago de estos intereses deberán incrementarse. A mayo del presente año se han pagado \$us 133,1 millones en intereses y comisiones por deuda externa pública.

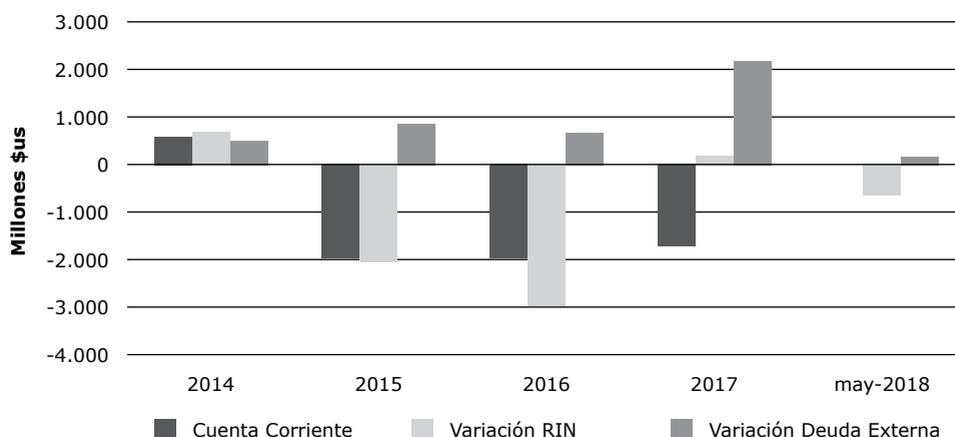
En contrapartida el saldo del ingreso secundario se ha incrementado en los últimos años. Estos ingresos corresponden principalmente a las remesas que recibe el país del exterior. Para el 2017 este ingreso alcanzó a \$us 1.506 millones, un monto muy importante. No obstante, es probable que el ingreso secundario recibido el pasado año no pueda repetirse este año, debido a la crisis que amenaza a los mercados emergentes, especialmente a la Argentina, donde proviene una parte importante del flujo de remesas que ingresa al país.

En suma el 2017 el déficit en cuenta corriente fue explicado principalmente por el déficit en el comercio de servicios (de \$us 1.663 millones), seguido del déficit en el ingreso primario (\$us 1.117 millones) y en menor medida por el déficit en el comercio de bienes (\$us 855 millones). Dado que se obtuvo un superávit en el ingreso secundario, las necesidades de financiamiento fueron de \$us 2.371 millones. Para esta gestión se espera una mejora en el saldo del comercio de bienes, que al primer semestre ha mostrado un ligero déficit de \$us 157 millones. Aún si a fin de año el déficit en el comercio de bienes se sitúa en alrededor de \$us 300 millones, pero el déficit en el comercio de servicios se mantiene como en el pasado año y los déficits en los ingresos primario y secundario tienden a deteriorarse, las necesidades de financiamiento en la presente gestión no estarán por debajo de los \$us 1.500 millones.

Reservas Internacionales y Deuda Externa

El mayor déficit en la balanza comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos, debido a la caída en los precios de exportación, ha tenido un efecto sobre las reservas internacionales del Banco Central y sobre el endeudamiento externo. El gráfico 8 muestra que cuando la economía boliviana pasó a mostrar déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos en 2015 y 2016, estos fueron principalmente financiados por una pérdida de reservas internacionales y en menor medida por deuda externa. En 2017, aunque el déficit en cuenta corriente fue de \$us 2.375 millones, las RIN del Banco Central aumentaron en \$us 179 millones, debido a que el déficit externo fue financiado con mayor deuda externa, que ese año aumentó en \$us 2.160 millones. No se tiene aún información sobre el balance en cuenta corriente para 2018, pero se observa que a mayo de este año, la deuda externa ha aumentado en \$us 147 millones y las RIN se han reducido en \$us 658 millones.

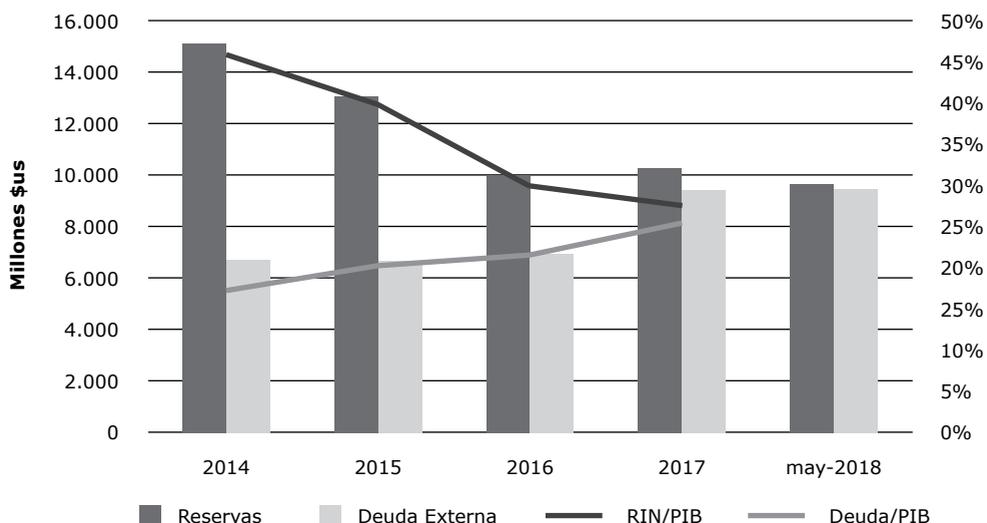
Gráfico 8. Cuenta Corriente de Balanza de Pagos, Reservas Internacionales y Deuda Externa (Millones \$us)



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

Los déficits continuos en cuenta corriente de la economía a partir de 2015, han ocasionado que las RIN se reduzcan de \$us 15,123 millones en 2016 (46,2% del PIB) a \$us 10.260 millones en 2017 (27,6% del PIB), y a \$us 9.602 millones a mayo de 2018. Paralelamente, el nivel de endeudamiento externo de mediano y largo plazo del SPNF aumentó de \$us 5.736 millones en 2014 (17,5% del PIB) a \$us 9.427 millones en 2017 (25,3% del PIB), y a \$us 9.575 millones a mayo de 2018.

Gráfico 9. Reservas internacionales y deuda externa (Millones \$us y porcentaje del PIB)



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia y del INE.

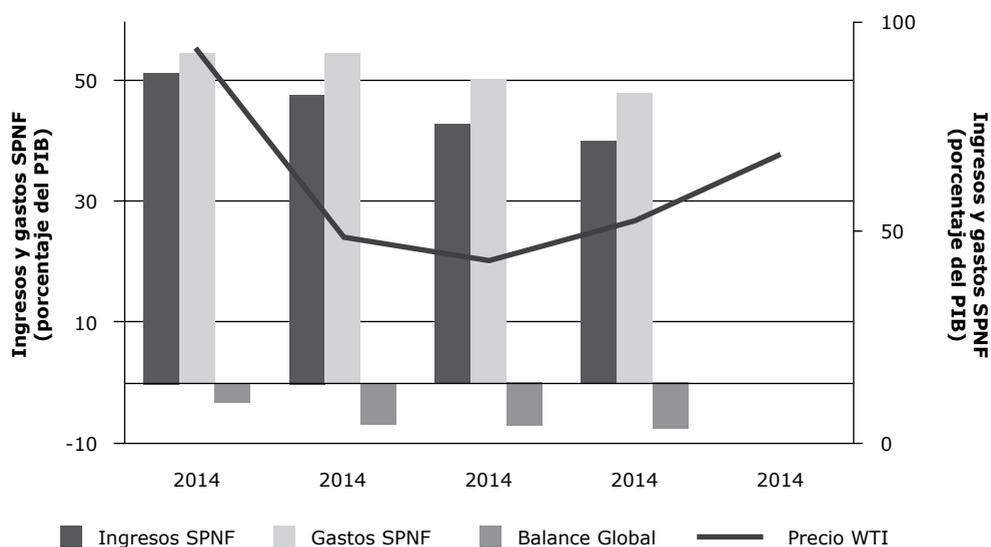
Como se ha destacado antes, las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente alcanzaron el pasado año a \$us 2.371 millones. Estas necesidades de financiamiento fueron cubiertas en parte por la inversión directa extranjera, que alcanzó el pasado año en términos netos los \$us 645 millones. El resto fue cubierto por los créditos que obtuvo el gobierno por \$us 1.041 millones de gobiernos amigos e instituciones multilaterales (\$us 1.041 millones) y por la colocación de bonos en los mercados internacionales (\$us 1.370 millones, que incluyen un monto de \$us 370 millones de redenciones del exterior, que seguramente reflejan la operación con los fondos RAL a los que nos referimos en la parte monetaria). Esto permitió que el país cubriera ampliamente sus necesidades de financiamiento el pasado año, al punto de poder acumular algo de reservas internacionales.

La pregunta es si es posible la misma cantidad de financiamiento para la presente. La colocación de bonos en los mercados internacionales parece ser una opción cada vez menos atractiva. La subida de las tasas de interés, así como la crisis de algunos mercados emergentes hacen presumir que al país le sería mucho más difícil (y oneroso) acudir a los mercados internacionales. Por otro lado, los créditos bilaterales de gobiernos amigos y de organismos multilaterales parecen haber alcanzado el pasado año un pico. A mayo del presente año se desembolsaron \$us 298 millones, mientras que a mayo del 2017 estos desembolsos sumaron \$us 327. Aun cuando existen importantes montos comprometidos de deuda externa (\$us 5.187 en mayo del presente año), habrá que ver cuánto de los recursos se desembolsan este año. Por ello, al no haber colocado deuda en los mercados internacionales, en la presente gestión se ha tenido que financiar el déficit en cuenta corriente principalmente permitiendo que las RIN se reduzcan. A julio las RIN han alcanzado \$us 9.257, lo que representa una pérdida de \$us 1.000 millones en lo que va del año. De no hallarse una fuente de financiamiento significativa (desembolsos de deuda externa importantes o colocación de bonos en los mercados internacionales), posiblemente se vea un movimiento similar en las RIN en lo que resta del presente año.

GESTION FISCAL

La caída en los precios de exportaciones, especialmente de hidrocarburos, tuvo un efecto directo sobre el balance del Sector Público No Financiero (SPNF), que incluye al gobierno general y a las empresas públicas, al reducir los ingresos totales, especialmente de aquellos asociados a los ingresos por la venta de hidrocarburos en los mercados internacionales. Como puede observarse en el gráfico 10, los ingresos totales del SPNF cayeron de un nivel equivalente a 51,4 % del PIB en 2014 a uno de 40,2% del PIB en 2017. Los gastos del SPNF también tendieron a disminuir, debido en parte a la caída del precio del petróleo en los mercados internacionales, lo que redujo por ejemplo el subsidio que el gobierno otorga al consumo interno de carburantes.

Gráfico 10. Ingresos, gastos y balance del SPNF, y precio internacional del petróleo (Porcentaje del PIB y \$us por barril)



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia y del INE.

Por otra parte, se observa que, debido a la caída de los ingresos, el SPNF realizó un ajuste en sus gastos corrientes y de capital. La tabla 6 muestra que los egresos totales del SPNF cayeron de Bs. 123 mil millones en 2014 a Bs. 116 mil millones en 2016, y aumentaron a Bs. 122 mil millones en 2017. Los egresos de capital se redujeron de Bs. 44.2 mil millones en 2014 a Bs. 39.9 mil millones en 2016. En 2017 el gasto de capital del SPNF subió a Bs. 40.8 mil millones, que representa un 2,2% de incremento. Hay que resaltar que el gasto del sector público en inversión no explica el gran aumento en la

formación de capital fijo que la economía mostró en 2017 (ver sección sobre la Actividad Económica). A pesar de los ajustes en el gasto, el déficit global del SPNF aumentó de Bs. 7.7 mil millones en 2016 (3,4% del PIB) a Bs. 20.3 mil millones en 2017 (7,8% del PIB o \$us 2.9 mil millones) debido a los menores ingresos. El Programa Fiscal Financiero para la presente gestión prevé un déficit “de aproximadamente 7,4% del PIB”.

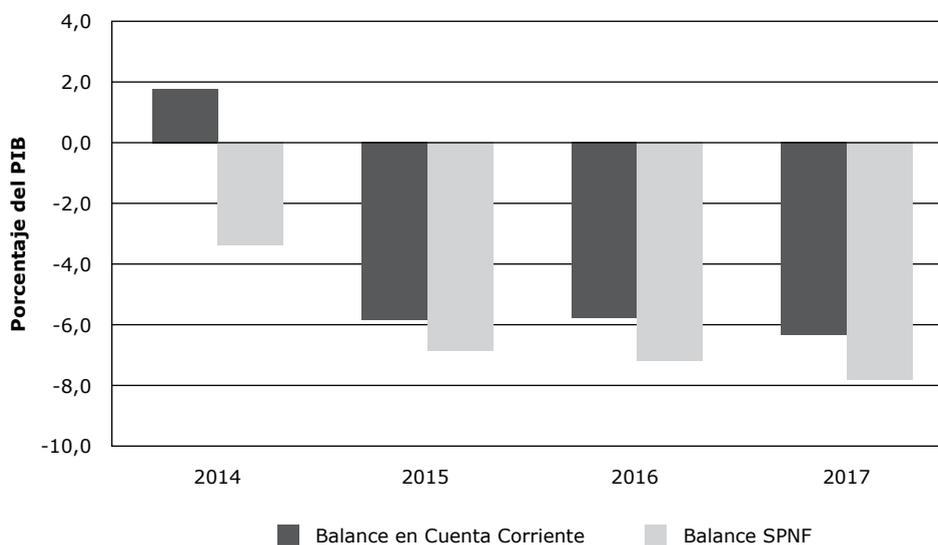
Este abultado déficit público es el que se refleja en el déficit en cuenta corriente de balanza de pagos. El déficit público debe financiarse de alguna manera. Si este financiamiento no proviene de fuentes internas (mayor deuda con el sector privado nacional), debe financiarse por fuerza por mayor deuda externa (o caída de las RIN). Por ello, para reducir el déficit del sector externo (déficit en cuenta corriente) es necesario la reducción del déficit del SPNF. Para balancear las cuentas del sector público se requiere una contracción de su absorción (gasto e inversión) de \$us 2.9 mil millones, equivalente al 16,5% del total de sus egresos o del 49,6% de sus gastos de capital. Como sea dicho esto representa 7,8% del PIB, lo que significaría un ajuste muy fuerte en la economía. Si no se produce un incremento en los volúmenes y precios de las ventas de hidrocarburos (que generen importantes ingresos al SPNF), y/o no se logra acceder a importantes créditos externos, el déficit fiscal tendrá que reflejarse (como lo está haciendo en lo que va del año) en una caída en las RIN, lo que no solamente es un recurso de corto plazo, sino que puede afectar seriamente las expectativas y detonar una crisis de confianza. Por ello es importante que el gobierno tome consciencia de que no existe más remedio que empezar a balancear las cuentas fiscales.

No obstante, un ajuste de shock puede ser muy arriesgado, pues la magnitud del ajuste que se requiere puede generar una elevada contracción de la economía y del empleo. Un ajuste gradual tiene también sus riesgos, como se aprecia en la situación Argentina. Si no existe credibilidad en el ajuste gradual, se puede generar una crisis de confianza con consecuencias imprevisibles en los mercados financieros. Como muestra la experiencia nacional e internacional, las RIN son una medida crucial sobre la que se forman las expectativas, un ajuste (de shock o gradual) tiene mayores posibilidades de éxito cuanto mayor son las reservas de RIN y el acceso al crédito externo. Por ello las reservas no deberían de emplearse para mantener un nivel de actividad de la economía que no está en correspondencia con los fundamentos de la economía, sino más bien para contar con un respaldo para un proceso de ajuste, que cuanto más tarde empiece puede resultar más doloroso.

**Tabla 6. Balance del Sector Público No Financiero (SPNF)
(Millones bolivianos y variación porcentual)**

	2014	2015	2016	2017	1er.Trim 2017	1er.Trim 2018	Var % 2018/2017
Ingresos Totales	117.278	109.041	100.772	104.284	22.859	25.223	10,3
Ingresos Corrientes	116.531	108.181	100.341	103.125	22.684	24.890	9,7
dlc Hidrocarburos	55.199	42.409	32.350	33.446	7.648	8.444	10,4
Ingresos de Capital	747	860	431	1.159	175	333	90,6
Egresos Totales	123.058	122.586	116.032	122.498	23.921	24.383	1,9
Egresos Corrientes	78.781	82.340	76.060	81.644	16.205	16.810	3,7
Egresos de Capital	44.277	40.246	39.972	40.854	7.716	7.573	-1,9
Balance Primario	-5.780	-13.544	-15.260	-18.214	-1.062	840	-179,1
Pago de Intereses	1.889	2.188	1.623	2.041	370	628	69,8
Balance Global	-7.669	-15.733	-16.883	-20.255	-1.432	212	-114,8

Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

Gráfico 11. Balance en Cuenta Corriente de Balanza de Pagos y balance del SPNF (Porcentaje del PIB)

Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia y del INE.

Tabla 7. Balance del SPNF (Abril de cada año - millones de Bs.)

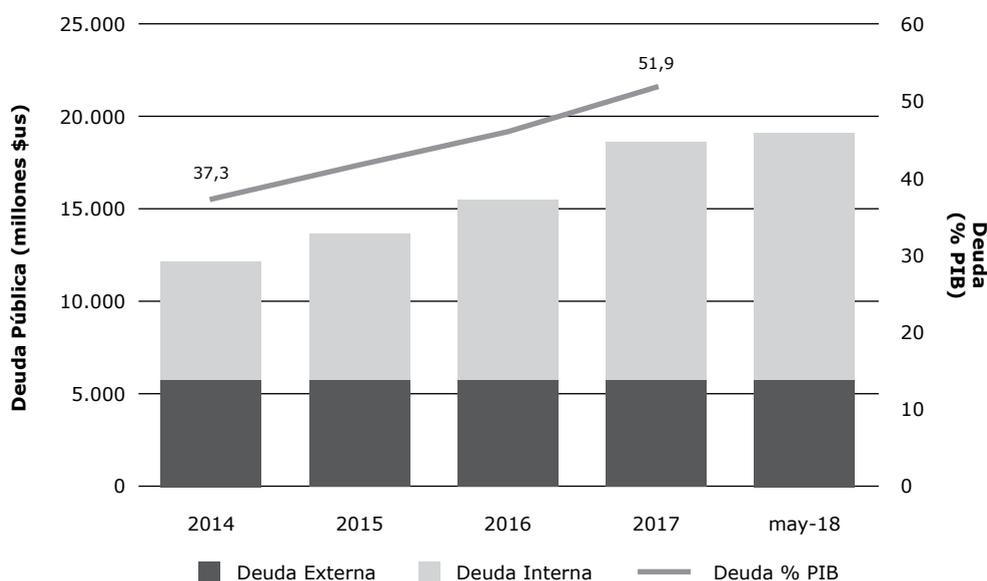
	2017	2018
INGRESOS TOTALES	33.700	37.269
INGRESOS CORRIENTES	33.479	36.913
INGRESOS TRIBUTARIOS	16.941	19.167
INGRESO POR HIDROCARBUROS	10.011	11.304
OTROS INGRESOS CORRIENTES	6.527	6.442
INGRESOS DE CAPITAL	221	355
EGRESOS TOTALES	34.089	35.384
EGRESOS CORRIENTES	24.139	24.241
SERVICIOS PERSONALES	10.165	9.924
BIENES Y SERVICIOS	9.066	8.405
INTERESES DEUDA EXT.-INT.	539	830
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	3.542	3.718
OTROS EGRESOS CORRIENTES	827	1.364
EGRESOS DE CAPITAL	9.950	11.143
SUPERAVIT/DÉFICIT CORRIENTE	32.652	12.672
SUPERAVIT/DÉFICIT GLOBAL	-389	1885

Fuente: Elaborado en base a información del MEFP.

Los datos disponibles para la presente gestión, disponibles hasta el mes de abril, muestran una mejora de los ingresos del SPNF (10,6%) y un crecimiento más lento de los egresos (3,8%). Esto genera un superávit hasta abril de Bs. 1.885 millones, que se contrasta con un déficit hasta abril del 2017 de

Bs. 389 millones. La situación fiscal muestra entonces una mejora con respecto al pasado año, lo que en principio permitiría esperar un déficit menor este año (hay que recordar no obstante que el déficit se genera por lo general en los últimos meses del año, puesto que las recaudaciones de impuestos más importantes se generan hasta abril de cada año). Por otro lado, el gobierno ha iniciado un programa de condonación de multas y accesorios para deudas tributarias, siempre que se cancelen las mismas, lo que puede generar también mayores ingresos. Pero esta mejora en las cuentas fiscales puede ser compensada (al menos en parte) por el pago del segundo aguinaldo, que representa para el sector público un estimado de Bs. 2.500 millones. Aun cuando sería entonces posible pensar que el déficit de la presente gestión puede ser menor al de la gestión pasada (siempre y cuando los precios de las materias primas no sufran una caída), este déficit seguirá siendo importante.

Gráfico 12. Deuda pública total, externa e interna (Millones \$us y porcentaje del PIB)



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia y del INE.

Como se ha señalado anteriormente, el financiamiento de los elevados y continuos déficits del SPNF ha implicado un aumento del stock de deuda pública, tanto externa como interna. El coeficiente de endeudamiento total del SPNF, aumentó de 37,3% del PIB en 2014 a 51,9% del PIB en 2017.

La deuda pública total aumentó de 15.5 mil millones en 2016 a 19.1 mil millones a mayo de 2018. En 2017, el aumento en la deuda pública fue de \$us 2.160 millones, de los cuales \$us 2.160 millones corresponden a deuda externa y \$us 995 millones a deuda interna. El mayor nivel de endeudamiento contraído en 2017 corresponde al Gobierno General, cuyo endeudamiento externo subió en \$us 2.104 millones. El endeudamiento interno del Gobierno General solo aumentó en \$us 210 millones, habiendo caído la deuda con las AFPs en \$us 120 millones. Por otra parte, en 2017 la deuda total de las Empresas Públicas subió en \$us 810 millones, de la cual \$us 786 millones (97%) corresponde a financiamiento proveniente del Banco Central.

En 2018, a pesar que el déficit presupuestado en el Presupuesto General del Estado (PGE 2018) asciende a 8,3% del PIB, la deuda total del SPNF a mayo 2018 solamente aumentó en \$us 482 millones. La deuda externa solo creció en \$us 147 millones y la deuda interna en \$us 335 millones.

**Tabla 8. Deuda pública total, externa e interna
(SalDOS y flujos anuales)**

	SalDOS en millones \$us			Flujos en millones \$us	
	2016	2017	may-18	2017	a mayo 2018
Deuda Externa Total	7.268	9.428	9.575	2.160	147
Gobierno General	6.635	8.738	8.883	2.104	144
Empresas Públicas	300	324	340	24	16
Sector Público Financiero	312	327	315	15	-13
Otros	21	38	38	17	-1
Deuda Interna Total	8.222	9.218	9.553	995	335
Gobierno General	4.265	4.474	4.697	210	223
Con sector Privado	2.858	2.860	2.963	3	103
del cual AFP	1.032	913	844	-120	-69
Con Banco Central de Bolivia	1.407	1.614	1.735	207	121
Empresas Públicas con BCB	3.958	4.744	4.855	786	112
Deuda Pública Total	15.490	18.646	19.128	3.156	482
Gobierno General	10.900	13.213	13.580	2.313	367
Empresas Públicas	4.258	5.068	5.196	810	128
Sector Público Financiero	312	327	315	15	-13
Otros	21	38	38	17	-1

Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

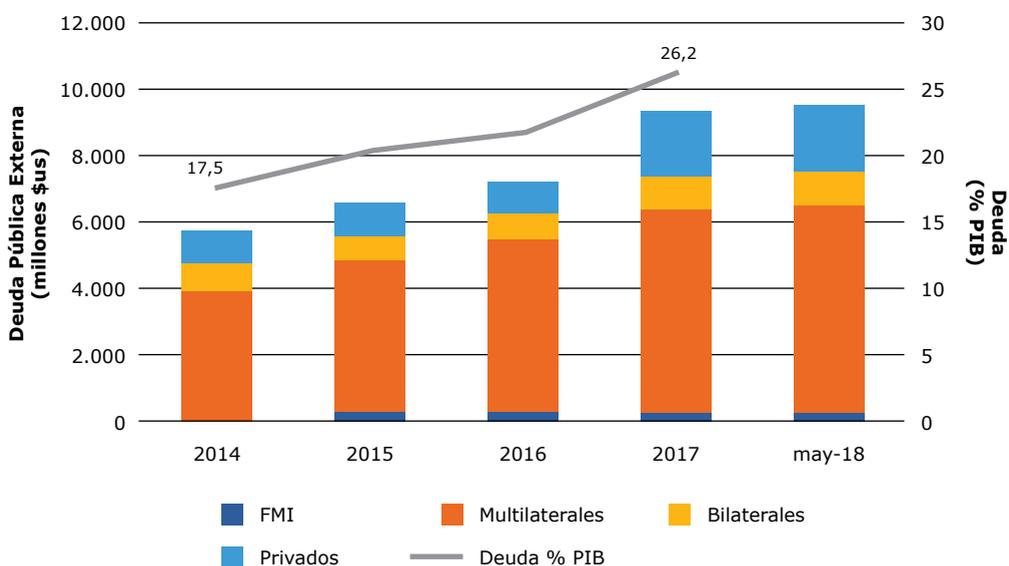
El aumento en la deuda externa pública de mediano y largo plazo en 2017, por fuente de financiamiento, se debió fundamentalmente a la colocación de títulos de bonos soberanos amortizables por \$us 1.000 millones, a un plazo promedio de 10 años, con un cupón de 4,5% anual en mercados de capital internacional (hay que mencionar que esta deuda se colocó con un descuento). Además de desembolsos netos (desembolsos menos amortizaciones) de fuentes multilaterales, principalmente del BID por \$us 467.5 millones y de la CAF por \$us 271.4 millones, y de fuentes bilaterales, donde se destacan los desembolsos netos de créditos de los gobiernos de China por \$us 124.6 millones y de Francia por \$us 118.2 millones.

**Tabla 9. Deuda pública externa
(SalDOS y flujos anuales)**

	SalDOS (millones \$us)			Flujos (millones \$us)	
	2016	2017	may-18	2017	a mayo 2018
Total Deuda Externa	7.267,6	9.427,8	9.575,2	2.160,2	147,4
FMI	220,0	233,2	231,6	13,2	-1,6
Multilaterales	5.282,8	6.159,6	6.265,1	876,8	105,5
Bilaterales	718,6	987,1	1.040,7	268,5	53,6
Títulos de Deuda	1.000,0	2.000,0	2.000,0	1.000,0	0,0
Otros	46,2	47,9	37,8	1,7	-10,1

Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

Gráfico 13. Deuda pública externa por fuente de financiamiento (Saldos y flujos anuales)



Fuente: Elaborado en base a información del BCB y el INE.

El mayor peso que han ido adquiriendo los Títulos de Deuda en el total de la deuda externa boliviana, han aumentado el costo total de la deuda externa del país. La tabla 10 presenta el costo implícito de la deuda externa me mediano y largo plazo, calculado como la relación entre el pago por intereses y comisiones y el stock total de deuda. Puede verse que la tasa de interés implícita del total de la deuda externa pública aumentó de 2,66% en 2015 a 3,45% en 2017 y se redujo marginalmente a 3,39% en 2018. También se observa que el costo implícito de la deuda multilateral también ha mostrado un aumento, debido al mayor peso de la deuda con la CAF en el stock de deuda total, y también por los desembolsos que el país ha venido realizando de deuda de fuentes no concesionales, como es el caso del BIRF.

El aumento de las tasas de interés internacionales observado a partir de 2015 seguramente incidirá en aumentos futuros del costo de la deuda externa boliviana, debido también al mayor peso que viene adquiriendo la deuda proveniente de fuentes no concesionales.

Tabla 10. Tasa de interés implícita de la deuda externa pública por fuente de financiamiento (Porcentaje)

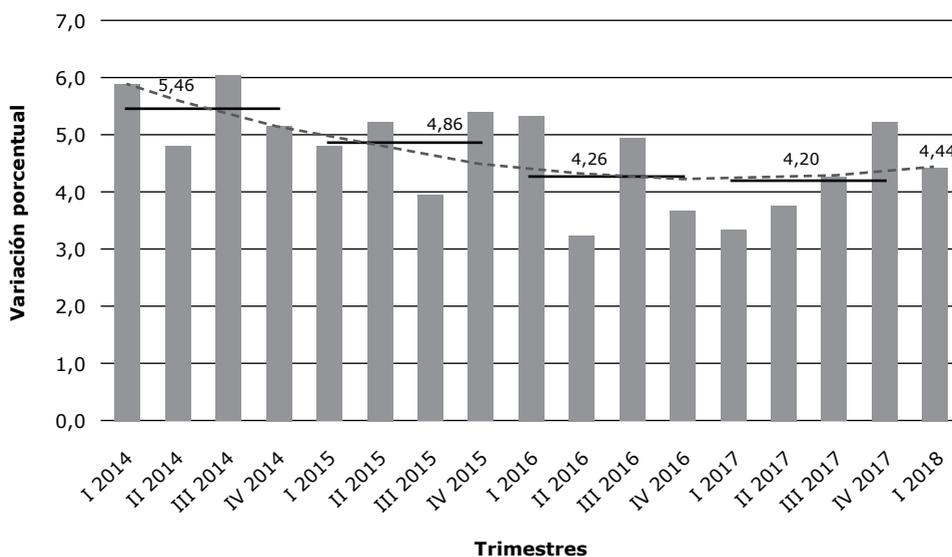
	2014	2015	2016	2017	2018
FMI	0,00	0,00	0,04	0,45	0,93
Multilateral	1,89	2,02	2,42	2,81	2,87
Bilateral	2,40	2,35	2,60	3,49	2,19
Títulos de Deuda	5,41	5,41	5,41	7,66	5,95
Total	2,64	2,66	2,79	3,45	3,39

Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

La actividad económica mostró signos de recuperación, después de la desaceleración ocurrida a partir de 2015. La tasa de crecimiento del PIB se había reducido de 5,46% en 2014 a 4,20% en 2017. Como puede observarse, el crecimiento de 2017 se debió a que la economía mostró un mayor crecimiento en la segunda mitad del año, con lo que la economía pudo recuperarse de las bajas tasas de crecimiento mostradas en la primera mitad del año. Al cuarto trimestre de 2017 la tasa de crecimiento fue de 5,23%. De no haberse registrado este mayor crecimiento, la tasa de crecimiento en 2017 se habría situado por debajo de 4%. Durante el primer trimestre de 2018, el crecimiento llegó a 4,44%.

**Gráfico 14. Crecimiento del PIB anual y trimestral
(Variación con respecto a similar periodo del año anterior)**



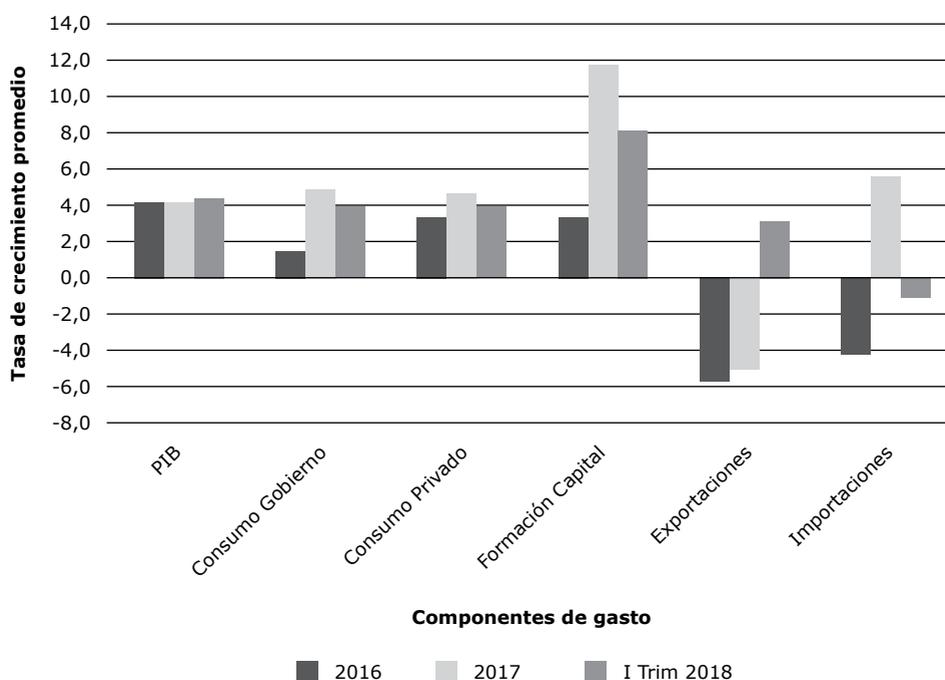
Fuente: Elaborado en base a información del INE.

Al analizar los factores que determinaron el crecimiento del PIB en 2017, por el lado del gasto, vemos que la formación bruta de capital fijo fue la variable con mayor incidencia en determinar el crecimiento del PIB, ya que ésta creció en 11,77%. Como se dijo anteriormente, el gasto de capital del SPNF aumentó en 2,2% en términos nominales durante 2017, por lo que el crecimiento de la formación de capital durante este año tendría que ser explicado fundamentalmente por la inversión del sector privado. Finalmente, el gasto en consumo privado y del gobierno mostraron tasas menores de crecimiento, de 4,73% y 4,94% respectivamente.

Contrariamente, las exportaciones mostraron una caída de 4.97%, debido a las significativas caídas en los volúmenes exportados de productos de minería, hidrocarburos y no tradicionales. Otro factor que contribuyó a un menor crecimiento del PIB fue el significativo aumento de las importaciones, que crecieron en 5.58%. Esto significa que una buena parte del incremento en la demanda agregada de la economía fue satisfecha con mayores importaciones y no con mayor producción nacional.

En el primer trimestre de 2018, la formación bruta de capital fijo mostró una tasa de crecimiento alta (8.13%). También mostraron una tasa de crecimiento positiva las exportaciones (3.11%), debido sobre todo al crecimiento de los volúmenes de exportaciones no tradicionales, como es el caso de la soya, maderas, castaña, bebidas y cacao. Nuevamente mostraron tasas moderadas de crecimiento el gasto en consumo final del gobierno (3.95%) y de los hogares (4.01%). Finalmente, contrariamente a lo ocurrido en 2017, las importaciones presentan una tasa de crecimiento negativa baja (-1.03%), lo que evidencia que el crecimiento de la demanda este año fue a dinamizar la producción interna y no tanto a las importaciones.

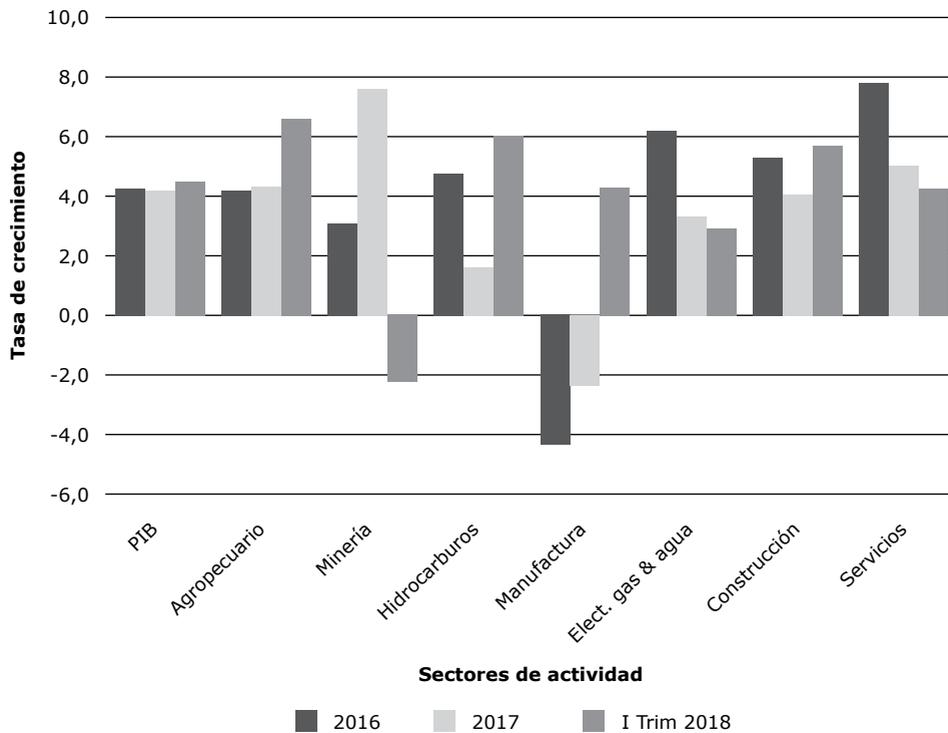
Gráfico 15. Crecimiento del PIB por tipo de gasto (Variación con respecto a similar periodo del año anterior)



Fuente: Elaborado en base a información del INE.

El comportamiento de la demanda agregada tiene un efecto directo sobre el desempeño de los sectores económicos. Sin embargo, al analizar este desempeño, encontramos algunos hechos contra-intuitivos con respecto al comportamiento de la demanda.

Gráfico 16. Crecimiento del PIB por sector de actividad económica (Variación con respecto a similar periodo del año anterior)



Fuente: Elaborado en base a información del INE.

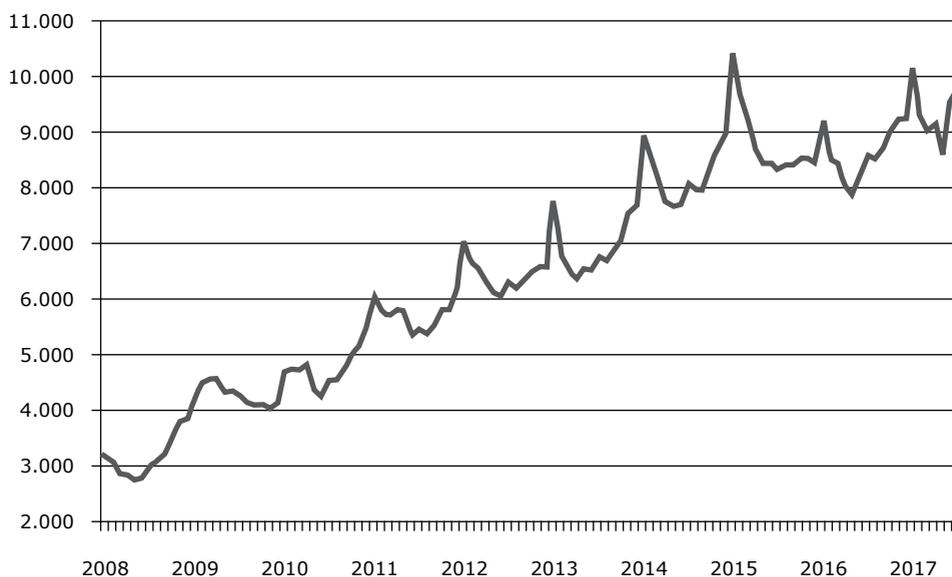
En 2017 por ejemplo, la minería, cuya producción es casi enteramente dirigida a los mercados de exportación, muestra una tasa de crecimiento de 7.60%, a pesar que las exportaciones cayeron en 4.97%. Por otra parte, la construcción crece en solo 4.04%, a pesar del gran aumento observado en la formación de capital fijo. Posiblemente, una buena parte de la mayor formación de capital fue a dinamizar las importaciones de bienes de capital, como ser maquinarias y equipos.

El crecimiento de las ramas de actividad durante el primer trimestre de 2018, muestran un comportamiento más coherente con el de la demanda agregada. El sector agropecuario en primer lugar muestra un crecimiento de 6.6%, debido al repunte de las exportaciones agro-industriales discutidos anteriormente. La minería por otra parte presenta una caída, debido a los menores volúmenes exportados de zinc, plata y estaño. A pesar del bajo crecimiento de las cantidades exportadas de hidrocarburos –los volúmenes exportados de gas natural crecieron en 1.3%– el sector de hidrocarburos muestra un crecimiento de 6.02%, probablemente impulsado por la mayor demanda interna. Finalmente, la construcción creció a una tasa de 5.72%, como resultado del crecimiento en la formación de capital fijo.

GESTIÓN MONETARIA

El comportamiento cíclico antes descrito de los precios de exportación y del balance en cuenta corriente de la balanza de pagos, ha incidido en un comportamiento volátil de los agregados monetarios. Luego de un período de crecimiento muy dinámico de la demanda de dinero y en que la base monetaria alcanzara \$us 10.432 millones a fines de 2015, la demanda de dinero ha dejado de crecer y ha oscilado entre \$us 9.000 y \$us 10.000 millones. Si consideráramos otras medidas de la demanda de dinero (salvo M3') la conclusión sería la misma, la demanda de dinero se ha estancado. Esto tiene varias implicaciones. El crecimiento dinámico de la oferta de dinero que se observó en anteriores gestiones, no puede ser acomodado (en parte) más con el crecimiento de la demanda de dinero, por lo que expansiones importantes de la oferta de dinero tendrán que acomodarse más bien por la pérdida de reservas e inflación. Lo anterior es equivalente a señalar que el tamaño del señorije² que el gobierno había gozado hasta hace algunos años se ha reducido sustancialmente.

Gráfico 17. Base Monetaria (Millones de \$us)

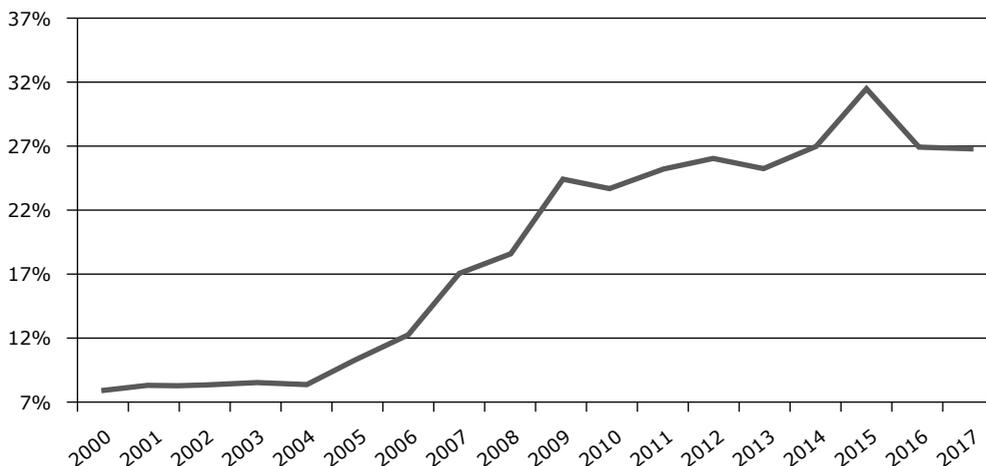


Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

² Señoraje es el ingreso que el Banco Central obtiene gracias a que puede imprimir dinero y cambiarlo por bienes en el mercado.

¿Por qué ha dejado de crecer la demanda de dinero? Se puede especular que el ingreso disponible ha dejado de crecer en el país (por la caída en los términos de intercambio), lo que ha hecho que las familias mantengan menos saldos monetarios reales. Por otro lado la subida en las tasas de interés en los mercados internacionales y en el mercado nacional puede haber influido en la decisión de las familias de mantener menos saldos reales. El gráfico 18 muestra la relación entre los saldos monetarios y el PIB.

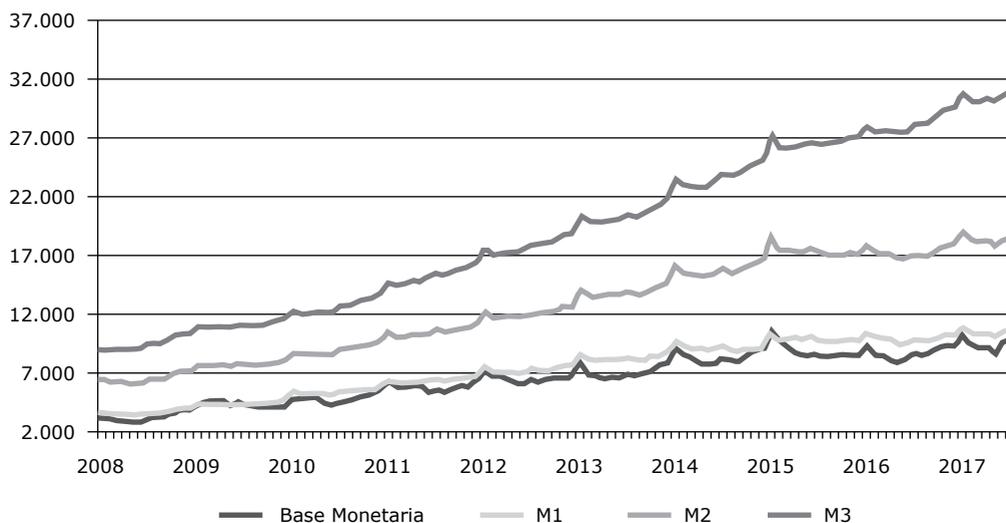
Gráfico 18. Agregados Monetarios-M3 (Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

Como se muestra en el gráfico 19, el estancamiento del crecimiento de los agregados monetarios se observa también en M1', M2'. No obstante M3' ha continuado creciendo y no evidencia la reducción en la tasa de crecimiento. Esto se refleja en los multiplicadores monetarios.

Gráfico 19. Agregados Monetarios-Base Monetaria, M1, M2 y M3 (Millones \$us)



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

Con un tipo de cambio fijo, la oferta de dinero es endógena y está determinada por la demanda de dinero, por lo que, ante una demanda de dinero estancada, la oferta de dinero tiene que acomodarse a este nivel de demanda. ¿Cómo se ha acomodado la oferta monetaria? La tabla 11 muestra el origen de la oferta monetaria para varios años.

Tabla 11. Origen de la Base Monetaria

	2014	2015	2016	2017	2018-Abril
RIN	15.123	13.056	10.081	10.261	9.602
CNSP	-4275	-2312	-776	441	-175
CNSPR	783	760	770	365	112
OMAs	2.711	1.472	1.010	477	382
Otros	10	401	139	-449	-555
Total	8.930	10.432	9.204	10.141	8.604

Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

En 2017, como sucede desde el fin del super-ciclo de las materias primas (2015), el crédito al sector público no financiero (SPNF) fue la mayor fuente de expansión de la base monetaria. En 2017 el Banco Central de Bolivia (BCB) expandió el crédito al sector público en más de \$us 1.200 millones. El crédito neto, que había sido negativo hasta el 2016 (mostrando que los depósitos que mantenía el SPNF en el BCB superaban los créditos que éste otorgó al SPNF) pasó a ser negativo en el 2017. Este crédito refleja las necesidades de financiamiento del SPNF por parte del BCB, que a su vez surgen por el importante déficit fiscal que mantiene el SPNF.

A la expansión de la base monetaria, proveniente del financiamiento por parte del Banco Central del déficit del sector público, se ha sumado una política monetaria expansiva. Las Operaciones de Mercado Abierto contribuyeron a aumentar la base monetaria en \$us 533 millones, provenientes principalmente por la redención de títulos en subasta (y una proporción muy pequeña de la redención de títulos a personas). Hay que destacar que el BCB utilizó la redención anticipada de título reclamables y la reducción de la oferta de títulos al público.

Esta expansión en la cantidad de dinero proveniente de la expansión del crédito neto del sector público y la política monetaria expansiva ha tenido que ser compensada por la reducción proveniente de otras fuentes. Una parte ha sido compensada (transitoriamente), por la demanda estacional de dinero de fin de año. La demanda de dinero entre diciembre de 2016 y diciembre de 2017 se ha incrementado en \$us 937 millones. Aun cuando importante, dado el comportamiento en el largo plazo, se puede pensar que este incremento en la demanda es estacional y que se irá moderando en el transcurso del año. El resto de la expansión de la base monetaria por efecto de la política monetaria y fiscal expansiva (alrededor de \$us 800 millones) ha sido compensando por otras variables: principalmente el crédito del BCB al sector financiero privado.

El crédito al sector privado se redujo en la gestión en \$us 404 millones. El 31 de octubre de 2017, el Directorio del Fondo de Protección al Ahorrista (FPAH) decidió convertir parte de los fondos en moneda extranjera que administraba a bolivianos. Como los recursos del FPAH deben ser "invertidos por el BCB en valores u operaciones financieras análogas a las realizadas en la gestión del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos - RAL". Estos fondos se encuentran invertidos fuera del país y no se contabilizan en las RIN fuera del país, y no se contabilizaban en las RIN (por lo que no existía una contra-cuenta que constituyese una obligación para el Banco Central). A partir de la anterior decisión, los recursos del FPAH en moneda extranjera se convirtieron a moneda nacional, y con ellos se constituyó un FPAH en bolivianos. Al ser cambiados por bolivianos, estos recursos entran en la contabilidad de las RIN y a cambio se incrementan las inversiones en el fondo RAL en moneda nacional. Para ello el BCB emitió títulos valor por \$us 647 millones, en los que se invirtieron los recursos del FPAH, ahora en bolivianos.

Es interesante notar que esta operación genera un incremento de las RIN debido a que el BCB emite los títulos valor en los que se invierten los recursos del FPAH, es decir incrementa sus pasivos. Como el acreedor es el FPAH, una entidad financiera, el crédito neto al sector financiero se reduce, explicando la reducción del crédito neto al sector privado que se registra en la base monetaria.

Por otro lado, mediante Resolución de Directorio 065/2017 de fecha 16 de mayo del 2017 se redujo el encaje para los depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera y con mantenimiento de valor (a la moneda extranjera). El encaje para la moneda nacional pasó de 12% (6% en títulos y 6% en efectivo), a 11% (5% en títulos y 6% en efectivo). El encaje a los depósitos en moneda extranjera y con mantenimiento de valor (a moneda extranjera) pasó de 66,5% (13,5% en efectivo, 8% en títulos y un encaje adicional del 45%, este último también constituido en títulos) a 56,5% para depósitos menores a 720 días (13,5% en efectivo y a 43% en títulos), a 43% (en títulos) para los depósitos mayores a 360 días pero menores 720 días, y a 35% (en títulos) para depósitos mayores a 720 días. Como se observa, en el caso del encaje en moneda extranjera, el encaje en efectivo se mantuvo constante, el encaje en títulos se incrementó y se eliminó el encaje adicional.

El Encaje Adicional se constituía en títulos, es decir se invertían en el Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL). Este Fondo es administrado por una entidad especializada de administración delegada, que invierte en títulos, valores y efectivo en moneda extranjera en los mercados externos. Por ello, estos recursos no se contabilizan como parte de los activos del Banco Central (son fondos privados), por lo que no se consideran parte de las Reservas Internacionales Netas. La reducción del encaje adicional a los depósitos en Moneda Extranjera significó la liberación de \$us 345 MM, que hasta entonces debían destinar los bancos para cumplir con el encaje.

Pero, de acuerdo a la Resolución 069/2017 de 22 de mayo del 2017, con los recursos que se liberan se constituye el "Fondo para Créditos destinados al Sector Productivo y a la Vivienda de Interés Social", que sirve de garantía para los créditos de liquidez en moneda nacional, que las instituciones de intermediación financiera solicitaron al BCB, a una tasa de interés del 0%, para incrementar su cartera de créditos al sector productivo y la vivienda de interés social en moneda nacional³. Esta operación implica que los recursos que se liberan "entran" al Banco Central, es decir se contabilizan como un activo y al ser recursos en moneda extranjera incrementan las Reserva Internacionales Netas. Esta operación se completa el 30 de mayo, cuando las Reservas Internacionales Netas (RIN) se incrementan en \$us 353 MM (que se refleja en la reducción del Fondo RAL en moneda extranjera). Al mismo tiempo se crea un pasivo del BCB con los bancos, por la constitución de la garantía. Pero al tiempo que el sector financiero va adquiriendo créditos con el BCB contra el Fondo, se incrementa la cantidad de dinero en la economía, al mismo tiempo que se crea un activo para el BCB (los créditos que otorga al sistema financiero). A diciembre se registraron créditos de liquidez por concepto del CPVIS por \$us 277 millones (Bs.1.902 Millones).

Desde un punto de vista monetario, la contracción de la cantidad de dinero que significó a creación del CPVIS, se va relajando a medida que los créditos a las entidades financieras con el respaldo del fondo se van incrementando. Eventualmente, cuando se utiliza la totalidad del crédito, la contracción inicial se agota. Por ello, esta es una medida transitoria. Estos créditos de liquidez han sustituido a los créditos de liquidez que el BCB otorgó al sistema financiero ante las necesidades de liquidez en abril. Los bancos han sustituido los créditos de liquidez que otorgó el BCB contra los fondos RAL, que tienen un costo, por un crédito de liquidez que aun cuando no tiene un costo directo, tiene un costo de oportunidad, pues los recursos que antes se encontraban en el fondo RAL generaban un rendimiento para las instituciones financieras. Con el vencimiento del FPVIS, a finales de enero, el sistema financiero debió repagar los créditos de liquidez, lo que redujo el crédito neto del BCB a los bancos, reduciendo también la cantidad de dinero en la economía. Pero, al mismo tiempo, el BCB devolvió los fondos retenidos provenientes de la disminución del encaje legal, incrementando así la cantidad de dinero. Por ello el cierre del FPVIS era neutra desde el punto de vista monetario.

3 Estos créditos vencieron el 30 de enero del 2018, cuando el BCB devolvió estos recursos en moneda extranjera a las instituciones financieras, previo pago de todos los créditos de liquidez al BCB.

Estas operaciones extraordinarias (principalmente la conversión del FPAH a bolivianos) han reforzado las reservas internacionales, en alrededor de \$us 1.000 millones, evitando que las RIN cayeran en la anterior gestión.

A esto ha de sumarse la colocación de bonos en los mercados internacionales realizada el 13 de marzo del pasado año por \$us 991 millones (hay que notar que los bonos se transaron por debajo la par). En este caso al adquirir recursos de crédito externo el SPNF incrementa reduce sus necesidades de financiamiento del Banco Central, controlando la expansión monetaria asociada con el déficit del SPNF, lo que evita presiones sobre las RIN.

Si no se hubiesen emitido bonos en los mercados internacionales y no se hubiesen recurrido a las operaciones extraordinarias descritas (que finalmente son también formas de tomar deuda), las reservas habrían tenido que contraerse en alrededor de los \$us 2.000 millones. Pero, además, hay que subrayar que estas medidas son transitorias y no pueden repetirse indefinidamente, por lo que no constituyen soluciones de largo plazo.

El BCB ha vuelto a reducir el encaje al sistema financiero. El 24 de abril del presente año (siendo efectivo el 30 de abril), el Directorio del Banco Central disminuyó el encaje legal en títulos para los depósitos en moneda extranjera y mantenimiento de valor en dólares. El encaje quedó constituido por 25% para encaje en títulos en DPFs mayores a 720 días (antes era de 35%) y 33% para el resto de pasivos (antes era de 43%). Como en la reducción del encaje del pasado año, los fondos liberados constituyen un Fondo (FPVIS II), que es una garantía para la adquisición de créditos de liquidez por parte del sistema financiero, créditos que podrán solicitarse hasta el 30 de abril de 2019. El 31 de mayo del 2019 el BCB devolverá al sistema financiero los recursos liberados por la reducción del encaje legal, previo pago de los créditos de liquidez. Esto se reflejó en una reducción del Fondo RAL en moneda extranjera de \$us 1.420 millones a \$us 1.095 millones.

La política monetaria explícita del Banco Central ha sido la de evitar una reducción en la cantidad de dinero en la economía (denominada contracíclica), pretendiendo mantener una tasa de interés baja en el mercado y así dinamizar la demanda de crédito en la economía. Con la caída en las reservas internacionales (debido al déficit en cuenta corriente, además de la política de tipo de cambio fijo) la cantidad de dinero en la economía tiende a caer. Las RIN, como origen de la BM se redujeron en Bs. 5.521 millones entre 2014 y abril 2018. Esta caída en la BM tiende a generar efectos recesivos en la economía. Ante este hecho, el BCB y el SPNF han aplicado políticas monetaria y fiscal, que han tendido a esterilizar los efectos monetarios de la caída de reservas:

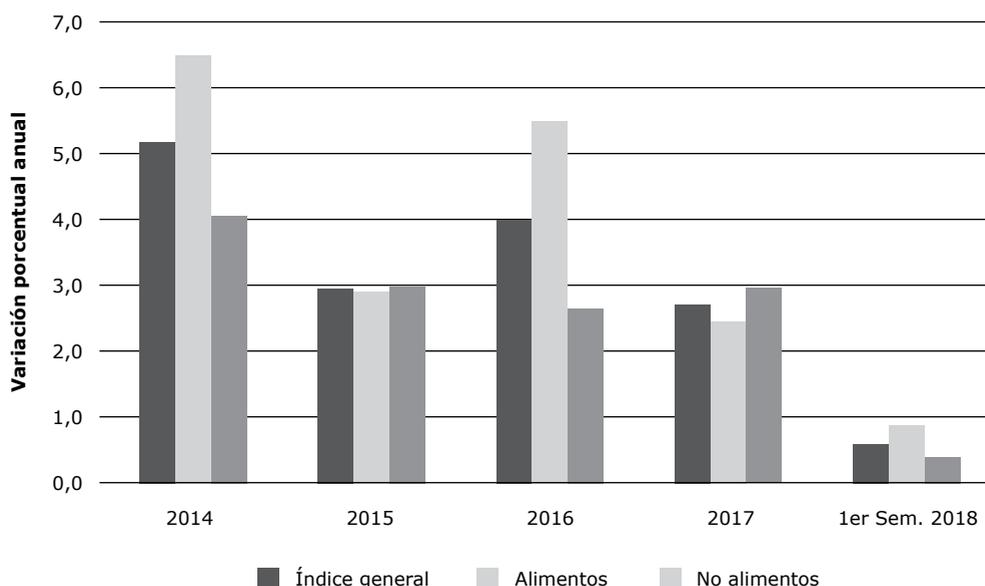
Primero, ante la menor disponibilidad de ingresos, el SPNF ha hecho usos de sus depósitos en el BCB para financiar sus crecientes déficits, lo que ha expandido el crédito neto al sector público en Bs. 4.100 millones. Esta política ha tendido a compensar la contracción en la BM debido a la caída en las RIN. Segundo, el BCB ha acelerado la redención de OMAs, lo que también ha compensado la caída en la BM. Como resultado de esta política la BM se expandió en Bs. 2.329 millones. Finalmente, como resultado de todos estos efectos contractivos y expansivos de shocks y políticas, la BM cayó en Bs. 326 millones entre 2014 y abril 2018, monto mucho menor a la caída de las RIN.

Pero si el tipo de cambio es fijo, y la demanda de dinero exógena, resulta entonces que el intento de mantener una elevada liquidez y a la vez una tasa de interés baja (por debajo de la tasa de interés real a la que tiende el mercado), junto con un crecimiento dinámico del crédito, sólo afectarán en el mediano plazo a las RIN, y no tendrán efectos duraderos en el crédito. De ahí por qué consideramos que la política monetaria es contradictoria: si, de un lado, se pretende evitar pérdidas en las RIN y mantener un tipo de cambio fijo, de otro, se quiere mantener una tasa de interés baja. Esto no es posible en el mediano plazo.

PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO

En la medida que la economía empezó a mostrar signos de desaceleración a partir de 2015, la tasa de inflación tendió a reducirse, cayendo ésta de 5,20% en 2014 a 2,72% en 2017. En 2016 hubo un repunte en la tasa de inflación debido a los efectos que tuvo la sequía registrada ese año sobre la provisión de alimentos, y por lo tanto sobre los precios de los mismos. En 2017, una vez que la oferta de alimentos tendió a normalizarse, la tasa de inflación también se moderó.

Gráfico 20. Inflación anual de productos alimenticios y no alimenticios (Variación porcentual)

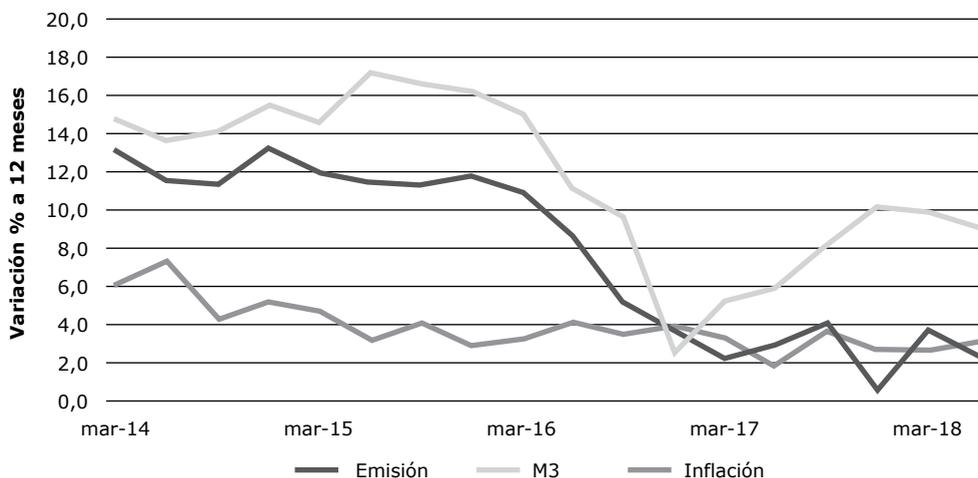


Fuente: Elaborado en base a información del INE.

La caída en las tasas de crecimiento de los principales agregados monetarios también contribuyó al descenso en la tasa de inflación, principalmente en relación a la inflación de los bienes no transables. Como puede observarse en el gráfico 21, la caída en los ingresos de exportación trajo como consecuencia una caída en el nivel de reservas internacionales, una de las variables que incide en la creación de dinero. Esto tuvo un efecto sobre el crecimiento de la emisión, que comprende la cantidad de billetes y monedas en poder del público más la caja de los bancos, que hasta marzo de 2016 mostraba tasas de crecimiento anual de alrededor de 10%, redujo su crecimiento a tasas por debajo de 4% en 2017 y 2018. Lo mismo sucedió con el crecimiento de M3, que es una definición más amplia de dinero, ya que

incluye además de la emisión los depósitos bancarios. M3 había estado creciendo a tasas superiores a 15% anual hasta marzo de 2016, redujo considerablemente su tasa de crecimiento. La caída en las tasas de crecimiento de los agregados monetarios ha tendido a reforzar las menores tasas de inflación en los últimos años.

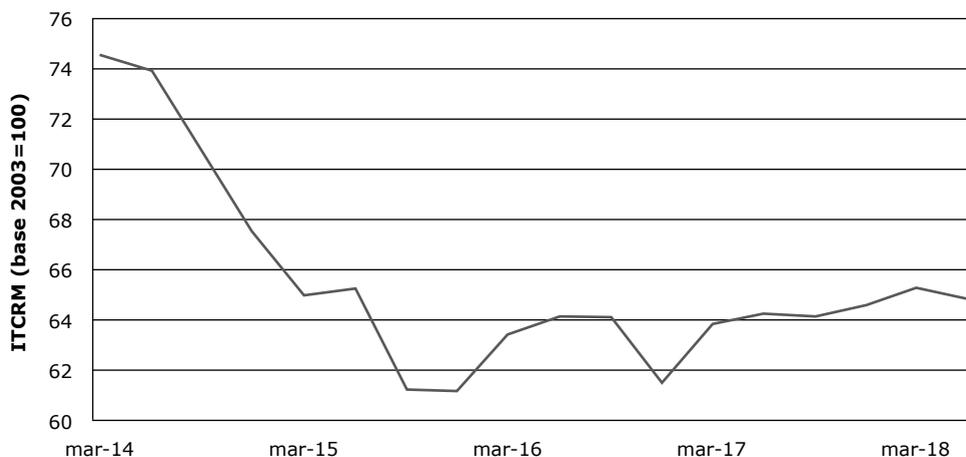
**Gráfico 21. Inflación y agregados monetarios
(Variación porcentual a 12 meses)**



Fuente: Elaborado en base a información del INE y el BCB.

A pesar que la economía boliviana atravesó un periodo cíclico, de alzas y caídas de precios de exportación que han incidido fuertemente en los ingresos externos del país, el Banco Central de Bolivia ha mantenido su política de mantener un tipo de cambio fijo en relación al dólar de los Estados Unidos. Esta política ha traído como consecuencia una elevada apreciación de la moneda nacional en relación a esta divisa. Como puede observarse en el gráfico 22, la apreciación cambiara entre marzo 2014 y marzo de 2018 ha sido de 12.5%.

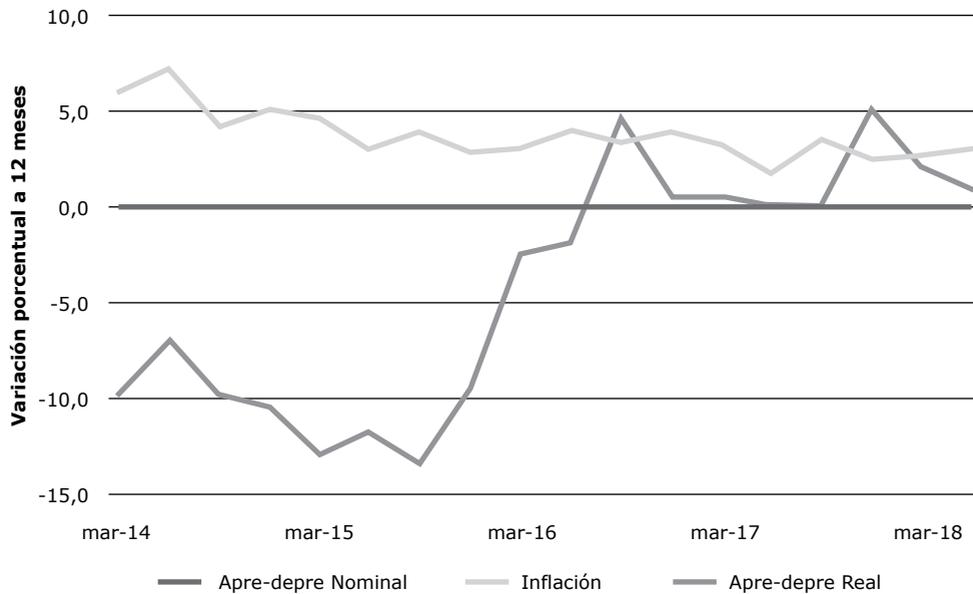
**Gráfico 22. Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM)
(Índice base 2003 = 100)**



Fuente: Elaborado en base a información del Banco Central de Bolivia.

Sin embargo, a partir de 2016 parte de esta apreciación se ha podido revertir (ver gráfico 23), lo cual es explicado por la menor inflación interna, y también por una mayor apreciación cambiaria real ocurrida en los países que son los principales socios comerciales del Bolivia.

**Gráfico 23. Apreciación real, nominal y tasa de inflación
(Variación porcentual a 12 meses)**



Fuente: Elaborado en base a información del INE y el BCB.

SISTEMA FINANCIERO

El comportamiento del sistema financiero también ha estado influido por los shocks externos de precios de exportación que experimentó la economía. La tabla 12 muestra la situación patrimonial del sistema financiero. El año 2017, los activos del sistema financiero crecieron en 12% en relación a los niveles observados a finales del 2016. Este incremento es explicado principalmente por el crecimiento de la cartera del sistema del 12% entre el 2016 y 2017 (\$us 2.385 millones) y en menor medida por el incremento de las inversiones temporarias. Por el lado de los pasivos hay que destacar el crecimiento de las obligaciones con el público como la principal fuente de financiamiento del crecimiento de los activos, que se incrementaron en 10% (\$us 2.264 millones) y las obligaciones con bancos y entidades de financiamiento que crecieron en 44% (\$us 756 millones). El patrimonio de los bancos prácticamente no experimentó variaciones en 2017, creciendo en apenas en \$us 23 millones durante este último año. Esto contrasta fuertemente con el crecimiento que había experimentado el patrimonio del sistema financiero en los anteriores años. Si el patrimonio del sistema financiero no crece, la cartera del sistema tenderá también a reducir su crecimiento para mantener los ratios de adecuación de capital requeridos por la normativa. Un crecimiento del sistema financiero sin el crecimiento de su patrimonio genera además un sistema menos sólido, pues la capacidad del sistema de enfrentar pérdidas se reduce.

Tabla 12. Sistema Financiero: Estado de Situación Patrimonial (Millones de \$us)

	2016	2017	2018	2016-2017	Porcentual	Incidencia
Activo	28.841	32.231	33.342	3.390	12%	100%
Disponibilidades	3.674	3.936	3.541	262	7%	8%
Inversiones Temporarias	4.469	4.912	4.558	443	10%	13%
Cartera	19.268	21.653	23.014	2.385	12%	70%
Otros Activos	1.429	1.730	2.229	301	21%	9%
Pasivo	26.319	29.686	30.714	3.367	13%	
Obligaciones con el Público	22.041	24.306	25.124	2.264	10%	67%
Obligaciones con Instituciones Fiscales	22	15	36	(7)	-33%	0%
Obligaciones con Empresas con Participación Estatal	860	1.091	971	230	27%	7%
Obligaciones con Bancos y Entidades Financiamiento	1.723	2.479	2.873	756	44%	22%
Otros Pasivos	1.671	1.795	1.710	124	7%	4%
Patrimonio	2.522	2.545	2.628	23	1%	1%
Pasivo + Patrimonio	28.841	32.231	33.342	3.390	12%	100%

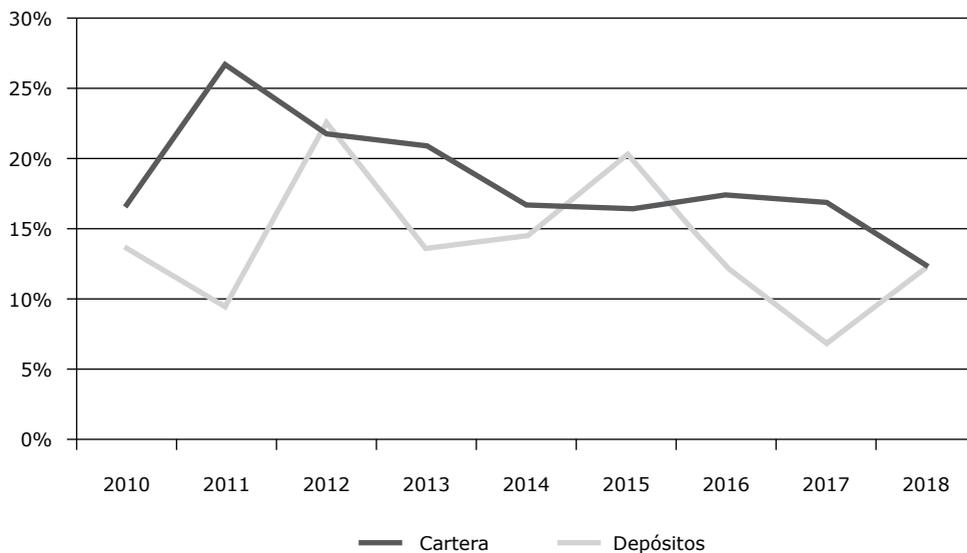
Fuente: Elaborado en base a información de la ASFI.

Si se comparan las cifras de mayo del presente año con las de fines del pasado año se observa que el activo ha crecido en \$us 1.111 millones, impulsado por el crecimiento de la cartera (que se ha incrementado en \$us 1.362 millones) pero con una reducción de las disponibilidades y de las inversiones temporarias. La fuente de recursos para este crecimiento han sido la expansión de las obligaciones con el público (\$us 818 millones) y las obligaciones con bancos y entidades financieras. Si bien el patrimonio del sistema financiero ha crecido en los últimos meses, este crecimiento sigue siendo muy modesto (\$us 83 millones).

Depósitos del Público

Los depósitos del público en el sistema financiero alcanzaron a junio del presente año a \$us 24,5 mil millones, representando un incremento de \$us 2,7 mil millones en relación al nivel de depósitos de junio del pasado año (un crecimiento de 12,3%). Si bien este incremento en el nivel de depósitos del público en el sistema financiero es importante, y presenta un mayor crecimiento anual en relación al experimentado en junio del pasado año, está por debajo de las tasas de crecimiento observadas antes de la caída de los precios de las materias primas, tal como muestra el siguiente gráfico.

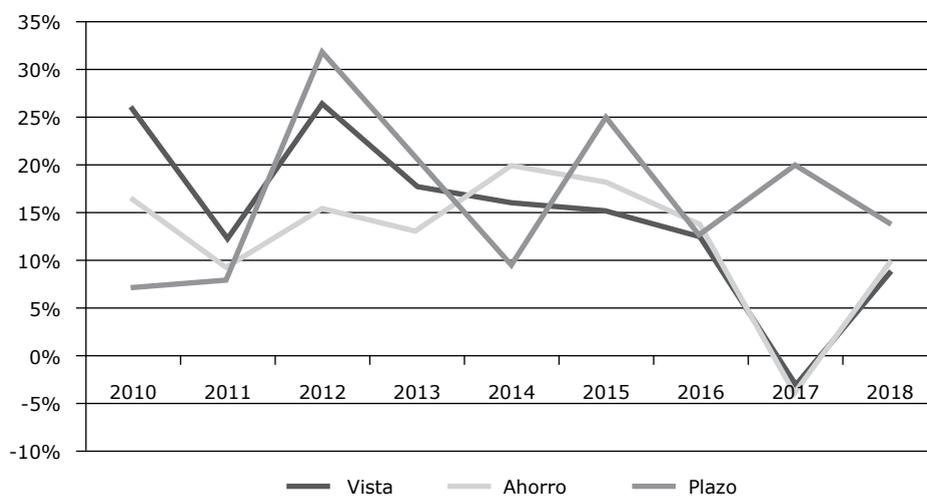
Gráfico 24. Tasa de Crecimiento Junio-Junio (Porcentaje)



Fuente: Elaborado en base a información de la ASFI.

En los últimos doce meses a junio del presente año, se han recuperado los depósitos a la vista y en caja de ahorros, que en los anteriores doce meses habían caído. No obstante, el crecimiento de los depósitos a plazo fijo continúa siendo la categoría de depósitos que crece con mayor dinamismo. Esto se debe a que la mayoría de los depósitos a plazo provienen de personas jurídicas (principalmente AFPs). Los depósitos a la vista constituyeron a junio el 20% del total de depósitos en el sistema de intermediación financiera, los depósitos en cajas de ahorro el 31%, los depósitos a plazo fijo el 46%, y otro tipo de depósitos el 3% restante. En la gestión 2017 los depósitos de las personas naturales se incrementaron en 7,9%, los depósitos de personas jurídicas en 3,2% y los depósitos institucionales en 28,7%. Tal como señala el informe de estabilidad financiera del Banco Central de Bolivia, esto se debió en gran parte a "la modificación del reglamento de inversiones de los fondos de pensiones".

Gráfico 25. Tasa de Crecimiento de Depósitos a 12 Meses (a Junio de cada año) (Porcentaje)

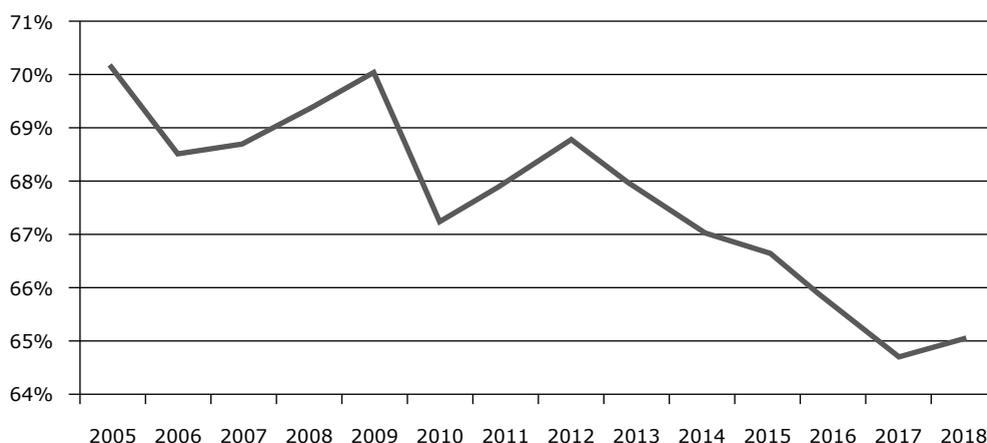


Fuente: Elaborado en base a información de la ASFI.

Crédito del Sistema Financiero

El crédito otorgado por el sistema financiero al público alcanzó a junio del presente año a \$us 23.432 millones, un incremento de \$us 2.574 millones con relación a junio del pasado año. Aún cuando el incremento en el crédito fue de 12,3%, como se muestra en el gráfico 24, esta fue la tasa más baja de expansión del crédito en la presente década. Consideramos que existen dos razones principales para la desaceleración del crédito. La primera es la reducción de la tasa de crecimiento de la cantidad de fondos prestables, por la caída en la tasa de crecimiento de los depósitos del público. La segunda es la reducción de las utilidades después de impuestos de las entidades financieras, lo que ha reducido el crecimiento del capital del sistema financiero, sobre el que se expande el crédito.

Gráfico 26. Crédito del Sistema de Intermediación Financiera a Unidades Económicas (Porcentaje)

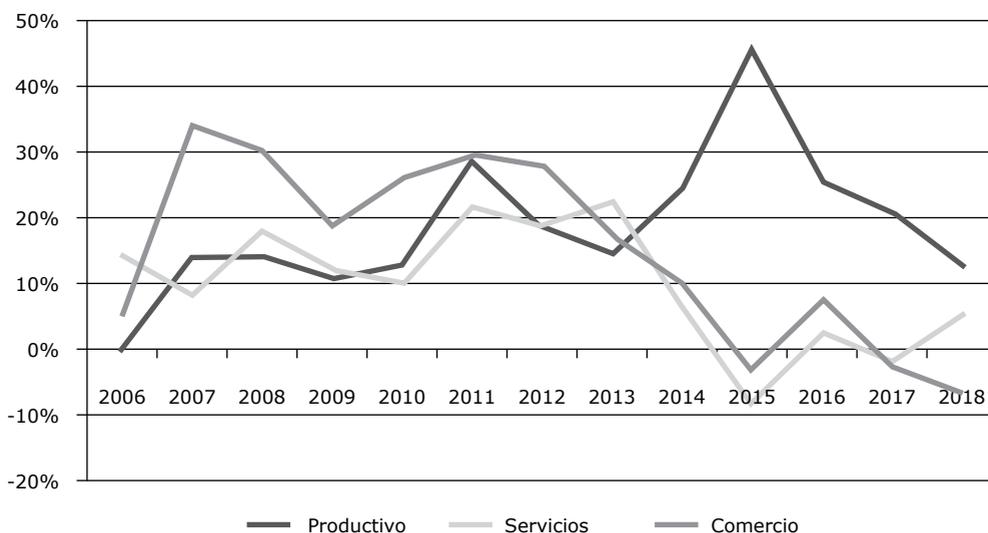


Fuente: Elaborado en base a información de la ASFI.

Como muestra el gráfico 26, el crédito a unidades económicas ha reducido su participación en el total de la cartera, a favor del crédito a los hogares (crédito de vivienda y consumo). Aún cuando se nota alguna recuperación para julio del presente año, la expansión del crédito a las unidades económicas es más bien moderado.

El crédito a las unidades económicas productivas alcanzó a fines del pasado año a \$us 10.232 millones, a las unidades dedicadas a servicios \$us 2.178 millones y a las unidades dedicadas al comercio \$us 2.977 millones. No obstante el incremento en el 2017 del crédito destinado a las unidades del sector productivo fue mayor al 20,5%, esta tasa de crecimiento del crédito es mucho menor a las tasas alcanzadas en los anteriores años (ver Gráfico 27). En cambio el crédito a las unidades económicas dedicadas a los servicios y al comercio se redujeron en el 2017 (el crédito a estos sectores se redujo). El gráfico 27 muestra también datos a julio del presente año, donde se aprecia que el crédito a las unidades comerciales continuó su reducción, el crédito al sector de servicios se incrementó, y que el incremento del crédito al sector productivo se expandió.

Gráfico 27. Tasas de Crecimiento del Crédito a Empresas



Fuente: Elaborado en base a información de la ASFI.

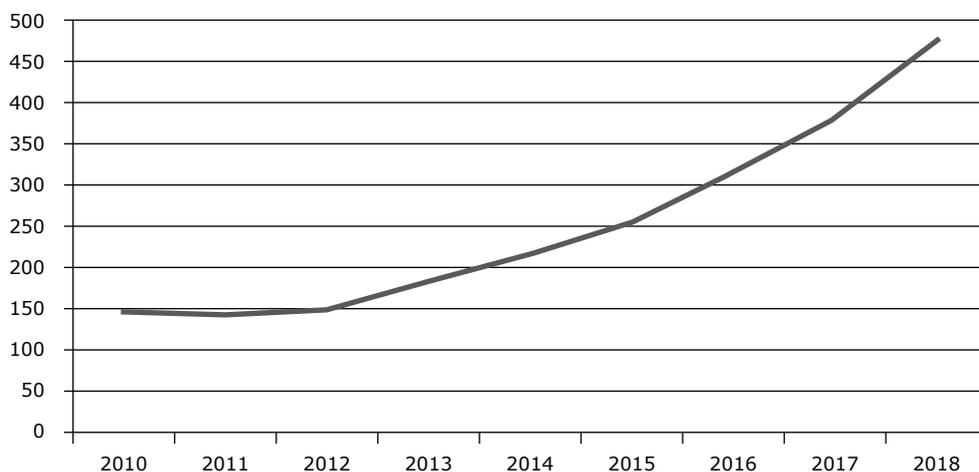
La reducción de las colocaciones al sector de servicios y comercio es el resultado de la Ley de Servicios Financieros, que ha definido cupos para la colocación de créditos al sector "Productivo". Para poder cumplir con estos cupos, el Sistema Financiero está restringiendo sus colaciones a los sectores de Servicios y Comercio. Puesto que además los créditos al sector productivo tienen reguladas sus tasas de interés, la reducción de la participación de los créditos no regulados en la cartera de los bancos implica que los créditos que generan mayores beneficios (a los que se podría cobrar una mayor tasa activa) se reducen, todo lo cual termina afectado las utilidades que recibe el sistema financiero.

Mora

La mora en el sistema financiero ha ido creciendo en los últimos años, luego de alcanzar un mínimo (en valores absolutos) en el año 2011. Esta mora ha alcanzado a diciembre de 2017 \$us 381 millones y a julio del presente año ha alcanzado \$us 475 millones. No obstante, aún con este incremento el índice de mora se mantiene reducido, alcanzado solamente al 2% de la cartera. Aún cuando la mora ha ido creciendo, la cartera vencida y en ejecución sigue siendo pequeña en relación a la cartera total del sistema bancario.

Tabla 13. Bancos: Calidad de Cartera

Bancos Múltiples						
Cartera Vigente Total/Cartera	98,5%	98,5%	98,5%	98,3%	98,4%	98,1%
Cartera Reprogramada o Reestructurada/Cartera	1,2%	1,3%	1,7%	1,7%	2,0%	2,3%
Cartera Vencida Total+Ejecución Total/Cartera	1,5%	1,5%	1,5%	1,7%	1,6%	1,9%
Banco PYME						
Cartera Vigente Total/Cartera	98,7%	98,2%	97,6%	96,5%	97,3%	96,4%
Cartera Reprogramada o Reestructurada/Cartera	1,2%	1,5%	2,3%	2,8%	3,1%	3,3%
Cartera Vencida Total+Ejecución Total/Cartera	1,3%	1,8%	2,4%	3,5%	2,7%	3,6%

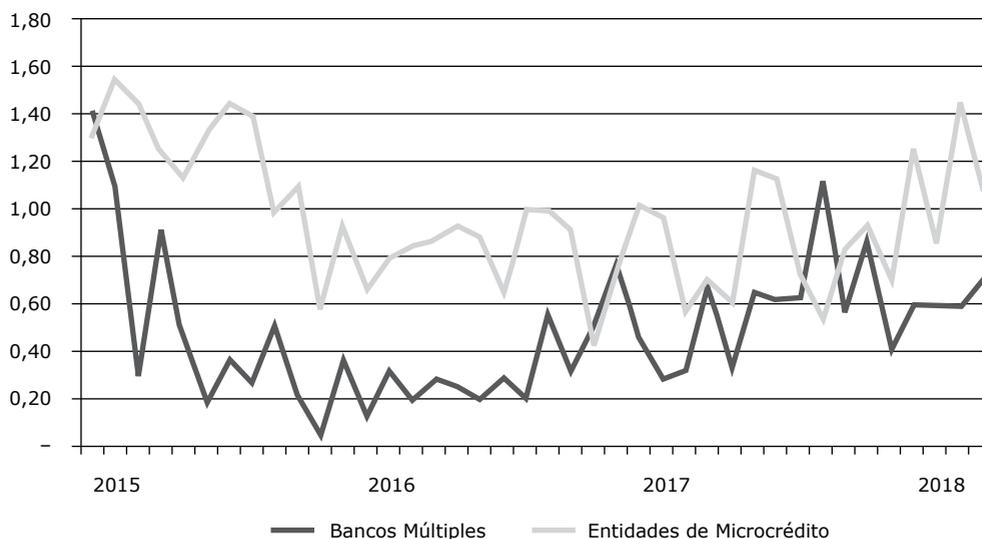
Gráfico 28. Mora del Sistema Financiero (Millones de \$us)

Fuente: Elaborado en base a información de la ASFI.

Tasas de Interés

Las tasas de interés pasivas del sistema bancario cayeron en el 2015, respondiendo en parte a la política monetaria, desde los niveles relativamente bajos que ya se encontraban. No obstante, a partir de la segunda mitad del pasado año las tasas de interés pasivas han mostrado una tendencia creciente, que se explica por el crecimiento más lento de las captaciones del público.

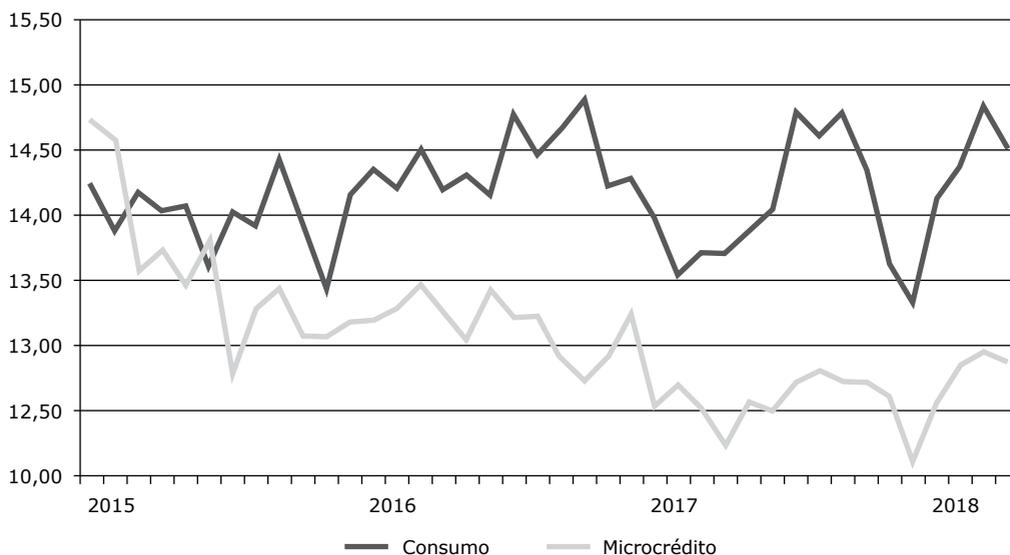
Gráfico 29. Tasas de Interés Pasivas (DPFs 361-720 días) (Porcentaje)



Fuente: Elaborado en base a información del BCB.

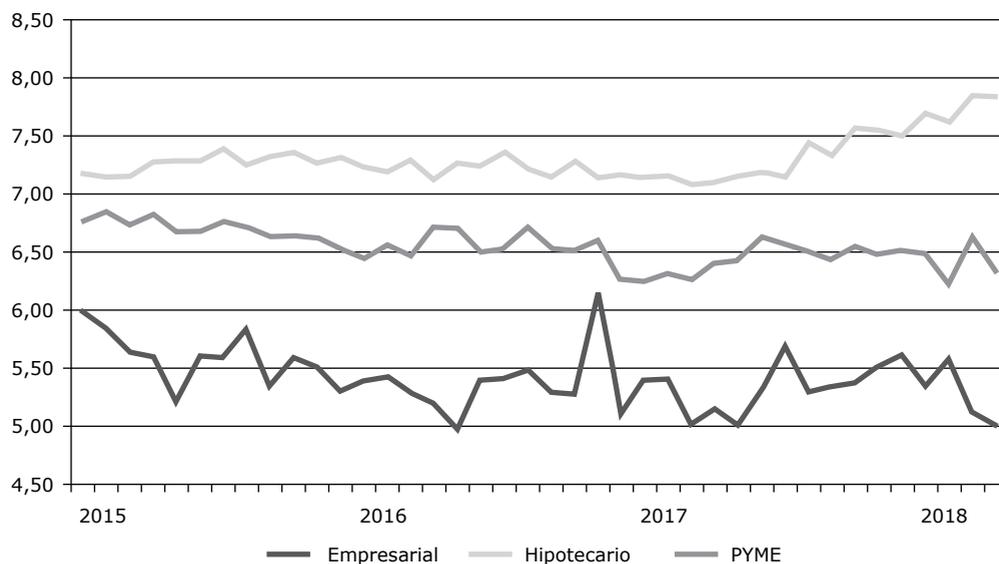
Este incremento en las tasas pasivas, y la menor abundancia de recursos prestables, se han reflejado también en las tasas de interés activas.

Gráfico 30. Bancos Múltiples: Tasas de Interés Activas (Porcentaje)



Fuente: Elaborado en base a información del BCB.

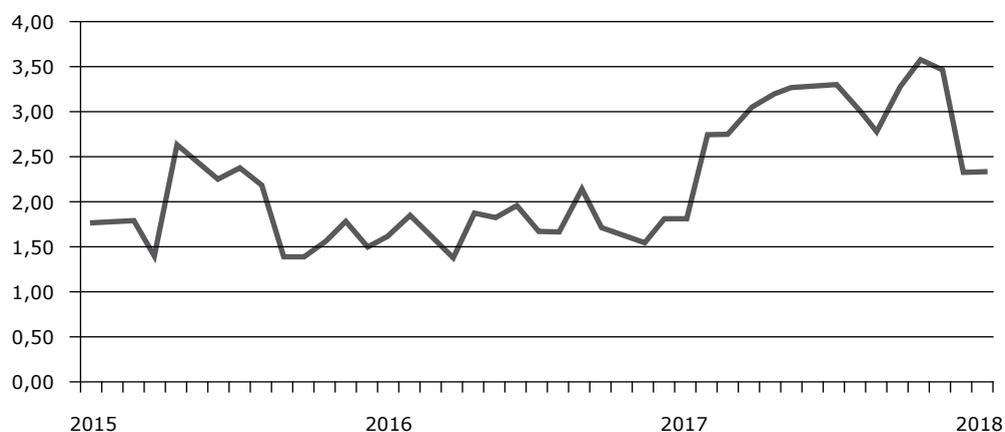
Gráfico 31. Bancos Múltiples: Tasas de Interés Activas (Porcentaje)



Fuente: Elaborado en base a información del ASFI.

Luego de caer hasta el 2017, las tasas de interés activas han empezado a incrementarse desde mediados del pasado año. Este cambio de tendencia se nota claramente en el crédito hipotecario, pero también en el crédito de consumo y microcrédito. En cambio las tasas de interés para crédito empresarial y a la pequeña y mediana empresa (PYME) no muestran incrementos importantes. Esto es el reflejo de las regulaciones sobre tasas de interés para el sector productivo. Ante este incremento en las tasas de interés el BCB ha cambiado la norma sobre el cálculo de la tasa TRe en un esfuerzo por contener el crecimiento de la tasa de interés activa. El BCB dispuso que la TRe se calculase considerando todos los depósitos, cambiando la fórmula de cálculo vigente hasta abril que tomaba en cuenta solamente los depósitos a Plazo Fijo, lo que redujo la TRe.

Gráfico 32. Tasa de Referencia para Préstamos en Moneda Nacional (Porcentaje)



Fuente: Elaborado en base a información del ASFI.

Rentabilidad

El 2017 las utilidades antes de impuestos del Sistema Financiero alcanzaron los \$us 502 millones, mostrando un incremento de 6,6% en relación a las utilidades registradas en el 2016 (\$us 493 millones). Pero después de impuestos las utilidades fueron de \$us 307 millones, 2% por debajo de lo obtenido en el pasado año. Es evidente la importante presión tributaria que soporta el sector.

Tabla 14. Sistema Financiero: Indicadores de Rentabilidad

	2016	2017	2018
(=) RESULTADO FINANCIERO BRUTO	1.582	1.687	731
(=) RESULTADO DE OPERACIÓN BRUTO	1.853	1.953	821
(=) RESULTADO DE OPERACIÓN DESPUÉS DE INCOBRABLES	1.704	1.748	731
(=) RESULTADO DE OPERACIÓN NETO	488	493	156
(=) RESULTADO DESPUÉS DE AJUSTE POR DIF. DE CAMBIO Y MANTENIM DE VALOR	488	493	156
(=) RESULTADO NETO DEL EJERCICIO ANTES DE AJUSTES DE GESTIONES ANTERIORES	493	499	159
(=) RESULTADO ANTES DE IMPTOS. Y AJUSTE CONTABLE POR EFECTO DE INFLACIÓN	493	502	160
(=) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	493	502	160
(=) RESULTADO NETO DE LA GESTIÓN	324	317	105

Fuente: Elaborado en base a información de la ASFI.

La Tabla 15 muestra indicadores de solvencia y rentabilidad del sistema bancario. Hay que resaltar que en el último año la rentabilidad de los bancos ha disminuido. Hay que señalar también que el patrimonio del sistema bancario no ha crecido al mismo ritmo que los activos o la cartera, lo que se ha reflejado en una reducción de los indicadores relacionados con el patrimonio y el coeficiente de adecuación patrimonial. La elevada tributación y la reducción en las utilidades que se generan en los bancos pueden haber influido que el patrimonio no haya crecido más dinámicamente. La falta de crecimiento de patrimonio del sistema bancario, como se ha dicho antes, puede más adelante ser una limitación para el crecimiento del sistema y de la cartera.

Tabla 15. Indicadores del Sistema Bancario (Porcentaje) Bancos Múltiples

	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Patrimonio/Activo	7,94	7,38	7,87	7,12	9,63	9,76	10,13	7,26
Cartera Vencida Total + Ejecución Total / Patrimonio	11,28	11,97	6,96	15,52	11,18	15,05	19,49	31,59
Coefficiente de Adecuación Patrimonial	12,31	12,01	12,09	11,89	12,16	12,16	13,11	11,45
ROA	1,23	1,04	1,04	0,97	1,38	1,38	1,22	0,31
ROE	16,94	15,14	15,32	14,5	14,5	14,5	12,41	3,37

Fuente: Elaborado en base a información de la ASFI.

PROSPECTIVA

A pesar de las condiciones externas más favorables en 2017 y 2018 y debido, sobre todo, a la recuperación de los precios de las exportaciones mineras e hidrocarburíferas, las perspectivas de la economía nacional siguen marcadas por la incertidumbre. Desde ya, hay varios factores de riesgo que pueden afectar el desempeño económico futuro.

El modelo económico vigente ha demostrado ser extremadamente sensible y vulnerable a la caída de los precios de exportación (especialmente los precios de hidrocarburos), que, de hecho, redujo los ingresos externos y fiscales, generándose déficits externos y fiscales después de varios años de superávits. Si bien la actual recuperación de precios de exportación contribuye a reducir estos desequilibrios gemelos, una potencial caída de precios futuros probablemente pondría a la economía en serios aprietos y eventualmente en situación crítica.

Se pone así en evidencia, una vez más, la fragilidad y el agotamiento del modelo de crecimiento económico basado mayormente en el uso de los recursos externos para financiar el impulso fiscal, a través del gasto e inversión pública. Por lo tanto, y en una situación de menores ingresos externos y fiscales, difícilmente podría ser sostenible dicho modelo, sobreviniendo una coyuntura de más endeudamiento y de pérdida acelerada de reservas internacionales.

Aún en el caso de que continuara la recuperación de los precios de exportación, existen factores estructurales que pueden limitar sus efectos benéficos. La falta de inversiones en sectores claves de la economía como minería e hidrocarburos, es claramente un cuello de botella, que ha derivado en el agotamiento de reservas mineras y de campos de hidrocarburos, lo cual restringe significativamente la capacidad de crecimiento de los volúmenes producidos, inclusive con precios elevados de exportación. Huelga decir que esto también podría afectar las negociaciones con Brasil, para una eventual renovación del contrato de venta de gas natural, que termina en 2019.

La falta de capacidad productiva en dichos sectores constriñe, asimismo, la capacidad de crecimiento de la economía nacional, contrariamente a lo ocurrido en años recientes.

De otro lado, la política de tipo de cambio fijo ha generado una significativa apreciación cambiaria, restándole competitividad al sector productor de bienes transables, que ahora tiene mucho más difícil competir con las importaciones –ni qué decir con el contrabando– e incursionar en los mercados externos. A ello contribuye, asimismo, la política de incrementos salariales sostenidos y de beneficios adicionales como el doble aguinaldo, que sobredimensionan los costos laborales, sin la contrapartida de mejoras de productividad laboral.

También es perceptible que la exposición del sistema financiero al riesgo crediticio ha ido en aumento, debido en parte a la necesidad de las entidades financieras de cumplir con las exigencias de la Ley de Servicios Financieros. Esta situación ha conducido a una expansión excesiva de los préstamos ligados a cuotas de créditos, lo que puede redundar en un mayor riesgo crediticio, en problemas de mora y en liquidez para los bancos y, en última instancia, en una contracción de crédito ("credit-crunch").

Escenario macroeconómico proyectado

Tomando en cuenta los factores descritos, la Tabla 16 presenta un ejercicio prospectivo del desempeño económico en los próximos 3 años. El escenario ha sido elaborado mediante un modelo de consistencia macroeconómica-sectorial muy detallado, considerando los siguientes supuestos:

- Un precio internacional del petróleo de \$us 66 por barril para los siguientes 3 años.
- Flujos de endeudamiento del gobierno general de \$us 1.000 millones por año, para financiar el déficit fiscal. El resto es financiado con créditos internos.
- Dadas las restricciones de oferta existentes, se contempla un escenario optimista de crecimiento de los volúmenes de exportación de 4% por año.
- Por las actuales restricciones fiscales, se supone un crecimiento del gasto e inversión del sector público de 5%, en términos nominales.
- Se mantiene la política de tipo de cambio fijo.

Tabla 16. Proyecciones Macroeconómicas

RESUMEN	2016	2017	2018	2019	2020
SECTOR EXTERNO					
Exportaciones FOB (en MM. \$us)	8.244	9.110	10.278	10.634	11.044
Importaciones FOB (en MM. \$us)	10.746	11.627	12.339	12.806	13.297
Balanza Cuenta Corriente/PIB	-5,7	-6,4	-4,7	-4,8	-4,7
Inversión Extranjera Directa/PIB	0,7	1,7	2,0	2,0	2,0
Deuda Externa Total (en MM. \$us)	7.268	9.428	10.072	10.679	11.252
Deuda Externa Total/PIB	21,6	25,3	25,5	25,5	25,4
Servicio de la Deuda/Exportaciones	5,7%	6,4%	7,4%	7,7%	7,9%
Reservas Internacionales (en MM. \$us)	10.081,4	10.260,6	9.454,9	8.626,1	7.646,1
Reservas Internacionales (meses Import.)	11,3	10,6	9,2	8,1	6,9
Reservas Internacionales (% PIB)	29,9	27,6	24,0	20,6	17,2
SECTOR FISCAL					
Ingresos Totales Gobierno General (% PIB)	31,3	29,3	29,9	29,5	29,1
Gastos Totales Gobierno General (% PIB)	34,6	34,3	34,3	34,3	34,1
Resultado Fiscal Gobierno General (% PIB)	-3,4	-5,0	-4,3	-4,7	-5,0
Resultado Fiscal SPNF (% PIB)	-7,2	-7,8	-6,5	-6,7	-6,8
Deuda Externa Pública (millones \$us)	7.268	9.428	10.072	10.679	11.252
Deuda Externa Pública (% del PIB)	21,6	25,3	25,5	25,5	25,4
Deuda Pública Total (millones \$us)	15.506	19.719	22.823	26.089	29.573
Deuda Pública Total (% del PIB)	46,0	53,0	57,8	62,4	66,7
PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO					
Inflación (fin de período)	5,2	4,9	3,4	4,4	4,3
Tipo de Cambio (fin de período)	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96
Devaluación (fin de período)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indice de tipo de cambio real ITCRM	67,7	64,1	62,8	59,4	56,3
SECTOR REAL					
PIB (millones \$us)	33.697	37.239	39.474	41.842	44.352
PIB per Cápita (en \$us)	3.069	3.342	3.492	3.647	3.810
Crecimiento real del PIB	4,26	4,20	3,96	3,77	3,79
Inversión/PIB	21,1	22,2	22,1	22,1	22,0
Ahorro/PIB	15,3	15,8	17,4	17,3	17,3
Tasa de Desempleo	4,4%	3,4%	3,6%	3,6%	3,6%

Fuente: Elaboración propia.

El escenario macroeconómico proyectado en base a los supuestos anteriores, arroja los siguientes resultados:

- El crecimiento económico se mantendría por debajo de 4% por año, lo cual permitiría alcanzar un PIB per cápita de \$us 3.810 para el 2020, si se mantiene el tipo de cambio fijo.
- La recuperación de los precios de exportación reduciría el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos a 4,7% en 2018, y éste se mantendría en esos niveles en los años siguientes.
- Con este nivel de déficit en cuenta corriente, las reservas internacionales del Banco Central se reducirían en aproximadamente \$us 800 millones por año, hasta llegar a \$us 7.646 millones en 2020, equivalente al 17,2% del PIB.
- El déficit del SPNF se reduciría, debido a la recuperación de precios externos, situándose en 6,5% del PIB en 2018. El déficit se mantendría en ese nivel en los años siguientes.
- Con este nivel de déficit fiscal, la deuda externa pública aumentaría de \$us 9.428 millones en 2017 a \$us 11.252 millones en 2020. La deuda pública total aumentaría desde \$us 19.719 millones en 2017 hasta \$us 29.573 millones, nivel equivalente a 66,7% del PIB.
- La política de tipo de cambio fijo profundizaría la apreciación cambiaria. El tipo de cambio real multilateral se apreciaría en 12% entre 2017 y 2020, lo que reduciría la competitividad del sector productivo nacional.

No obstante, este escenario requiere que el sector público esté en capacidad de acceder a un flujo importante de endeudamiento externo en cada período y también que el público pueda sentirse cómodo con las reducciones en las reservas internacionales a un ritmo de \$us 800 millones por año. Supone, además, que las exportaciones de hidrocarburos y minerales puedan continuar normalmente, esto es, que se dé una renegociación exitosa del contrato con el Brasil y que los yacimientos de hidrocarburos y minerales eviten reducciones importantes por su agotamiento.

Esta proyección pasiva muestra que aún con las anteriores condiciones, de no existir un ajuste fiscal, la situación podría tornarse muy delicada para el 2020, puesto que las RIN representarían sólo el 50% de las importaciones, equivalentes a 7 meses de importaciones. Por otro lado, el peso de la deuda empezaría a ser relevante con respecto a las exportaciones y que la deuda total escalaría al 66,7% del PIB. Por cierto, estas condiciones harían cada vez más difícil el acceso al financiamiento externo, que, ya hoy mismo, se ha convertido en la base del crecimiento de la economía boliviana.

El Informe de Milenio sobre la Economía de Bolivia No. 40, expone un estado de situación de la economía nacional, con base en la información estadística oficial correspondiente a la gestión 2017 y a los primeros meses de 2018.

Su objetivo primordial es ofrecer un panorama general sobre el desenvolvimiento económico del país, en una coyuntura, como la actual, signada por las tensiones e incertidumbres del cambio del ciclo económico, la ralentización del crecimiento y la irrupción de desajustes macroeconómicos.

Tal como en otros estudios y publicaciones de Milenio, este nuevo Informe destaca por su alto nivel profesional, su rigor técnico y su calidad investigativa al servicio de una labor académica honesta e independiente.

