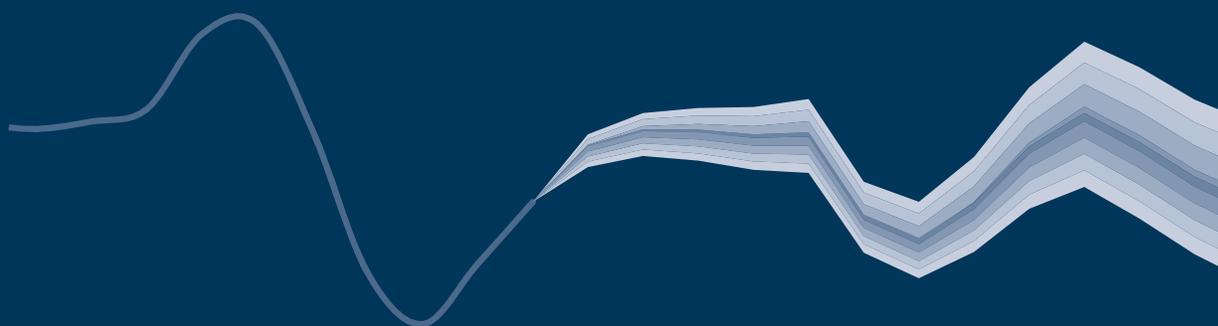


INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA



ENERO 2015

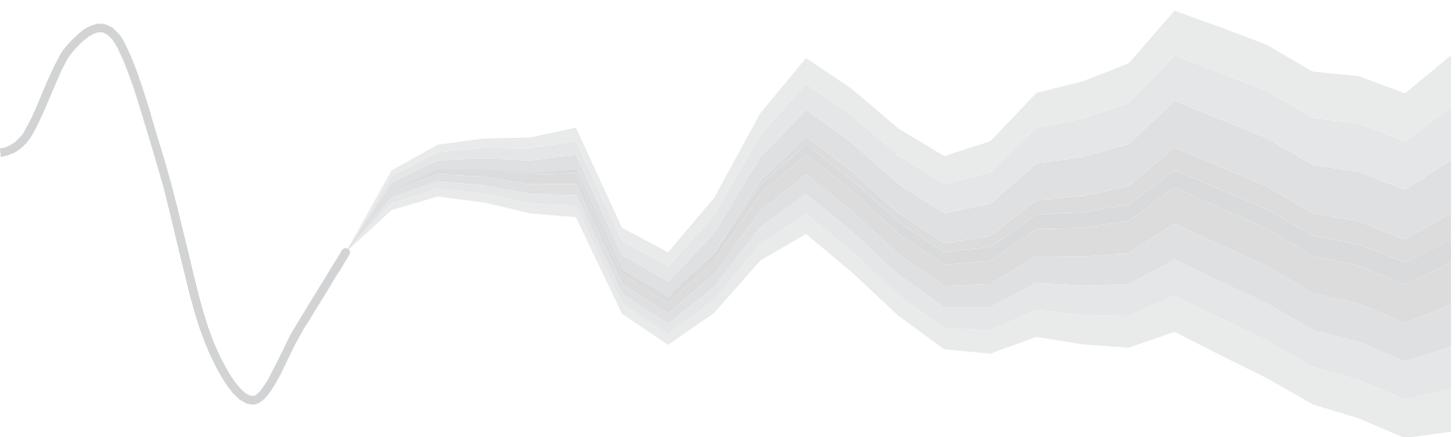


BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

ENERO 2015

Banco Central de Bolivia



**Informe de Política Monetaria
Enero 2015**

400 copias impresas

Fecha de Publicación • Marzo 2015

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

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

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

Índice

PRESENTACIÓN	VII
RESUMEN EJECUTIVO	XI
1. ENTORNO INTERNACIONAL	1
1.1 Actividad económica mundial.....	2
1.2 Precios de los productos básicos.....	8
1.3 Inflación internacional y política monetaria	9
1.4 Mercados financieros y movimientos de capitales	12
1.5 Procesos de integración regional.....	13
Recuadro 1: Tendencias del Precio Internacional del Petroleo.....	15
2. ENTORNO NACIONAL	17
2.1 Actividad económica y gasto.....	18
2.1.1 Actividad Económica.....	18
2.1.2 Comportamiento del PIB según gasto	20
2.2 Desempeño externo.....	20
2.3 Mercados financieros y monetarios.....	22
2.3.1 Intermediación financiera	23
2.3.2 Agregados monetarios.....	25
Recuadro 2: La Importancia de la Demanda Interna en el Crecimiento	26
3. POLÍTICAS DEL BCB	29
3.1 Política monetaria.....	30
3.1.1 Programa monetario	30
3.1.2 Operaciones de regulación monetaria	33
3.1.3 Encaje legal	38
3.2 Política cambiaria.....	39
3.2.1 Orientación de la política cambiaria	39
3.2.2 El Bolsín y la venta directa de dólares del BCB.....	41
3.2.3 Comportamiento de los tipos de cambio.....	41
3.3 Otras medidas para el control de la inflación	42
3.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo	42
3.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB	45

3.4	Políticas que contribuyen al desarrollo económico y social	46
3.4.1	Financiamiento del BCB a las EPNE	47
3.4.2	Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy.....	48
3.4.3	Fondo para la Revolución Industrial Productiva.....	48
3.4.4	Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias	49
3.4.5	Política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución	49
3.4.6	Políticas para incentivar la bolivianización.....	50
	Recuadro 3: La orientación Contracíclica de la Política Monetaria.....	51
4.	ESTABILIDAD DE PRECIOS Y DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL	53
4.1	Comportamiento reciente de la inflación	54
4.1.1	Contexto y evolución reciente de la inflación	54
4.1.2	Indicadores de tendencia inflacionaria	56
4.1.3	Inflación por divisiones del IPC	57
4.1.4	Inflación por ciudades	58
4.1.5	Indicadores complementarios de presiones inflacionarias.....	58
4.1.5.1	Índice de precios al productor industrial manufacturero	58
4.1.5.2	Índice de costos de la construcción	59
4.1.5.3	Índice de precios de actividades remuneradas.....	59
4.1.6	Factores que explican la evolución reciente de la inflación	60
4.1.6.1	Alza en la inflación de algunos alimentos	60
4.1.6.2	Ajustes de precios relativos de ciertos servicios.....	61
4.1.6.3	Expectativas de inflación	62
4.1.6.4	Reducidas presiones inflacionarias externas.....	63
4.2	Desarrollo económico y social.....	64
4.2.1	Créditos del BCB a las EPNE	64
4.2.2	Transferencias del BCB para el Bono Juana Azurduy	69
4.2.3	Fondo para la Revolución Industrial Productiva	69
4.2.4	Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias	71
4.2.5	Los beneficios de la estabilidad cambiaria.....	72
4.2.6	Bolivianización para contribuir al control de la inflación y promover el crecimiento	73
5.	PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	75
5.1	Contexto internacional.....	76
5.2	Contexto nacional	79
5.3	Perspectivas de la inflación	81
5.4	Balance de Riesgos	82
	ABREVIATURAS Y SIGLAS DE USO FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN.....	83

Presentación

El Informe de Política Monetaria (IPM) es la principal publicación del Banco Central de Bolivia (BCB) para la difusión de los objetivos que se propone en el próximo bienio, las políticas implementadas recientemente y los resultados alcanzados respecto a sus compromisos anteriores. Además, el IPM es presentado por autoridades del BCB en todo el país a organizaciones sociales, gremios empresariales, profesionales, estudiantes y medios de comunicación, aspecto que permite un mayor conocimiento de la población sobre su contenido. Con estas características, el IPM es elaborado y divulgado desde 2006 de forma semestral, constituyéndose en un medio efectivo a través del cual la autoridad monetaria rinde cuentas sobre su desempeño.

En esta ocasión, el Informe analiza la evolución de las principales variables económicas en la gestión 2014, examinando los factores que influyeron en su comportamiento y comparando los resultados de la inflación y crecimiento con las estimaciones realizadas un año atrás. Asimismo, se presentan también las perspectivas sobre la evolución futura de la inflación y de la actividad económica.

El análisis efectuado considera elementos propios del ámbito interno y externo de la economía boliviana. En la primera parte, se presentan los aspectos más sobresalientes del contexto internacional, para luego concentrarse en el estudio de la actividad económica interna. Las políticas monetaria y cambiaria implementadas por el BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo son expuestas a continuación, describiendo sus particularidades y el carácter heterodoxo y contracíclico de las mismas. Puesto que el objetivo constitucional del BCB es preservar la estabilidad de precios para contribuir al desarrollo

económico y social, el cuarto capítulo analiza los resultados en ambos ámbitos, los indicadores de inflación y sus determinantes, por una parte, y el impacto de las políticas en el desarrollo económico y social, por la otra. Finalmente, se presentan las principales proyecciones sobre el desempeño externo e interno, junto a los objetivos referidos a la inflación y al crecimiento económico para el año 2015.

En la presente edición, el IPM destaca que en los primeros meses de 2014 la inflación en Bolivia siguió una trayectoria estable, pero se vio perturbada por repuntes transitorios en junio y julio y, luego de una corrección a la baja entre agosto y octubre, nuevamente se registraron incrementos en el último bimestre originados por choques de oferta que afectaron los precios de pocos productos alimenticios. El control de la inflación se llevó a cabo de forma efectiva; fueron de gran importancia las políticas de abastecimiento del Gobierno Nacional y la regulación de liquidez realizada por el BCB que evitó la generalización de los incrementos señalados a través de efectos de segunda vuelta. Esta labor coordinada posibilitó que la inflación siga un comportamiento acorde con las proyecciones anunciadas por las autoridades económicas a inicios de 2014, cerrando la gestión con una tasa acumulada de 5,2%, ligeramente por debajo de la meta de 5,5%.

La gestión 2014 estuvo caracterizada también por otros resultados positivos, como el buen desempeño de la actividad económica, impulsada esencialmente por la demanda interna. Con una tasa estimada de crecimiento de 5,5%, en línea con la meta anunciada en enero de 2014 (5,7%), Bolivia registraría el mayor crecimiento en América del Sur. Debe destacarse también el incremento de los créditos y depósitos

en el sistema financiero, junto a los avances en el proceso de bolivianización, entre otros resultados favorables.

En la gestión, se registraron márgenes en todas las metas ajustadas en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2014 destacando el fuerte dinamismo de los gastos y la previsión realizada por las autoridades al momento de establecer las metas a fin de que éstas no limiten la inversión pública.

En el marco de su orientación contracíclica y heterodoxa, entre enero y julio de 2014 la política monetaria tuvo una orientación contractiva para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta; en los tres meses siguientes tuvo lugar un redireccionamiento gradual hacia una orientación expansiva en un escenario de bajas tasas de inflación mensual. Finalmente, en noviembre y diciembre se intensificaron las operaciones de regulación monetaria, empleando diversos instrumentos para evitar presiones inflacionarias debido a expansiones estacionales de liquidez. Las tasas de interés monetarias se comportaron de acuerdo a la orientación de la política monetaria. En la fase contractiva aumentaron hasta mediados de 2014, luego, con la postura expansiva disminuyeron registrando caídas importantes llegando al final del año a situarse en casi todos los plazos por debajo de 1%.

Con relación a la política cambiaria en 2014, se mantuvo invariable el tipo de cambio nominal, orientación acorde con el descenso de la inflación

de origen externo y que contribuyó a estabilizar las expectativas cambiarias del público en un contexto de elevada volatilidad de las paridades de países vecinos. Destaca que, durante el periodo de estabilidad del tipo de cambio nominal, no se registraron desalineamientos persistentes del tipo de cambio real.

Asimismo, el BCB continuó aportando de forma directa a las políticas gubernamentales dirigidas al desarrollo económico y social, otorgando créditos a empresas públicas estratégicas y financiando programas sociales, además de otras iniciativas detalladas en el Informe.

En lo que concierne a las perspectivas, para 2015 se ha fijado un objetivo de inflación de alrededor de 5,5%, mayor a la tasa alcanzada en 2014 (5,2%). Asimismo, las autoridades se han propuesto un crecimiento de la actividad económica en torno a 5,0%, tasa que estaría entre las más altas de la región.

En cumplimiento de su mandato constitucional, el BCB continuará empleando las políticas a su disposición para contribuir a preservar una inflación baja y al dinamismo de la actividad, favoreciendo el desarrollo económico y social; además de sostener los logros alcanzados en la bolivianización. Al igual que las últimas gestiones, estos objetivos podrán alcanzarse gracias a la coordinación de políticas con el Órgano Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).

La Paz, marzo de 2015

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 31 de diciembre de 2014. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.

Resumen Ejecutivo

El contexto internacional en 2014 estuvo marcado por la desaceleración de varias economías, principalmente las emergentes y en desarrollo. En lo que respecta a los países avanzados, cabe destacar la recuperación de la economía estadounidense, especialmente en el segundo y tercer trimestre del año, después de registrar una caída a inicios de gestión; mientras que por otro lado, la Zona Euro registró un débil crecimiento y Japón una contracción en la segunda mitad del año. En el caso de las economías emergentes, tuvo lugar una ralentización del crecimiento de Rusia, Brasil, Argentina, junto a otros países con elevada importancia en el comercio internacional como China. La desaceleración económica y los menores precios de las materias primas implicaron reducidas presiones inflacionarias a nivel global, destacando el hecho de que la Zona Euro terminó el año con una inflación negativa, lo que eleva el temor de una deflación persistente en esta región.

En lo que se refiere a los mercados financieros y cambiarios internacionales, se evidenció una mayor volatilidad en la segunda parte del año conforme a las crecientes tensiones geopolíticas, las preocupaciones sobre la recuperación económica, la depreciación de la mayoría de las monedas respecto al dólar estadounidense y la caída del precio de las materias primas, principalmente del petróleo.

América Latina continuó desacelerándose debido a la frágil inversión privada y menores exportaciones por la caída de los precios de las materias primas. Sin embargo, al interior se mantuvieron las diferencias entre países, entre ellos destaca Bolivia que, de acuerdo a las estimaciones, sería uno de los países con mayor crecimiento en 2014.

En efecto, el desempeño económico de Bolivia en este año fue sobresaliente. Al tercer trimestre de 2014 el crecimiento acumulado de la actividad real en Bolivia alcanzó a 5,4%, y se estima que el crecimiento en el año estará alrededor del 5,5%, tasa acorde con la meta anunciada en el IPM de enero de 2014 (5,7%) y la más alta en comparación al crecimiento estimado del resto de los países de Sudamérica. Todas las actividades aportaron al crecimiento y, desde la perspectiva del gasto, la demanda interna continuó siendo su principal determinante, fundamentada principalmente en la contribución de la Formación Bruta de Capital Fijo.

Asimismo, a pesar del contexto internacional menos favorable, los resultados de las operaciones con el exterior en 2014 fueron positivos: la balanza comercial registró superávit, la Inversión Extranjera Directa (IED) bruta fue muy importante y las reservas internacionales netas continuaron creciendo. No obstante, es importante destacar que los superávits en balanza comercial y en cuenta corriente fueron menores a los de gestiones anteriores, consistente con el deterioro de los términos de intercambio y, principalmente, con el importante incremento de la inversión en Bolivia, que se tradujo en mayores volúmenes de importaciones de bienes intermedios y de capital, principalmente.

El sistema financiero tuvo un comportamiento destacable, el ahorro aumentó en línea con el incremento del ingreso disponible y el crecimiento del crédito apoyó al dinamismo de la actividad económica. La bolivianización continuó avanzando, constituyéndose en uno de los logros más relevantes de las políticas económicas de los últimos años. El crecimiento del dinero fue controlado cuidadosamente a fin de evitar desequilibrios que generen presiones

inflacionarias y, al mismo tiempo, no se afecte al dinamismo de la actividad económica.

En este contexto, durante los primeros meses de 2014, la inflación en Bolivia mantuvo un comportamiento estable. Posteriormente, en junio y julio se advirtieron repuntes transitorios debido al incremento de los precios de algunos alimentos a causa de choques de oferta (fenómenos climáticos adversos y actividades especulativas). Entre agosto y octubre estos precios se corrigieron, llegando a registrarse inflaciones mensuales muy bajas e incluso una de ellas fue negativa. Finalmente, en el último bimestre del año, se observaron nuevos incrementos como consecuencia de condiciones climáticas desfavorables que repercutieron en el precio principalmente del tomate.

Es de destacar que, a pesar de una mayor volatilidad por los choques señalados, la trayectoria de la inflación se mantuvo en línea con las proyecciones anunciadas en el IPM de enero de 2014. Al cierre de gestión la tasa de variación de precios (5,2%) se situó dentro del rango anunciado (entre 4,6% y 7%) y en un nivel por debajo del objetivo señalado en dicho Informe (5,5%).

Los indicadores de tendencia inflacionaria reflejaron una evolución estable, con variaciones interanuales en torno a 4%. Este comportamiento señala que no existieron presiones significativas sobre el componente de largo plazo de la inflación y que los incrementos de la inflación mensual a mediados y finales de año se explicaron por choques transitorios de oferta.

En este sentido, fueron determinantes las políticas y medidas que implementó el Órgano Ejecutivo para el abastecimiento de productos afectados por factores climatológicos adversos y actividades especulativas. En tanto que, la regulación de la liquidez por parte del BCB permitió evitar que se generalicen dichos fenómenos por efectos de segunda vuelta.

En efecto, en la gestión, se registraron márgenes en todas las metas acordadas en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2014, las cuales fueron ajustadas debido a un mayor gasto de capital en el SPNF. En este sentido, destaca el fuerte dinamismo de estos gastos y la previsión realizada por las autoridades al momento de establecer las metas a fin de que éstas no limiten la inversión pública.

La política monetaria en los primeros siete meses de 2014 mantuvo una orientación contractiva que se aplicó gradualmente desde fines de 2012 para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta. Entre agosto y octubre, hubo una reorientación progresiva en dirección expansiva aprovechando las menores tasas de inflación mensual para corregir las tasas de interés hacia la baja. En los últimos dos meses del año, previniendo expansiones estacionales de la liquidez que podrían generar presiones inflacionarias se realizó una nueva colocación de Certificados de Depósitos y en las últimas semanas se incrementó sustancialmente la oferta de títulos de regulación monetaria. Esta política se implementó manteniendo bajas las tasas de interés la mayor parte del año con el fin de sostener el dinamismo de la actividad económica.

De esta forma, el objetivo de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda para contribuir al desarrollo económico y social del país, fue alcanzado con el empleo de instrumentos heterodoxos, manteniendo el carácter contracíclico de la política monetaria y coordinando adecuadamente con el Órgano Ejecutivo como manda la CPE.

Durante 2014, el tipo de cambio de la MN respecto al dólar estadounidense se mantuvo invariable (en Bs6,96 por dólar para la venta y Bs6,86 para la compra), orientación que permanece desde finales de 2011. La estabilidad del tipo de cambio nominal fue consistente con el descenso de las presiones inflacionarias externas y contribuyó a estabilizar las expectativas de la población en el mercado cambiario, en un contexto de elevada volatilidad de las paridades de países vecinos. Asimismo, debe destacarse que en este periodo no se generaron desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto a una referencia del tipo de cambio real de equilibrio.

En el marco de las políticas heterodoxas implementadas por el Ente Emisor, en 2014 se continuó financiando a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas y a programas sociales como el Bono Juana Azurduy. Asimismo, en 2014 el Fondo para la Revolución Industrial y Productiva (FINPRO) constituido con recursos del BCB continuó otorgando créditos para emprendimientos productivos.

En perspectiva para el bienio 2015-2016, en el contexto internacional se proyecta que el crecimiento

de la actividad económica global será levemente mayor con relación a 2014; pero menor con respecto a lo proyectado en el IPM de enero de 2014. Esta revisión a la baja se fundamenta en perspectivas menos optimistas sobre el desempeño de un grupo de economías emergentes y en desarrollo como China y Rusia, economías avanzadas como Japón y la Zona Euro, además de países importantes en América Latina, especialmente Brasil. En síntesis, a pesar de la caída del precio del petróleo y el consiguiente impulso que cobró la actividad en EE.UU, las previsiones de recuperación global son muy cautas.

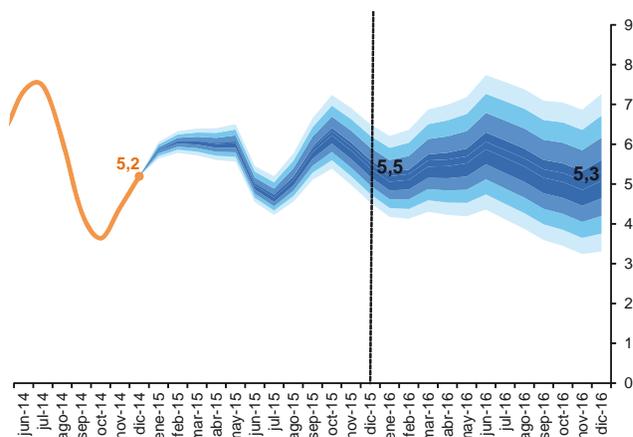
En lo concerniente al desempeño de la economía Boliviana para la gestión 2015, se ha fijado como objetivo un crecimiento de 5,0%. En un entorno de menor impulso de la demanda externa, el desempeño previsto se fundamentaría en un crecimiento sostenido de la demanda interna, sustentado en una fuerte incidencia de la inversión pública.

A su vez, la inflación en Bolivia convergerá a una tasa alrededor de 5,5% a finales de 2015, situándose al interior del rango entre 4,5% y 6,5%. Para 2016, se estima que el incremento en los precios internos se encuentre en torno a 5,3%.

La política monetaria mantendrá su orientación contracíclica, en el marco de un balance adecuado que permita preservar la estabilidad de precios y contribuir al desarrollo económico y social. La Política Cambiaria, evitando desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto a su nivel de largo plazo, seguirá orientada a profundizar el proceso de bolivianización, anclar las expectativas

de la población y preservar la solidez del sistema financiero. En este contexto, se garantiza que no se realizarán modificaciones bruscas del tipo de cambio. Ambas políticas, en el marco de lo dispuesto en la CPE, mantendrán la coordinación con las políticas del Órgano Ejecutivo mediante los mecanismos ya institucionalizados en los últimos años.

INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA (Variación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central. La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%.

La evolución futura de la inflación no está exenta de riesgos que, de materializarse, podrían conducir a esta variable a una trayectoria diferente de la señalada en este informe. De concretarse alguno de los riesgos, el Órgano Ejecutivo y el BCB, en el marco de sus competencias y de forma coordinada, continuarán empleando los instrumentos de política a su alcance para cumplir con los objetivos anunciados.

Executive Summary

The international context in 2014 was characterized by lower growth in several economies, particularly the emerging and developing ones. Regarding the advanced economies, it is worth mentioning the recovery of the US economy, especially in the second and third quarter of the year, after the contraction at the beginning of 2014. In contrast, the Eurozone recorded weak growth throughout the year and Japan a contraction in the second half of 2014. In addition, lower growth figures were observed in some emerging economies like Russia, Brazil, Argentina, as well as in other countries with great importance in international trade, such as China. The worldwide economic slowdown and lower commodity prices reduced inflationary pressures globally; a special case was observed in the Euro Zone, hit by deflation at the end of the year, raising concerns about the persistence of negative inflation figures in this region.

In global financial and currency markets, higher volatility was observed in the second half of the year, as a consequence of rising geopolitical tensions, increasing fears about global economic recovery, depreciation of most currencies against the U.S. dollar and the drop in international commodity prices (mainly oil).

Latin America continued to decelerate due to weak private investment and lower exports, affected by falling commodity prices. Nevertheless, some countries in the region attained a remarkable performance in the year, including Bolivia that, according to estimates, would be one of the countries with the highest growth rates in 2014.

Indeed, Bolivia's economic performance in 2014 was outstanding. Up to the third quarter of the year,

the cumulative growth amounted to 5.4%, and it is estimated that by the end of 2014 it will be around 5.5%, close to the target announced in the Monetary Policy Report (IPM, for its acronym in Spanish) of January 2014 (5.7%) and the highest in comparison to the estimated rates of other countries in South America. All sectors contributed to these positive results and, from the expenditure side, domestic demand continued to be the main factor that boosted economic growth, based mainly on the contribution of Gross Fixed Capital Formation.

Furthermore, despite the less favorable international context, Bolivian external accounts showed positive results in 2014: once more a trade surplus was recorded, gross Foreign Direct Investment (FDI) was very important and net foreign-exchange reserves continued to grow. However, it is important to emphasize that surpluses in trade balance and current account were below the ones obtained in past years. This reduction is a result of the drop in terms of trade and, mainly, of the significant increase in investment in Bolivia, which demanded higher volumes of imports of intermediate goods and, principally, capital goods.

The financial system had a remarkable performance; savings increased in line with the rise in disposable income and credit growth supported the dynamism of economic activity. The dedollarization (Bolivianización) continued to advance, becoming one of the most important achievements of economic policies in recent years. Money growth was controlled carefully to avoid disequilibrium in the money market (that could have generated inflationary pressures) and, at the same time, to avoid negative effects over the dynamism of economic activity.

In this context, during the first months of 2014 inflation in Bolivia remained stable. Later, in June and July, transitory rebounds were observed due to the increase in prices of some foods generated by supply shocks, adverse weather conditions and speculative activities. Between August and October these prices were corrected, being recorded low monthly inflation rates and even a negative one. Finally, in the last two months of the year, further increases were registered as a result of unfavorable weather conditions which affected mainly the price of tomatoes.

It must be stressed that, despite the volatility generated by the shocks mentioned above, the inflation path along the year was in line with the projections announced in the IPM of January 2014. At the end of 2014, the inflation rate (5,2%) was within the range announced in January (between 4.6% and 7%) and below the target mentioned at that time (5.5%).

Inflationary trend indicators showed a stable trajectory, with interannual variations around 4%. This behavior indicates the absence of significant pressures on the long-term component of inflation and it also reflects that the increases in the monthly inflation rate, faced at the middle and the end of the year, were related to temporary supply shocks.

In this sense, supply side policies implemented by National Government were crucial to facilitate the correction of prices of products affected by adverse weather conditions and speculative activities. Meanwhile, liquidity management policies implemented by the Central Bank of Bolivia (BCB for its acronym in Spanish) prevented second-round effects that could have generalized the increase in prices.

In 2014, favorable margins were recorded in all the macroeconomic targets established in the Fiscal-Financial Programme 2014 agreed between the Ministry of Economy and Public Finance and the BCB. Those targets were adjusted afterwards, due to an increase in capital spending in the Nonfinancial Public Sector (SPNF, for its acronym in Spanish). In this regard, it is worth emphasizing the importance and dynamism of these expenditures and the carefulness of the authorities while setting the mentioned targets so that they do not restrict public investment.

In the first seven months of 2014, the BCB continued the withdrawal of monetary impulses (orientation gradually implemented since the end of 2012) with the aim of preventing inflationary risks related to second round effects. Afterwards, between August and October, the monetary policy gradually changed its direction, in concordance with the lower inflation results observed, in order to reduce interest rates. In the last two months of 2014, preventing seasonal increases in liquidity that could have generated inflationary pressures, a new issuance of Certificates of Deposit took place; likewise, in the last weeks of the year the offer of securities of the BCB increased substantially. The monetary policy was implemented by keeping interest rates low for most of 2014 in order to sustain the dynamism of economic activity.

Accordingly, the objective of preserving the stability of the purchasing power of the national currency in order to contribute to economic and social development of the country, was achieved with the use of unorthodox instruments, maintaining the countercyclical nature of monetary policy, and coordinating the policy actions with the National Government, as it was established in the Political Constitution of the State.

During 2014, the official exchange rate was kept stable (BOB 6,96 per dollar for sale and BOB 6,86 per dollar for purchase), orientation that remains since late 2011. The stability of the nominal exchange rate was consistent with the decline in external inflationary pressures and helped stabilize expectations of the population in the foreign exchange market, in a framework of high volatility in regional currency markets. In addition, it must be noted that during this period no persistent misalignments of the real exchange rate were observed with respect to its equilibrium level, estimated according to its fundamentals.

In the framework of heterodox policies implemented by the Monetary Authority, in 2014 the Central Bank continued funding Strategic National Public Enterprises (EPNE for its acronym in Spanish) as well as social programs (like the Juana Azurduy Bond scheme). Furthermore, in 2014 the Fund for Productive Industrial Revolution (FINPRO, for its acronym in Spanish), established with funds supplied by BCB, continued to grant loans for productive enterprises.

In terms of the outlook for the period 2015-2016, it is estimated that growth in global economic activity will be slightly higher compared to 2014; but lower than the one anticipated in the previous edition of the IPM of January 2014. This downward revision is based on less optimistic prospects about the performance of a group of emerging and developing economies (such as China and Russia), advanced economies such as Japan and the Euro Area, as well as important countries in Latin America, especially Brazil. In short, despite the fall in oil prices and the good performance of U.S. economy, forecasts of global recovery are very cautious.

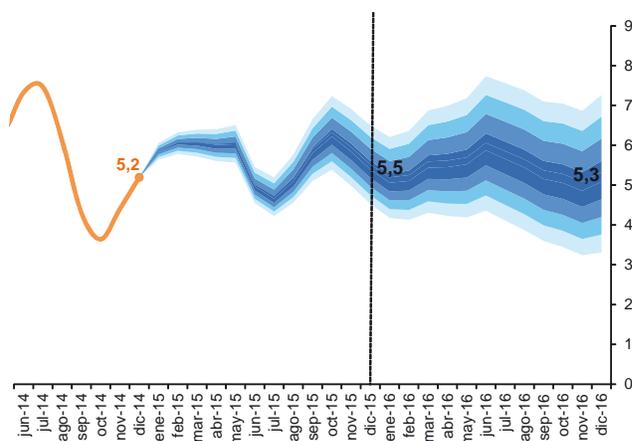
Concerning the performance of the Bolivian economy in 2015, a growth rate around 5% was estimated. In a context of lower external demand, growth would be boosted mainly by a sustained increase in domestic demand, supported by a strong contribution of public investment.

In turn, Bolivian inflation will converge at a rate around 5.5% by the end of 2015, within the range between 4.5% and 6.5%. In 2016 inflation would be around 5.3%.

Monetary Policy, in line with its countercyclical nature, will continue to maintain a careful balance between its objectives of preserving price stability and contributing to economic and social development. Correspondingly, the Exchange Rate Policy will be aimed at the following objectives: i) to promote the dedollarization process; ii) to anchor population expectations; and to preserve the stability of the financial system. These objectives will be pursued without generating persistent misalignments of the

real exchange rate from its long-run level. In this context, it is assured that no abrupt changes in the exchange rate will take place. Both policies, within the framework provided by the Political Constitution of the Plurinational Estate of Bolivia, will be implemented in close coordination with the National Government through the mechanisms already institutionalized in recent years.

OBSERVED AND PROJECTED CPI INFLATION
(Percentage variation in twelve months)



SOURCE: National Statistics Institute and Central Bank of Bolivia

ELABORATION: BCB – Main Economic Policy Advisor Office

NOTE: The graph includes confidence intervals around the central stage
The lightest part of the graph is consistent with an interval of 90%

The future evolution of inflation is not exempt from risks which, if took place, could lead to this variable to a different path than the outlined above. In such a case, the Monetary Authority will continue to use, in the framework of its competences and in coordination with the National Government, the policy instruments at its disposal in order to achieve the objectives that were stated.

Chumthapiyata Arunaka

Páwaranqatunkapusinimaranxaanqaxamarkanakana qullqimpi sartawixa askina jan askina ukhamanwa. Kawkiri markanakatixa nayraqataru sartawinkapxi, sañani economía estadounidense, jilpachaxa payiri ukatxa kimsiri kimsa phaxsinxa uka pachpa maranxa jan walinkawayapxiwa, maysatxa Zona Euro satakisa uksanxa juk'ata sartawiwa utjawayaraki, Japón uksa markansti juk'aru tukuwiwa utjawayaraki chika marata uksaruxa. Qullqimpi askinjama sartawinakaxa utjawayarakiwa ralentización ukanjama sartawixa, uksankawayapxiwa Rusia, Brasil, Argentina uka markanakana, uksankawayarakiwa China markasa. Qullqituqi mayjt'awi ukatxa materias primas satakisa ukana chaninakapasa mayjt'ayawayiwa presiones inflacionarias ukanakxa uraqpachana, ukhamakasinxa Zoan Euro uksanxa maraxa tukuyawayiwa inflación negativa ukampi, ukanjamawa deflación ukasa utjawayaraki.

Mercados financieros ukatxa anqaxa markanakana mayjt'awinaka utjatapà laykusa, uñjasiwayiwa akatjamata ina ch'usaru tukuyawisa pâyiri jaljata marana, geopolíticas ukanjama axsarawinaka utjatapatsa, llakisiwinakaxa qullqi askinkañapatakixa utjaskakinwa, maysatxa dólar ch'uxña qullqi estadounidense jani ancha apnaqatatapata ukhamaraki ch'iyara khusu umana, materias primas ukanakana chaninakapa pisiqtawinkatapatsa thulljtawinakaxa utjasiwaykakiwa.

América Latina uksa markanakanxa juk'a qullqi irtawi inversión privada ukanjama utjatapata, ukatxa juk'a exportaciones utjatapata, ch'iyara khusu umana chanipa, ukhamaraki materias primas ukanakana chanipa jani askinkataplaykusajan walt'awinakaxa utjaskakinwa. Ukhamakasinxa may maya markanakanxa mayjtawinakaxa utjaskakinwa,

ukankawayiwa Bolivia markaxa, uñtawinakanxa pá waranqa tunka pusini maranxa askinjamawa qullqituqi sartawixa utjawayi.

Bolivia markanxa pá waranqa tunka pusini maranxa qullqituqi sartawixa askinkawayiwa. Kimsiri trimestre pá waranqa tunka pusini maranxa qullqituqi jiltawixa 5,4% ukjankawayiwa, ukampisa amuyatawa qullqituqi jiltawixa 5,5% ukjaru puriñapatakisa, kunamatixa IPM ukanjamasa enero pá waranqa tunka pusini maranataki amuyatakana ukarjama (5,7%), jilpacha jiltawixa markasanwa jilankawayiwa taqpacha Sudamérica markanakata sipana, alañanakataki qullqi irtawixa ukjankawayaskakiwa, jilpachaxa ch'amañchatanwa Formación Bruta de Capital Fijo ukaru.

qullqituqi sartawisa jan walinkawaykarakchisa, pá waranqa tunka pusini maranxa askinkawayiwa: balanza comercial ukanjamawa superávit ukasa utjawayi, Inversión Extranjera Directa (IED) ukanjamasa askirakinwa, reservas internacionales netas satakisa ukanakasa jiltasiwaykakiwa. Ukhamakipanxa, askiwa saña superávits en balanza comercial ukaxa cuenta corriente ukanjamxa pisinkawayiwa pasiri maranakata sipana, jilpachaxa turkakiwawinaka utjatapata, jilpachaxa Bolivia markana inversión utjatapata, ukanjamawa anqaxa markanakata bienes intermedios y de capital ukanakasa jiltawayaraki.

Sistema financiero ukaxa askinwa, qullqi imawixa yapxattawayiwa, qullqi mayt'awixa yanapt'awayiwa qullqimpi sartawiru. Bolivianización ukaxa nayraqataru sartaskakiwa, aka qhipa maranakanxa políticas económicas ukanjamxa askipuninwa. Qullqi jiltawixa wali jak'ata uñjatanwa ukhamata kuna jan

walt'awinaka jan utjañapataki, ukhamata qullqimpi sartawinakaruru jan walt'ayañapatakisa.

Pä waranqa tunka pusini marankasina nayriri phaxsinakanxa, inflación ukaxa Bolivia markanxa pachpankawayiwa. Junio ukatxa julio phaxsinakanxa yatiyatanwa kunamsa mä qawqha manq'añanakana chaninapakaxa irxattawayi taqi ukanaksa, uka jan walt'awinakaxa utjawayiwa ofertas utjatapata ukakipkaraki pachamama uraqina jan walt'awinaka utjatapata ukhamaraki manq'añanaka imantatatapatsa. Agosto ukatxa octubre phaxsinakanxa aka chaninakanxa kunamakantixa qalltawinxu ukaruwa kutjtawayi, sapa phaxsinakanxa inflaciones mensuales satakisa ukanakaxa aynachtuqinkawayiwa, yamakisa taqpachata maynirixa jan walinkawayapuniwa. Niya mara tukuyaruxa uñtatarakinwa machaqata yapxattawinakasa pachana jan walt'awinaka utjatapata, ukatjamawa tomate ukana chanipasa mayjt'awayaraki.

Qhanañcht'añaspawa, jan walt'awinaka utjatapatxa, inflación ukaxa pachpankawayiwa kunamatixa IPM uksankirinakanxa yatiyawayapkana ukarjama enero pä waranqa tunka pusini marana. Mara tukuyaruxa tasa de variación ukanjamxa chaninakanxa (5,2%) ukjankawayiwa, ukaxa niya kunamatixa amuyatakana ukaruwa iyawsawayi (4,6% ukjata 7%) ukjakama, taqi ukaxa amtawi utjkana ukata aynachankawayiwa kunamatixa yatiyawixa yatiyatakana ukarjama (5,5%).

Tendencia inflacionaria satakisa ukanjama uñtawinakanxa jiltawixa pachpankpana sawayiwa, ukampisa mayjt'awinakanxa interanuales ukanjamxa 4% ukjankawayiwa. Akhama lurawinakanxa sañ muniwa janiwa ukhamapunipana ukaruwa jaysatakanti ukampisa sapa phaxsina irxattawinakaruxa niyapuniwa mara tukuyaruxa jan walt'awinaka utjawinakaruxa qhanañchatarakina.

Ukhamakasinxu, kawkiri amtawinakatixa Órgano Ejecutivo uksata sartayatakana kawkiri manq'añanakatixa jan walt'awinkana pacha mayjt'awi utjatapata ukatxa manq'añanaka imantatatapatsa jan utjañapataki. Ukatjamawa, regulación de liquidez ukaxa BCB ukanjama jan mayampi jan walt'awinaka jan utjañapatakisa jark'aqawayapxi.

Ukhamakasinxu, lurawinakanxa qillqantatawa Programa Fiscal Financiero pä waranqa tunka

pusini marataki, taqi ukanakaxa SPNF uksana wali jak'ata uñjatawa qullqi irtawi utjatapata. Ukatjamawa qullqi irtawinakanxa autoridadanakarta inversión pública utjayasa ukampisa taqi ukanakaxa uñtawinakarjamawa.

Política monetaria ukaxa nayriri paqallqu phaxsinakanxa pä waranqa tunka pusini maranxa orientación contractiva ukankawayiwa, ukanjamawa juk'ata juk'ata niya pä waranqa tunka payani mara tukuyaruxa sartayatarakina ukhamata payiri jan walt'awinaka jark'aqañataki. Agosto ukatxa octubre phaxsinakanxa utjawayiwa nayraqataru sartawinakanxa juk'a tasas de inflación sapa phaxsina utjayasa ukhamata askichañataki tasas de interés baja askichañataki. Payiri qhipa phaxsinakanxa pachpa maranxa jan walt'awina presiones inflacionarias ukanjama utjayasaxa mayampwa Certificados de Depósitos ukaxa luratana, ukampisa qhip qhipa semananakanxa jilxattawayiwa mayiwinakanxa títulos de regulación monetaria ukanjama. Aka kasta amtawinakanxa yanapt'awayiwa tasas de interés uka marana pachpankañapataki ukhamata ch'amañchañataki qullqimpi sartawinakaruru.

Ukhamatwa, poder adquisitivo satakisa ukaxa qullqimpi sartawiruxa markasana yanapt'awayi pachpankayasasa ukhamata nayraqataru sartawiru utjayasina, política monetaria ukaxa Organo Ejecutivo kunamatixa tayka kamachixa CPE ukanjama siski ukhamarjamawa sartayatarakina.

Pä waranqa tunka pusini maranxa, qullqina chanipaxa MN ukanjamxa dólar ch'uxña qullqixa pachpankawayiwa (Bs. 6,96, ukjawa sapa dólar ch'uxña qullqixa ukatxa Bs. 6,86 ukjarakinwa alañatakisa), akhama sartawinakanxa pä waranqa tunka manayi mara tukuyatanwa. Tipo de cambio nominal ukaxa askinkawayiwa ukanjamawa mercado cambiario uksansa markachirinakatakisa anqaxa markanaka jakasirinakatakixa askinkawayisa. Ukakipkarakiwa qhanañchañaxa wakisi janiwa kuna jan walt'awinakanxa utjawaykarakinti tipo de cambio uksana.

Políticas heterodoxas satakisa uksanxa, pä waranqa tunka pusini maranxa, Empresas Públicas Nacionales Estratégicas ukanakaxa utjayatakiskanwa ukakipkaraki programas sociales yanapawinakanxa kunamakitixa Bono Juana Azurduy

uksana. Ukakipkaraki pä waranqa tunka pusini maranxa Fondo para la Revolución Industrial ukatxa Productiva (FINPRO) satakisa ukaxa BCB uksata qullqi churawimpixa emprendimientos productivos ukanakatakisa churatarakina.

Pä waranqa tunka phisqani ukatxa pä waranqa tunka suxtani maratakixa, anqaxa markanakanxa qullqimpi sartawixa askichispaya pä waranqa tunka pusini marata sipana; ukampisa janiwa kunamatixa IPM uksankirinakaxa enero phaxsina pä waranqa tunka pusini marana juk'akiniwa sasina uñtawayapkana ukaru phuqhasa. Akhama uñakipawinakaxa economías emergentes ukaru arkayatawa niyakixaya China ukatxa Rusia ukaxa markanakansa qullqimpi sartawixa askinkawayarakchisa, economías avanzadas ukanxa Japón ukatxa Zona Euro ukaxa markanakana ukakipkaraki América Latina, yämakisa Brasil ukaxa markanwa jiltawinaka utjawayi. Ch'umthapiyasaxa sisnawa ch'yara khusu umana chanipa jani askinkatapatxa, ukatxa EE.UU. markana askinjama qullqituqi sartawi utjatapatsa, recuperación global ukanakaxa askikikarakiwa.

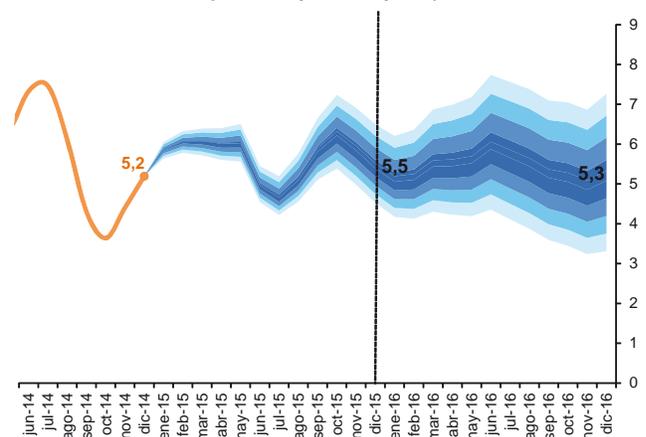
Bolivia markana qullqi tuqi sartawixa pä waranqa tunka phisqani maranxa, amtawayapxiwa jiltawixa niyapuniwa puriwayaspana 5,0% ukjaru. Anqaxa markanakana juk'a ch'amañchawi utjatapatxa, juk'akichispaya qullqi tuqi jiltawixa juk'a mayiwi markasa taypina utjatapata, taqi ukanakaxa inversión pública ukaru ch'amañchatawa.

Ukakipkaraki, inflación ukaxa Bolivia markanxa tasa satakisa ukaxa niyapuniwa puriwayaspana 5,5% ukjaru pä waranqa tunka phisqani mara tukuyaruxa, rango ukanjama sartawixa 4,5% ukatxa 6,5% ukjakamaspawa. Pä waranqa tunka suxtani maratakixa markasa taypina precios internos ukanakaxa niyapunirakikiwa 5,3% ukjankawayarakchispasa.

Política monetaria ukaxa orientación contracíclica ukankawayaniwa, ukhamata chaninakasa

pachpankañapataki ukhamata nayraqataru sartawixa desarrollo económico ukatxa social askinkañapataki. Política cambiaria ukaxa dólar ch'uxña qullqina chanipa turkakipawi walja pachataki thakhinkarakiwa, amtawipaxapachpakiskiwa ukanjamawablivianización ukasa ch'amañchatarakini, markachirinakasa aski uñtawiniñapataki ukhamata solidez del sistema financiero askiñapataki. Taqpacha markpachanxa janiwa turkakipawinakaxa akatjamata tipo de cambio ukaxa utjawaykaniti. Paypacha jach'a amtanakaxa kunamatixa CPE uksana utjayataki ukarjamawa uksankayatani kunamatixa Organo Ejecutivo uksana amtanakapaxa aka qhipa maranakana utjayataki ukarjama.

INFLACIÓN UKAXA UÑAKIPATA UKATXA UÑTATAWA
(Mayjt'awinakaxa tunka payani phaxsitakiwa,
porcentajes ukanjama)



FUENTE: Banco Central de Bolivia uksankirinakatawa.
LURATAWA: BCB - Asesoría de Política Económica uksankirinakata.
QHANAÑCHAWINAKA: Jamuqaxa intervalos de confianza ukanjama luratawa
Jamuqana qhanakisa ukaxa intervalo de 90% ukwa uñachayi

Inflación ukana jutiri uñtawipaxa janiwa ukhamapuniniwa satakiti, utjaspawa jan walt'awinakasa ukanakawa aka yatiyawirusa mayjt'ayarakispana. Utjaspana jan walt'awina ukjasa Organo Ejecutivo ukatxa BCB ukasa kunamatixa amtanakaxa utjki ukarjamawa sartayatakiskani instrumentos de política utjayasina ukhamata yatiyata amtanaka phuqhañataki.

Tuymichi wanllapa

Wakin suyukunapi 2014 wataqa, economías qullqi apaykachana, suchuspa jina allinllamanta puriririn, astawampis jaqay emergentes jinataq en desarrollo suyukunapi. Chay sumaj wiñariyan avanzados suyukunapiqa, economía estadounidense jina kutiririn astawampis qayna wataqa iskay kaj, kinsa kaj trimestrekama, imaraykuchus wata qallarishajtinqa urmajpuj jina kasharqa; chaykamataq Zona Euro chiqamqa walij mana walijpis wiñaririn, Japon suyutaq qhipan sujta killata wiñariynimpi uj chhikanta juch'uyakapun. Kay suyukunataq Rusia, Brasil, Argentina wakin suyukunawan ima, economías emergentes nisqawan kajkunaqa maykunapichus comercio internacional sumaj apaykachasqa kashan China suyupi jina wiñarinku. Allillanmanta qullqi apaykachay desaceleración económica nisqa, chantapis materias primasmanta pisi precio chhanikuna, tukuy jallp'api presión inflacionaria nisqata uraykuchin, ajinamanta Zona Euro chiqanqa watata tukuykun inflación negativa nisqawan, kaytaq mancharichishan imajtinchus tukuy ima wicharinampaq jina kashan, imaraykuchus kay chiqampi deflación nisqata qhawakullanqapuni.

Parlaspa kay mercados financieros chantapis chay mercados cambiarios internacionales wasikunamanta, sukta kaj qhipan killakunata qullqik valorninqa kay chiqankunapi anchata kuyuykun, maychus tensiones geopolíticas wiñasqanman jina, chantapis qullqi apaykachanamanta economíaqa kutirinqachus manachus chaypis llakhichin jinallataq dólar estadounidense qullqipajqa, wakin qullqikunaj valornin uraykun, materias primas nisqamanta precio chanipis pampakama urmaykun astawampis petroleomanta precio chanin uraykusqanrayku manchayta llakhichin.

América Latina chiqanqa suchuspa jina, allillanmanta puriririn imaraykuchus inversión privada qullqi churayqa phirikuj jina tarikurqa, exportaciones

nisqapis uraykun, materias primasmanta precio chani urmasqanrayku. Chantaqa sapa suyukuna ukhunnijman, maychus atisqankuman jina wiñanku, kay chawpi suyukunamanta Bolivia suyu ñawpajman atiparin, ajinata estimaciones rijsichin, suyunchis 2014 watapi kurajta wiñasqa.

Chiqapuni, qayna wataqa Bolivia suyu, qullqi apaykachanapi sumajta wiñarisqa. Jisq'un killakama 2014 watapi, imaymana rijch'aj llank'aykunapi crecimiento acumulado nisqaqa, Bolivia suyupi 5,4 porcentokama wiñasqa, chanta watantimpi crecimiento wiñariyqa, 5,5 porcentokama chayasqa, kay tasaqa, maychus IPM enero killapi 2014 watamanta nirqanku (5,7 porcentokama chayanqa nispa) yaqha kikinman chayasqa, chayjinapis kay tasaqa wiñarinpuni, wakin sudamericano suyukunaqa, mana jinata wiñankuchu. Suyunchis wiñanampaq imaymana rijch'aq llank'aykuna yanapanku, qullqi gastomantapacha qhawaspas, demanda interna llajtanchis ukhupi mana uraykunchu, kaywan yanapakun Formacion Bruta de Capital Fijo sayarinampaq.

Jawa llajtakunapi contexto internacional chiqanqa, mana walijchu tarikurqa, jinapis 2014 watapi suyunchismantapacha jawa suyukunaman, ruwaykunaqa allinta apakun: balanza comercial chiqanqa uj superávit nisqata qhawachin jinallataq Inversión Extrajera Directa bruta (IED) may sumajta puririn, reservas internacionales netas nisqapis wiñallanpuni. Chanta kay superávits nisqamanta parlaspa, balanza comercial jinataq cuenta corriente ukhupi, qhipan watasman pisilla kan, jina kanampaq kay términos de intercambio uraykun, astawampis Bolivia suyupi Inversión qullqi churay wiñasqanrayku, jawa llajtakunamanta bienes intermedios chantapis capital nisqata ashkhamanta apaykamusqankurayku.

Sistema financiero chiqanmanta parlaspaqa, nisunman sumajta wiñarín, qullqi waqaychanapis, mañakunapis

yapakun, crédito qullqi mañakunawanqa actividad económica chiqanta yanapakun wiñanampaq. Bolivianizaciompis jatunchakun boliviano qullqillataña apaykachaspa, qhipan wataspi kayjina qullqillataña apaykachaspa políticas económicas ukhuqa astawan allin kallpachasqa kutipun. Sapan qullqilla mana wiñanampaq sumajmanta qhawakun, chayman jina presiones inflacionarias mana wicharinampaq nitaq uraykunampaq, chayjinata qhawaspa actividad económica ukhuta mana afectakunchu llank'aykunasnimpi.

Kayjinata llank'aspalla, 2014 watapi ñawpa killakunata, Bolivia suyupi inflacionqa mana wicharinchu nitaj uraykunachu. Qhipapitaq, juni, julio killakunapi wicharij jina qhawakurqa, imaraykuchus wakin mikhunamanta precio chanikuna wichariykun, pisi poquy kasqanrayku ch'aquiy pacha, chiri pacha jucharayku, wichariykuchinku. Chanta agosto, octubre killakama kay precio chanikunaqa maychus kasqanman chayan, kay killakunapi mikhuykunamanta chanikuna anchatañataq uraykun. Kay wata tukukunankama chay qhipan killakunapi, watij mikhuykunamanta precio chani wichariyta qallarín, imaraykuchus paray pachañataq qallarín, chayñataq jucha wicharinampaq, astawampis tomate poquymanta chani ashkhata wicharin.

Qhawasqanchisman jina kay ch'aquiy, qhasay, paray jucharayku mikhuykunamanta chani wicharin, kayqa inflación nisqaman mana kuyuchinchu, astawampis IPM enero killapi 2014 watata maychus qhawasqanman jina, chayjinallata apaykachakun. Kay wata tukukushajtin, tasa de variación de precios chaniqa (5,2 porcentokama) chayan, kayqa tarikun chay ukhupi maychus nirqanku chaypi (4,6 porcentomanta 7 porcentokama) kay chawpipi, uj informe willaypi rijsichirqanku (5,5 porcentokama) chayanqa nispa, chanta katmantapis uraypi tarikun.

Chay indicadores de tendencia inflacionaria nisqaqa qhawachinku, allin kasqanta, mana anchata wicharinchu, nitaq uraykunachu, kay variaciones interanuales nisqaqa watantimpi, 4 porcentollapi kuyun. Kayqa ajinata rikhuchiwanichis, mana presiones significativas watantinta qhawakunchu, manaqa chay killakunata khuskan watapi, wata tukukushajtin chay killaspi mikhuykuna wicharinampaq ch'aquiy, paray pacha juchayuj, chayrayku mikhunasqa pisi, chhika ofertawan chayamun.

Kaykunata qhawaspa Organo Ejecutivo, políticasta, medidasta ima puririchin, mikhuykuna qhataspi mana faltanampaq, imaraykuchus mana walij pacharayku,

pisilla, uj chhika chayamun chay jucharayku actividad especulativa rikhurin. Chayrayku BCB qullqi wasi, liquidez nisqawan qullqita urqhuspa regulayta qallarín, llajtamasikunata yanapaspa.

Ari, kay watapi qhawakun, maykamachus tukuy llank'aykuna, ruwaykuna chayanan karqa maychus Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2014 nisqanman jina, chanta kay llank'aykuna apankunampaq, watijmanta ajustes nisqata ruwanku, imaraykuchus gasto de capital kay SPNF ukhumanta kurajta llojsiykusqa. Kay gastosqa ashkha llank'aykunapaq rin, chayrayku autoridades kamachijkuna, maykamachus chay llank'aykuna chayanan karqa, chayllata qhawanku, inversión pública mana uraykunampaq manaqa astawan wiñanampaq.

Kay política monetaria nisqata, ñawpa qanchis killamantaña 2014 watamanta, mana wicharinampaq jina chayllapi apaykachakun, kayjinata 2012 watamantaña chhikaman chhika gradualmente nisunman churanku, chay efectos inflacionarios de segunda vuelta nisqamanta jark'anapaq. Agosto killamanta octubre killakama uj reorientación progresiva nisqata puririchinku tukuy chiqanman wiñanampaq, kaytaqa yanapachikunku chay pisi tasas de inflación mensual nisqata uqharispa, jinata ruwakun tasas de interés nisqa mana anchata uraykunampaq. Iskay killa faltashaqtin qayna wata tukukunampaq, expansiones estacionales de liquidez nisqamanta willakun, presiones inflacionarias mana rikhurinampaq, chaypajqa musuj colocación de Certificados de Depósitos nisqata churakun, qhipan semanaspitaq, títulos de regulación monetaria nisqata may ashkhata ranqhanapaq urqhukun. Kayjina politicata puririchikun, tasas de interés nisqa watantinta mana wicharinampaq, kaywan actividad económica qullqi apaykachanapis astawan wiñanamapaq.

Chayjinata llank'aspa, qullqinchismanta poder adquisitivo interno mana wicharinchu, kaywan suyunchispi desarrollo económico jinataq social wiñariyta yanapakun, kayta taripanapaq instrumentos heterodoxos nisqata apaykachakun, política monetaria nisqa sumaj apaykachasqa kanampaq, Organo Ejecutivo atiywan parlaspas, maychus CPE jatun mama panqa kamachisqanman jina llank'akun.

2014 wata watantinta, tipo de cambio MN qullqinchisqa, mana wicharinchu nitaq uraykunachu, dólar estadounidense cambiaspa, maychus kaq (6.96 bolivianoswan uj dolarta ranqhanchis, 6.86 bolivianoswan uj dolarta rantikunchis), kayjina 2011

watamantapacha mana kuyuspa kashan. Kayjina cambio nominalqa manapuni kuyunchu, presiones inflacionarias externas jawa llajtasmanda uraykujtimpis manapuni kuyunchu, astawampis mercado cambiario chiqampi yanapan mana wicharinampaq nitaq uraykunampaq, imaraykuchus vecino suyukunapi qullqinkuqa kuyuykun wicharispas, uraykuspa ima, kayqa suyunchisman mana chayawanchijchu, chantapis tipo de cambio real chayllapi kaspas mana wicharispas nitaq uraykuspas, chiqanta puririn.

Chantapis Ente Emisor qullqi wasiqa políticas heterodoxas nisqata puririchin, chayrayku 2014 watapi yanapallakunpuni chay Empresas Publicas Nacionales Estrategicas llank'aykunata, programas sociales wakichiykunata, Bono Juana Azurduy jina, 2014 watapi Fondo Para La Revolucion Industrial y Productiva (FINPRO) wakichiyapaq, qullqitaqa mañallanpuni emprendimientos productivos llank'aykunapaq, kay jatun tantaytaqa BCB qullqinwan sayarichirqa.

Ñawpajman qhawaspas 2015 – 2016 watapaq, contexto internacional chiqankunapi actividad economica global, qullqi apaykachanapi wiñanqa, 2014 watamanta uj chhika kurajtawan; chanta maychus IPM wakichisqanman jina enero killapi 2014 watamanta, chaymantaqa pisi kanqa. Kayjina pisi uj chhikalla wiñanampajqa qhawakushan chay economías emergentes y en desarrollo suyukunata China chantapis Rusia suyuta, chay economías avanzadas wiñayniyuj suyukunata Japon jina Zona Euro chiqanta jina, America Latina chiqanpiqa Brasil suyu importante kasqa. Tukunapaq nisunman petroleomanta precio chani urmajtimpis, Estados Unidos suyuqa kutiririn imaymana rijch'aq llank'aykunawan wiñanampaq, chayrayku tukuy jallp'api suyukunaqa chhikaman chhika qhawarikuspa kutiririshanku.

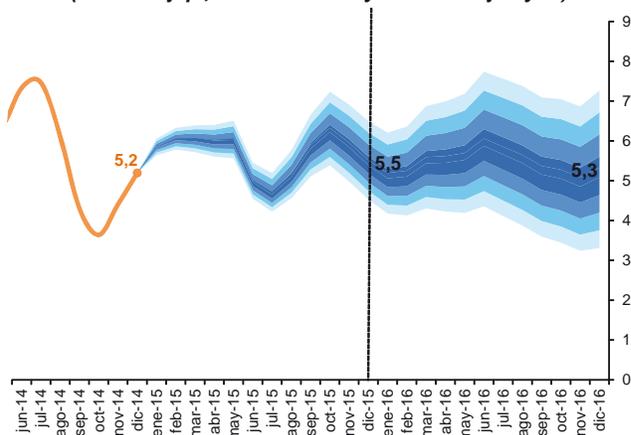
Kay 2015 watapaq, economía boliviana qullqi apaykachanamanta parlaspaqa 5,0 % porcentokama chayanqa, nishanku. Imaraykuchus demanda externa nisqaqa pisi kanqa, chanta demanda interna mana uraykuspa kallpawan wiñarinqa, chaypaq inversión publica qullqi mañay, qullqi churay sumajta yanapanqa.

Chantapis, Bolivia suyupi inflación nisqaqa 2015 wata tukukunankama, 5,5% porcentokama ajina tasa nisqaman chayanqa, kayqa 4,5 porcentomanta 6,5 porcentokama chawpipi tarikun. 2016 watapaq,

precios internos chaniqa wicharispas 5,3 porcentokama chayanqa.

Kay política monetaria nisqamanta parlaspaqa chay orientación contraciclica nisqamanta mana llojsinqachu, ajinallamanta precios chanikuna mana wicharinqachu nitaq uraykunqachu ajinamanta desarrollo económico y social suyunchispi yanapasqa kanqa. Política cambiaria nisqamanta parlaspaqa, tipo de cambio real chayllapi qhipakunampaq mana wicharispas nitaq uraykuspas, boliviano qullqinchisllata apaykachaspas chayta taripasun ajinamanta proceso de bolivianización jatunchakunqa chantapis sistema financiero kallpachakunqa. Chayrayku tipo de cambio chiqampi modificaciones bruscas nisqata mana ruwakunqachu. Kay iskay politicasta yanapakunqa maychus CPE jatun mama panqapi nisqanman jinallataq Organo ejecutivomanta politicasnin maychus nisqanman jina parlakunqa, ñapis mecanismos institucionalizados kanña, chaywan qhipan watasta llank'akun.

INFLACION NISQATA QHAWASPA, MAYKAMACHUS CHAYAN (Porcentajepi, watantinta imaynatachus ujinayan)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACION: BCB – Asesoría de Política económica
 NOTAS: Kaypi qhawakun intervalos de confianza nisqata. Astawan sut'i chiqanqa, consistente nikun uj intervalo 90 porcentokama chayaspa.

Maykamachus jamuj pachapi inflación chayanqa, manaraq yachakunrajchu chanta urmayta atinman, jina kajtinqa, kay variable ujina kanqa, mana kay informe willaypi jinachu. Sichus ñampi urmanman, Organo Ejecutivo chantapis BCB maykamachus atiyinku chayan chayman jina, khuska ujlla parlaspa llank'allanqankupuni, instrumentos de política tiyapusqanwan, chayman jina objetivos churakusqankuta, taripanankupaq.

Ñamomichi ñemongeta

Irü Tëtaguasü reta rupi kuae 2014pe oyekuáko mbaeti ipuere oguata kavi korepoti reta, kuae oasako jaeramo okuakuá oivae reta rupi. Erëi irü Tëtaguasü reta okuakuámavae ndive, chepuere jae Estados Unidoigua korepoti jaenunga oikove katuye mokoia moyasi jare mboapia mboyasipe, echako ogueyiasi arasa oyemboipi ramo oï yave; ñamae yave irü koti, Europa rupi mbaeti mbate jetarupi ipuere oyeupi jare Japon regua chepuere jae ogueyiasi arasa mbite rupi. Korepoti reta oë ivatevaere ñamae yave, oasako kuae Tëtaguasü reta ikorepoti okuakuámivae rupi jaeko Rusia, Brasil, Argentina jare irü Tëtaguasü reta jetarupi mbae omeevae ndive kuae jaeko China. Kuae korepoti mbaeti ojo tenondevae jare mbae oyeyapo vaerävae mbaeti jepivae omaeñoa oimevaerä yembotuicha opaete Tëtaguasü reta rupi, yandepuere yaecha Euro rupi oasavae opa omboapi reta arasa mbaeti reve okuakuá ikorepoti, jokuae gueru kiye mbaetita okuakuá korepoti opaete kuae rupi yoguirekovaepe.

Korepoti reta oñemee aniramo oyeguavae regua jare korepoti reta oyepoepi irü Tëtaguasü pegua ndivevae regua, arasa mbite oasama yave oime teko reta oasavaere oyekua katu keräi mbaeti mbae jepi jenda rupiño oï opaetevae rupi, oime yemambeko reta keräi korepoti oyemongoveye, jeta rupi korepoti reta jepi ogueyi oyemboyuvake yave dólar Estado Unidopegua ndive jare jaenungavi mbae oyeyapo vaerävae jepi ogueyivi, erëi ogueyi jeta rupi vae jaeko petróleo.

America Latina jekuaeño jenda rupi mbaetiramo kuae korepoti iya reta omombaraviki kavi jare mbaeti jeta rupi omeë reta mbae ikatu koti mbae oyeyapo vaerävae jepi ogueyi ramo. Erëi katu, Tëtaguasü japipe rupi jenda rupiño mbae jepi reta, jokope oï Vorivia, oñemae yave kuare ipuereta ndipo jaeñoete okuakua tuicha rupi 2014pe.

Kuae jekopegua, opaete mbaraviki reta korepoti regua kuae arasa ikavi yae oyeyapo. Mboapia mboyasi 2014pe Voriviape okuakuá opaete mbaraviki retavae oupitiko 5,4%, jare ipuereta kuae arasape okuakuá 5,5% rupi, kuaeko oï oñearo oasatakovae rami jare IPM omoerakua rami yasipi 2014pe (5,7%) jare ivateyae opita yamboyovake yave irügüe Tëtaguasü reta ndive kuae Sudamericape. Opaete mbaraviki reta oyeyapovae omboriko okuakuá vaerä jare, oimevi oyeporu tei erëi jokuae mbaeti omboavai omeë vaerä opaete mbae oata yave kuae japipe, jokuae oipota jei omeë yave Formación Bruta de Capital Fijo jeivae okuakuá vaerä.

Jokoraiño, oimetei maemboavai irü Tëtaguasü reta koti reve, opaete kuae yaecha mbaraviki reta oyeyapo ikatu kotivae ikavi yae oë 2014pe: ñemoanga korepoti regua jeta rupi jembire, kuae Inversión Extarenjera Directa (IED jeevae) ikavi yae jare opaete korepoti ñovatu reta ikatu koti rupi jekuaeño okuakuá ojo. Erëi katu, ikavivi ñamae kuae jembiregue reta oñemoangavae jare korepoti reta oñeñovatuvae mbovi yae yamboyuvake yave irü arasa reta oasamavae ndive, kuae oasa oikomeguä ramo oyepoepivae jare jeta rupi mbae omboepi reta ramo kuae Voriviape, jokuae jekopegua jeta rupi mbae ogueru reta ikatu kotigui.

Mbaraviki reta korepoti regua ikavi yae oyeyapo, mbae ñovatu reta oñemoirüvae rupi korepoti reta okuakuá jare okuakuávi opaete korepoti reta oyeporuka kianunga reta oyapouka kuae mbaravikivaepe. Korepoti kuaeiguavae jekuaeño tenonde ojo, jare jokuae omboituicha jeta rupi keraiko korepoti reta ndive oyeparaviki kuae taikue arasa reta rupi. Kuae korepoti okuakuávaere oñemae kaviko aguiye vaerä iyagui oime yave maemboavai reta oyekua jare aguiye vaerävi oyopia mbaraviki reta korepotiregua.

Kuae jekopegua, tenondegua yasi reta rupi kuae 2014pe, yembotuicha Vorivape oiko jenda rupiño. Araroi jare aratini yasipe oime yemoyeandu echa oime mbae jepi reta oyeupi oime ramo jeta rupi ofemee vaerä, ara yopoepi reta ikavimbaevae ofevae ramo jare oime yave yemongeta reta oyendu mbaetima mbae yave. Aravitu jare arakuvo yasi rupi opaete mbae jepi reta oyeyapo katu, jokuae omaeñoa oime yembotuicha yasi ñavo yeporara ndive jare metei yasi oata etei mbaevae. Opa yamboapi vaerä, taikue moyasipe, oyekuaeye kuae mbae oatavae arayopoepi reta jekopegua jokuae ramo tomate jepi oyeupi.

Yandepuere yae, oimetei ndipo mabe jepi reta mbaeti jenda rupi oiko, opaete kuae mbae oataeteivae opita jenda rupikaviño omoeräkua rami kuae IPM jeevae yasipi 2014pe. Arasa iyapipe kuae mbae jepi oyoavi vae reta oë (5,2%) kuae oi ofemoeräkua rami (4,6 % jare 7%) jare opita mbaraviki yekuauka igui rupi (5,5%).

Ñejaaka reta kuae mbae oatavae regua oechauka yave oyekua jenda rupiño mbae jepi reta, jaeño ndipo oyuvimi arasañavo 4% rupi. Kuae oipota jei mbaeti ima rupi oyekua ñemboavai reta kuae mbae oatavae regua jare kuae mbaembae jepi oyeupivae yasi reta arasa yasipevae oasako oime ramo jeta rupi mbaembae ofemee vaerä ramo.

Jokuae jekopegua yandepuere yae, ikavi yaeko mburuvicha reta Organo Ejecutivo pegua oyapo mbaraviki jesegua oime vaerä ofemee opaete mbaembae oatague reta kuae ara yopoepi jekopegua jare mbae iya reta ofomigüë jekoviarä. Jaeramo, BCB korepoti omboepivae omaeñoa oimevaerä kuae maemboavai reta opaete rupi mokoiyé oime reve.

Erëi katu, kuae arasape oasavaepe, oyemboguapi keräira oë jare oyeupiti opaete mbaraviki reta Decisión Ejecutiva Programa Fiscal – Financiero 2014pe jeevae jei rami, jokuae reta oyeyapoko jeta rupi korepoti ofemee ramo SPNF jeevaegui. Jokuae jekopegua, yandepuere yae mbaraviki ikaviyaeko oyeyapo korepoti ofemeeguere jare mburuvicha reta iparaviki jaenungavi jei ramboeve opaete kuae tekoavai reta oimereve jekuaeñota ojo tenonde opaete mbaraviki reta.

Mborokuai korepoti ndive oyeparavikivae regua chiu yasi reta tenondegua 2014pe mbaeti reve piakatu oime oyeyapoko mbegue mbeguepe rupi

arasa 2012pe oyeyaporami oyopia vaerä opaete maembovai aguiye vaeräma oyekuáyé. Aravitu jare arakuvo yasi rupi, ofemae kaviyé opaete mbae jepi reta ogueyi ramo jare oyecha keraï kavieteirako oyeparavikita mbaembae reta oata yave ani aniramo jepiä yave. Mokoi yasi reta arasa yápipe, ofemaereve opaete maemboavai reta oimetavaere oyeyapo jare ofemee kuae Certificado de Depósito jeevae opaete rupi jare taikuegua kuarasiti reta rupi oyeupima opaete kuae ofnererokuaveë korepoti ndive oparavikivae retape. Kuae mbaraviki oyeyapo jekopegua opaete mbae jepi reta mbaeti oyeupi opaete arasape jokuae omotenonde opaete mbaraviki reta korepoti regua.

Koräiko, opita vaerä jenda rupi mbaembae reta jepi opaete jokuae oyeguague jare ombokuakuá vaerä yande korepoti reta ñaneretape, oyeupitiko mbaraviki oyeyapovae ndive yepeteimona mbaeti ipöra jetavaepe, jare jekuaeaveiño oyeyapo mborokuai korepoti regua jeirami jare jaenungavi oyeparaviki pavë mburuvicha reta Organo Ejecutivopegua ndive mborokuai guasu CPE jeirami. 2014pe, ñande korepoti Voriviaigua yaipoepi vaerä dólar Estadounidoigua ndive yave mbaeti omii (ofemeeke 6,96 Bs.pe metei dólar jare oyegua yave jaeko 6,86 Bs.pe metei dólar), kuae ouko arasa 2011 iyapiguivema. Kuae jendapeño korepoti yaipoepivae jepi opita vaerä jaeko irü Tëtaguasú reta rupi mbae jepi reta ogueyi ramo, jare jaenungavi ikatu rupi amogüë tëta reta ikorepoti jepi ogueyi. Jokoräiñovi, kuae arasa rupi yandepuere yae mbaeti oyekua omii aniramo osiri korepoti reta yaipopivae jepivae.

Kuae mborokuai mbaeti mbate ipöra omopuä korepoti imeeä retapevae, 2014pe jekuaeño ofemee korepoti Empresa Pública Ñanereta peguaretape jare jaenungavi mbaraviki reta mbae yekou omeevaepe Bono Juana Azurduy. Jaeramiñovi, 2014pe Fondo Revolución jare Productiva peguarä (FINPRO jeevaepe) opaete kuae reta jaeko BCB ikorepoti jarevi jekuaeño oiporuka kianunga oipota mbaraviki oyapoka jesevaepe.

Oñemaevae kuae mokoi arasapegua 2015-2016, jaeko ikatu koti yande korepoti oyekua vaerä oyeyapota mbaraviki reta jesegua jokuae ombokuakuata yande korepoti 2014pe okuakuavaegui; ereï michi nunga IPM omombeutei yasipi 2014pevaegui. Opaete kuae ñemae reta mbaeti mbate ikavita mbaraviki oyapo irü Tëtaguasú reta ikorepoti okuakuá ojovae

kuae reta jaeko China jare Rusia, ikorepoti jetavae jaeko Japón jare jaeunungavi Euro rupi ñoguinoivae reta, jokoraiñovi amoguë Tëtaguasu reta America Latinapegua, ikavi oivae jaeko Brasil. Yamboapi vaerä, yepeteimona petróleo jepi ogueyi jare mbaraviki Estado Unidope oatanunga, ofemopuaye vaerä oyeandu reveño yoguinoi.

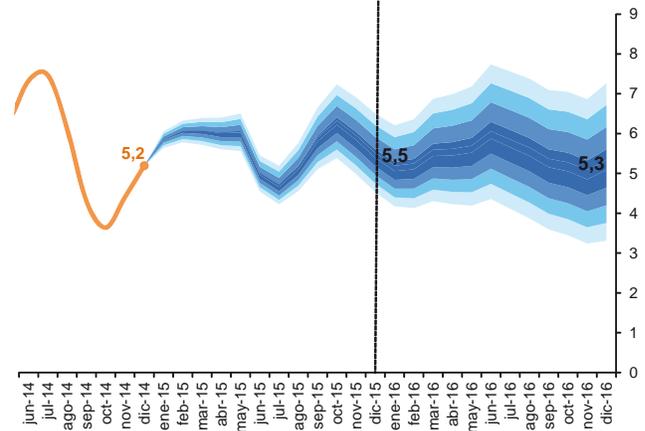
Ñamae yave Vorivia ikorepoti omombaravikita kuae arasa 2015pevae, ofëmaevae jaeko okuakuá vaerä 5,0%. Mbaeti mbateta oyegua aniramo oyeporu korepoti irü Tëtaguasu kotigua, mbaraviki oyeyapotavae jaeko ofëmae oi keraiko oyembotuicha mbaapo reta japipevae, jaeko mbaraviki reta oyeyapo ñaneretapevae.

Jokoraiñovi, mbae oata Voriviapevae ojota oupiti 5,5% rupi opa iyapi yave kuae arasa, ofëñonota ñejaäka japipe 4,5% jare 6,5% rupi. 2016 peguarä, ofëmae ipuereta oyeupi mbaembae jepi reta jare ojota oupiti 5,3%.

Korepoti oyemombaraviki kavi vaerä jekuaeñota oime yemboyovaicho reta, oime vaerä jenda rupi mbaembae reta jepi opita mborokuai jei rupi kavi jare jayaveño okuakuata opaete ñanerëta reta ikorepoti. Mbaraviki korepoti yaipoepi pegua, aguiye vaerä oë mbate jare oiko imakatumä jokuäe jepi reta ofëñonovae ndive, jekuaeño oyeparavikita oyeporu vaerä yande korepoti voriviaigua, ofëopeta opaete yande yaipotarami jare jayaveko yande korepoti oikove katuaveita. Kuae rupi, mbaetita oime yopoepi korepoti voriviaigua

yaipoepi vaerä irü kotigua ndive yave. Opaveve mbaraviki, oyeyapo pavëtako Organo Ejecutivo ndive oyeparaviki ou rami kuae arasa oasavae rupi echa jokoräiko omeë ñemongeta mborokuai guasu CPE.

YEMBOTUICHA OYEKUAVAE JARE OYEYAPOTAVAE
(Yuavi pañandepo mokoiyasiregua, ñejaäkape)



OMOERÄKUAVAE: Banco Central Voriviapegua

OYAPOVAE: BCB – Asesoría de Política Económica

ECHA: Kuae oyekua ivatevae jupiko yaroviavaerä echa oyeyapoko jendapetei

Jokuäe jesäka oyekuavae oyeyapokaviko ofëaro reve 90%

Kuae aguiye vaeräma mbae oatavae ojo tenonde mbaeti okañi oi, oasa kuae yave, ipueroko guiraja iru tape rupi kuae mbaraviki yemombeu oyeyapovaegui. Oime yave maemboavai oyekuá, kuae Organo ejecutivo jare BCB, tembiokuai jare mbaepuere guinoi rupi oyapo pavë retata mbaraviki jare jekuaeñota oiporu reta mbaepokiapo ipuere vaerä oupiti opaete kuae oyererokuaveëvae.

1. Entorno internacional

El año 2014 se caracterizó por la desaceleración de varias economías, principalmente las emergentes y en desarrollo. Con relación a las economías avanzadas, cabe destacar la recuperación de la economía estadounidense, especialmente en el segundo y tercer trimestre, después de registrar una caída a inicios de esa gestión; debe mencionarse también el débil crecimiento en la Zona Euro y la contracción en la segunda mitad del año en Japón. En el caso de las economías emergentes, tuvo lugar una ralentización del crecimiento de Rusia, Brasil, Argentina, junto a otros países como China con elevada importancia en el comercio internacional.

La desaceleración económica y la disminución en los precios internacionales de las materias primas implicaron reducidas presiones inflacionarias a nivel global, destacando el hecho que la Zona Euro terminó el año con una inflación negativa, lo que eleva el riesgo de una deflación persistente en esta región.

En lo que se refiere a los mercados financieros y cambios internacionales, se evidenció una mayor volatilidad en la segunda parte del año conforme crecían las tensiones geopolíticas, las preocupaciones sobre la recuperación económica, la depreciación de la mayoría de las monedas respecto al dólar estadounidense y la caída del precio de las materias primas, principalmente del petróleo.

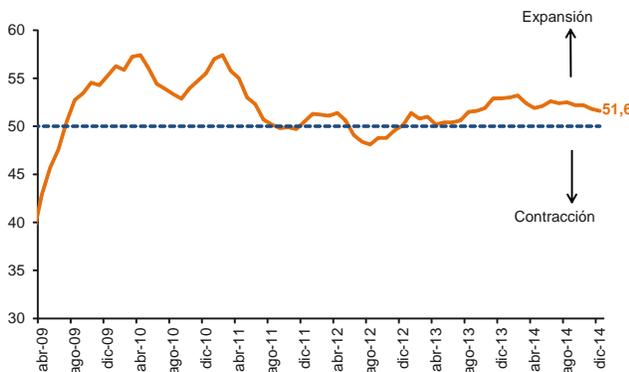
América Latina continuó desacelerándose debido a la frágil inversión, principalmente privada, y a las menores exportaciones por la caída de los precios de las materias primas. Sin embargo, al interior se mantuvieron las diferencias entre países, entre ellos Bolivia que, de acuerdo a las estimaciones, se mantuvo como uno de los países con mayor crecimiento en 2014.

CUADRO 1.1: CRECIMIENTO EN REGIONES SELECCIONADAS
(Variación anual en porcentaje)

	2013		2014	
			FMI Ene-14	FMI Ene-15
Economía mundial	3,3	3,7	3,3	
Economías avanzadas	1,3	2,2	1,8	
Economías emergentes y en desarrollo	4,7	5,1	4,4	
América Latina y el Caribe	2,8	3,0	1,2	

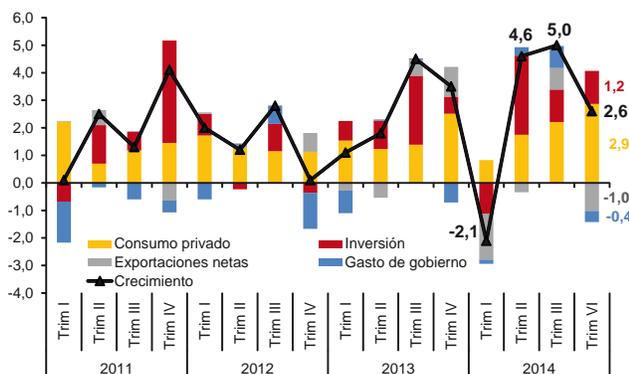
FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (enero de 2014 y 2015)
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: Los datos para 2014 corresponden a estimaciones

GRÁFICO 1.1: ÍNDICE PMI DE MANUFACTURA GLOBAL
(Índice en puntos)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: El nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

GRÁFICO 1.2: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE EE.UU.
(Tasa anualizada desestacionalizada e incidencias en porcentajes)



FUENTE: Bureau of Economic Analysis
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

1.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

El año 2014 estuvo marcado por la desaceleración de varias economías, principalmente las emergentes y en desarrollo (Cuadro 1.1). En lo que corresponde a las avanzadas, cabe destacar la recuperación de la economía estadounidense, especialmente en el segundo y tercer trimestre del año, después de registrar una caída a inicios de gestión; debe mencionarse también el débil crecimiento en la Zona Euro y la contracción en la segunda mitad del año en Japón. En el caso de las economías emergentes, tuvo lugar una ralentización del crecimiento de Rusia, Brasil, Argentina, junto a otros países con elevada importancia en el comercio internacional, como China.

Estos sucesos sesgaron las previsiones del crecimiento mundial a la baja, ocasionando también una caída en los precios internacionales de las materias primas y depreciaciones de las monedas (apreciación del dólar estadounidense), aspectos que afectaron especialmente a los países latinoamericanos. En este marco, estimaciones recientes señalan que en 2014 el crecimiento de la actividad mundial estaría en torno a 3,3%, en lugar del 3,7% estimado en enero de 2014.

El modesto desempeño económico mundial también se vio reflejado en el indicador global de actividad del sector manufacturero (basado en las encuestas a los gerentes de compras y conocido como PMI por su sigla en inglés) que si bien mostró resultados acordes con un escenario de expansión sectorial (por encima del umbral de 50 puntos), tendió a mantenerse en niveles aún moderados (Gráfico 1.1).

Como se mencionó anteriormente, el crecimiento de EE.UU. estuvo marcado por una contracción en el primer trimestre (2,1%) y una recuperación notable en los dos trimestres siguientes, con tasas anualizadas de 4,6% y 5%, respectivamente. Según estimaciones iniciales, el crecimiento en el cuarto trimestre sería igual a 2,6% (Gráfico 1.2).

Desde el punto de vista del gasto, el comportamiento entre enero y marzo se explicó por la contracción de la inversión privada y el mayor déficit comercial. No obstante, la reducción de la inversión doméstica (-6,9%) fue un choque transitorio, advirtiéndose en los siguientes trimestres un repunte importante,

con tasas de expansión de 19,1%, 7,2% y 7,4%; principalmente por la recuperación de la inversión no residencial en el segundo y tercer trimestre y por la expansión de la inversión residencial en el cuarto.

Con relación al consumo privado, su desempeño fue positivo durante todo el año y se basó principalmente en el gasto en bienes durables (crecimientos de 3,2%, 14,1%, 9,2% y 7,4% en cada trimestre).

Respecto al sector externo de la economía de EE.UU., el aporte negativo de las exportaciones netas en la primera mitad del año se debió a la contracción de las exportaciones en el primer trimestre y a su menor ritmo de crecimiento frente al de las importaciones entre abril y junio. Un patrón contrario se observó entre julio y septiembre, con una expansión de las exportaciones (4,5%) opuesta a una caída de las importaciones de -0,9%, generándose en este subperíodo un aporte positivo de las exportaciones netas al crecimiento del PIB. Sin embargo, con el fortalecimiento del dólar en la última parte del año las importaciones aumentaron en mayor proporción que las exportaciones, observándose nuevamente una incidencia negativa al crecimiento del PIB.

En este marco, el déficit comercial de EE.UU. registró sus valores máximos en 2014 en los meses de abril y diciembre, con cifras de \$us46 y \$us47 mil millones, respectivamente (Gráfico 1.3).

A pesar de la contracción inicial, el desempeño del mercado laboral en EE.UU. mejoró a lo largo de toda la gestión. En efecto, las nóminas de empleo (excluyendo al sector agrícola) se incrementaron en 3 millones de nuevos puestos de trabajo entre enero y diciembre de 2014, constituyéndose el sector privado en el principal generador de empleo. En el mismo sentido, la tasa de desempleo cayó desde el 6,7% registrado al cierre de 2013 hasta 5,6% a finales del 2014, el mínimo desde mediados de 2008; a la vez, la tasa de participación de la fuerza laboral se estabilizó alrededor de un promedio de 63%, tras los descensos sistemáticos registrados en gestiones anteriores (Gráfico 1.4).

Un escenario diferente se observó en la Zona Euro, donde la recuperación de la actividad económica fue débil en 2014, aunque de modo diferenciado según países. Tras alcanzar un crecimiento anualizado de 1,2% en el primer trimestre del año, se dio una

GRÁFICO 1.3: SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL DE EE.UU.

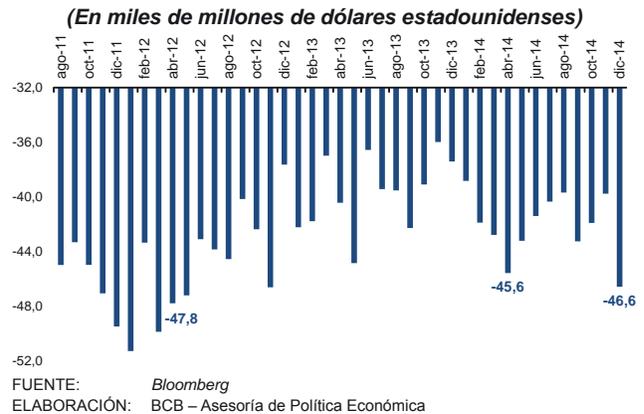
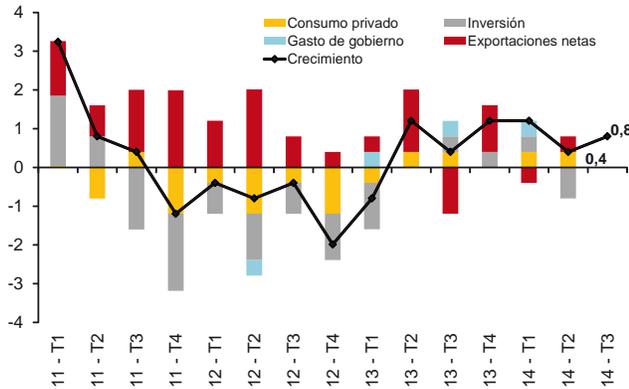


GRÁFICO 1.4: VARIACIÓN ACUMULADA EN LA NÓMINA DE EMPLEO, TASA DE PARTICIPACIÓN Y TASA DE DESEMPLEO EN EE.UU.



GRÁFICO 1.5: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE LA ZONA EURO
(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentajes)



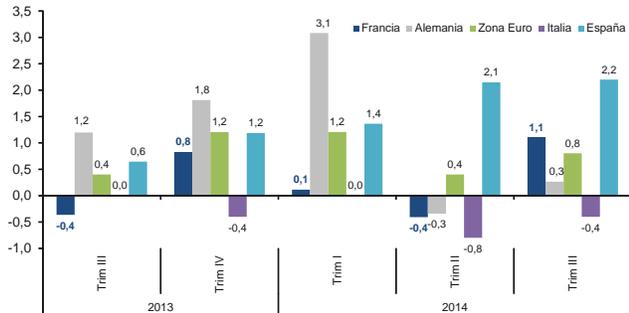
FUENTE: Banco Central Europeo
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

pronunciada desaceleración en el segundo (0,4%), seguida de una ligera recuperación en el tercero (0,8%; Gráfico 1.5).

Entre los factores que contribuyeron a este comportamiento, estuvo el bajo nivel de inversión en varias economías grandes, observándose incluso una contracción de las inversiones entre abril y junio, debilidad que se habría mantenido hacia finales del año. También afectaron a los resultados la contribución negativa de las exportaciones netas y el ajuste fiscal en varias economías, con un aporte prácticamente nulo del gasto de gobierno al crecimiento regional. A este ambiente, se adicionan también los riesgos de deflación en la Zona, con una tasa de variación de precios negativa al cierre de 2014, aspecto abordado más adelante.

En términos del desempeño individual de los países de la Zona, es importante destacar que Alemania, tras exhibir resultados destacables a inicios de 2014, tuvo un desempeño decepcionante en el segundo y tercer trimestre del año, incluyendo una contracción entre abril y junio (-0,3%; Gráfico 1.6). Un deterioro de los indicadores de confianza empresarial, explicado por reformas emprendidas en el mercado laboral (reducción de la edad de jubilación e introducción de un salario mínimo) y los efectos de la crisis geopolítica entre Rusia y Ucrania, junto al lento crecimiento global, entre otros factores, influyeron en los modestos resultados alcanzados por Alemania en 2014.

GRÁFICO 1.6: CRECIMIENTO TRIMESTRAL EN PAÍSES SELECCIONADOS DE LA ZONA EURO
(Tasa anualizada, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Por otra parte, Francia cobró impulso en el tercer trimestre, con una tasa anualizada de 1,1%, luego de la contracción observada en los tres meses anteriores. A su turno, Italia entró técnicamente en recesión, viéndose afectada por una menor demanda externa y una caída del sector de construcción asociada a condiciones financieras más restrictivas.

Por otro lado, España volvió a emitir señales positivas al registrar un crecimiento de 2,1% y 2,2% en términos anualizados en el segundo y tercer trimestre del año, en gran medida por la recuperación de la competitividad de sus exportaciones y la aceleración de la creación de empleo. Este es un caso similar al de Portugal que, después de registrar una caída del producto en los primeros tres meses del año (-1,6%), evidenció una recuperación de 1% en los dos

trimestres siguientes; para dicho efecto, las ventas externas ejercieron un rol importante.

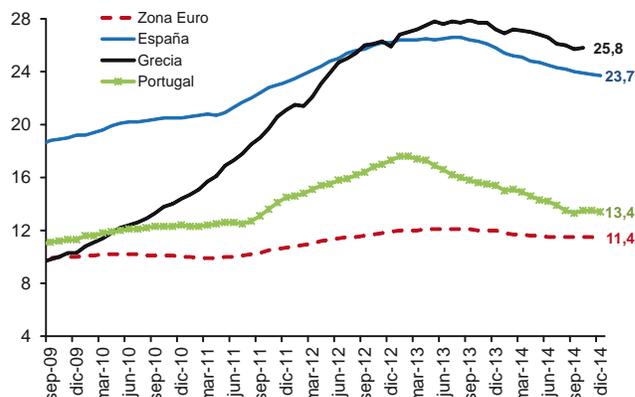
En cuanto al mercado laboral europeo, se observó una ligera mejora en la tasa de desempleo, con una reducción de 0,6pp entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014 (11,4%). Dicha reducción fue propiciada por la leve mejora en los indicadores de empleo de Grecia, España y Portugal que, no obstante, continuaron registrando los niveles de desempleo más altos de la región, asociados a problemas estructurales en sus economías (con tasas de 25,8%, 23,7% y 13,4%, respectivamente; Gráfico 1.7). La situación del empleo juvenil en estas economías es aún más preocupante, llegando a tasas de desocupación de alrededor de 51% en España y Grecia y de 35% en Portugal.

En lo que concierne a Japón, el acontecer de su economía en 2014 estuvo marcado por el incremento del impuesto al consumo (de 5% a 8%, efectivo a partir de abril). El anuncio de esta medida impositiva hizo que el consumo privado se adelantara al primer trimestre y se contrajera en los siguientes. Consecuentemente, el crecimiento en los primeros tres meses del año fue importante (5,8% en términos anualizados), mientras que en el segundo y tercer trimestre, la economía nipona se contrajo en 6,7% y 1,9%, entrando en recesión técnica, coyuntura adversa acentuada por la caída de la inversión.

Con relación a la situación de los países emergentes y en desarrollo, la desaceleración de su crecimiento se explicó en gran parte por el menor desempeño de las economías de Rusia y la mayoría de los países latinoamericanos, destacándose en esta región el caso de Brasil, por la menor inversión privada y las mayores tasas de interés principalmente. También incidió la desaceleración de la economía china. Los países emergentes y en desarrollo se vieron fuertemente afectados por el deterioro de los términos de intercambio, debido a una caída de los precios internacionales de *commodities*.

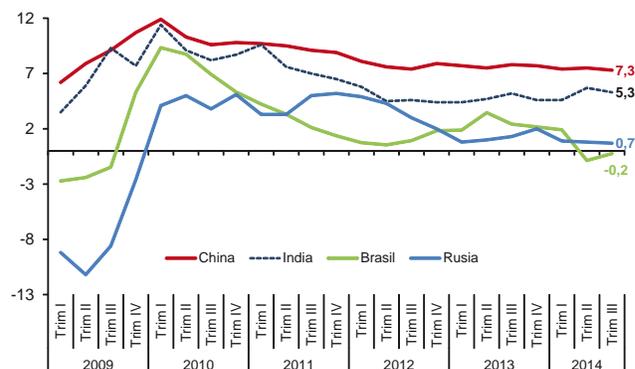
Respecto a la República Popular de China, después de haber registrado en el segundo trimestre de 2014 una tasa de crecimiento de 7,5%, en los siguientes tres meses exhibió un crecimiento levemente más bajo (7,3%; Gráfico 1.8). La desaceleración de su actividad se explicó principalmente por un menor

GRÁFICO 1.7: TASA DE DESEMPLEO DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS
(Tasa anualizada y desestacionalizada, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: El último dato disponible para Grecia es el de octubre de 2014

GRÁFICO 1.8: CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO SELECCIONADAS
(Tasa interanual, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg y bancos centrales
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

dinamismo en la inversión, la contribución negativa de las exportaciones netas y la implementación de políticas de ajuste.

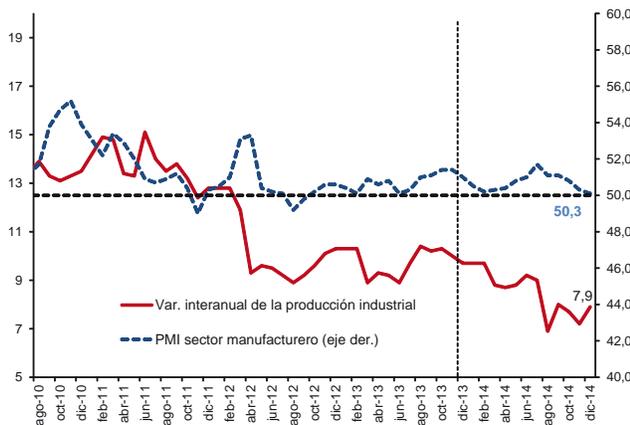
En ese sentido destacaron los esfuerzos del gobierno chino para impulsar reformas estructurales orientadas a fortalecer la demanda interna, a través del plan de urbanización, reformas en el sector financiero, políticas para disminuir el exceso de capacidad ociosa, atender los problemas de contaminación, entre otros; todo con el objetivo de lograr un crecimiento económico más equilibrado y sostenible en el mediano y largo plazo.

En el corto plazo, se implementó un nuevo conjunto de medidas para apuntalar la economía, focalizadas en algunos sectores (flexibilización de normas en el mercado inmobiliario, reducción de impuestos para las pequeñas empresas, financiamiento a los exportadores, construcción de líneas férreas, carreteras y aeropuertos, entre otras). En esa línea, el ritmo de crecimiento de los indicadores de actividad industrial de este país tendió a estabilizarse en la segunda mitad del año, aunque manteniéndose en niveles por debajo de los correspondientes a gestiones pasadas. Asimismo, el PMI del sector manufacturero chino se mantuvo en la zona de expansión, aunque se advirtió una tendencia decreciente (Gráfico 1.9).

En el caso de Rusia, cabe destacar la contracción del PIB observada en noviembre, caída de 0,5% en términos anuales, que supone la primera contracción desde octubre de 2009. De acuerdo a datos oficiales, esta caída obedeció, entre otras causas, a la brusca disminución del ritmo de crecimiento de la industria transformadora y a la persistencia de tendencias negativas en los sectores de la construcción, el comercio mayorista y la agricultura. Asimismo, tuvieron gran importancia las sanciones impuestas a esta economía por el conflicto con Ucrania y el desplome de los precios del petróleo, de cuyas exportaciones depende enormemente la economía rusa.

Porsu parte, América Latina continuó desacelerándose, aunque la evolución fue diferenciada al interior de la región. Esta desaceleración se hizo más evidente en el segundo trimestre debido a la contracción de la inversión causada por las condiciones financieras más restrictivas y la moderada demanda de sus exportaciones, junto a una ralentización generalizada

GRÁFICO 1.9: ÍNDICES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL EN CHINA
(Índice en puntos y variaciones en porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: En el caso del índice PMI, el nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

del consumo. De acuerdo a la CEPAL, la formación bruta de capital fijo se contrajo a una tasa cercana al 3% en 2014. Sin embargo, a pesar de este contexto, el crecimiento de Bolivia estuvo de acuerdo a lo proyectado, constituyéndose en la economía con mayor crecimiento estimado en la región para 2014 (Gráfico 1.10).

En 2014, las economías latinoamericanas en conjunto presentaron nuevamente un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (Gráfico 1.11). Este comportamiento se vinculó a la moderación de los precios internacionales de materias primas y, por tanto, al menor valor de las exportaciones, advirtiéndose también un deterioro de los términos de intercambio de la región.

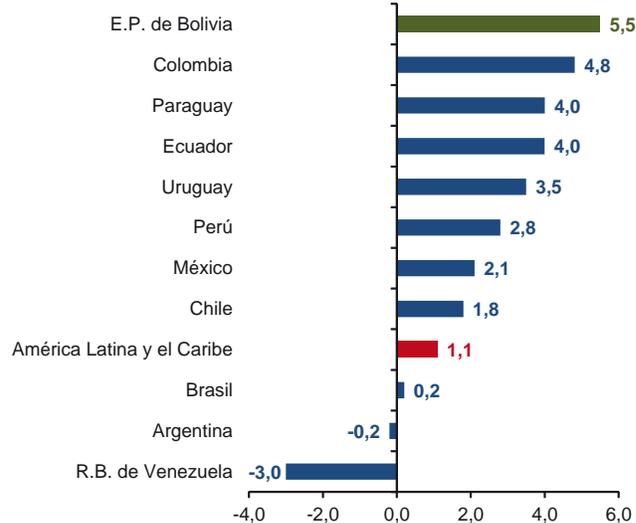
En el caso de Brasil, en 2014 la economía ingresó técnicamente en una fase de recesión al acumular dos trimestres consecutivos de contracción; el PIB se contrajo en 0,9% en el segundo trimestre y en 0,2% en el tercero. El crecimiento estimado para el cierre de 2014, es prácticamente nulo (0,2%). Este comportamiento se explicó principalmente por el menor crecimiento de la inversión privada atribuible a la pérdida de competitividad y al bajo nivel de confianza empresarial; también influyeron los efectos adversos de las sequías sobre la producción agropecuaria y el sector generador de electricidad.

Asimismo, durante el año las importaciones crecieron en mayor proporción que las exportaciones lo que significó que su balanza comercial registre su primer déficit en los últimos catorce años, que fue de \$us3.930 millones; ello como consecuencia principalmente de la caída de los precios de sus principales exportaciones como el hierro y petróleo. En cuanto al desempeño fiscal, en septiembre se registró un déficit primario de \$us24.825 millones, el peor resultado para este mes en los últimos doce años, causado por las numerosas exenciones de impuestos que el gobierno concedió para favorecer a algunos sectores en crisis.

A pesar de este contexto, la presidenta de este país, reelecta en el mes de octubre, anunció que, entre los muchos ajustes que piensa realizar, estarán un recorte de gastos y un control más activo de la inflación.

De igual manera, en la primera mitad del año la economía argentina experimentó una desaceleración

GRÁFICO 1.10: CRECIMIENTO ECONÓMICO ESPERADO PARA 2014 DE PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA
(En porcentaje)

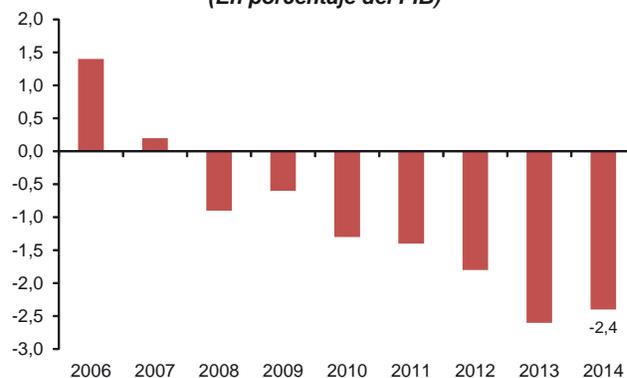


FUENTE: CEPAL, Balance preliminar de economías de América Latina y el Caribe 2014 (diciembre de 2014)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Para el caso de Bolivia corresponde a la estimación oficial

GRÁFICO 1.11: SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE EN AMÉRICA LATINA
(En porcentaje del PIB)

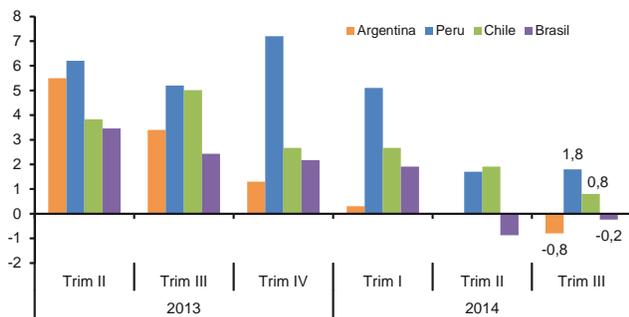


FUENTE: CEPAL, Balance preliminar de economías de América Latina y el Caribe 2014 (diciembre de 2014)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

de su crecimiento y en el tercer trimestre una contracción de su actividad de 0,8%. Este desempeño se explica por la disminución de las exportaciones y, principalmente, del consumo privado, dada la caída del poder adquisitivo de los salarios ocasionada por la devaluación del peso argentino y la elevada inflación. Adicionalmente, el gobierno argentino debió lidiar con las consecuencias del fallo adverso de la Corte de Nueva York con relación al caso presentado por los denominados “Fondos Buitres”, que reclaman el pago de bonos por un valor aproximado de \$us1.300 millones, más intereses.

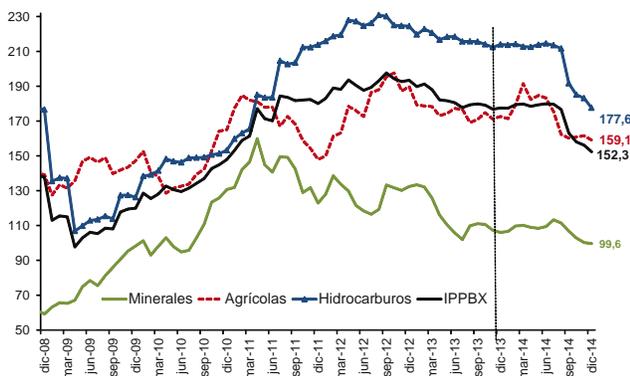
GRÁFICO 1.12: CRECIMIENTO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS DE AMÉRICA LATINA (Tasa interanual, en porcentajes)



FUENTE: Bloomberg y bancos centrales
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En Chile, la actividad y la demanda interna se debilitaron más de lo previsto. En el tercer trimestre el crecimiento de la economía fue de 0,8%, tasa de crecimiento baja no registrada desde 2009. Este comportamiento se atribuye a diversas causas, estando entre las principales la reforma tributaria debido a la incertidumbre generada por esta medida, que habría desincentivado la inversión. En el caso de Perú, si bien hubo crecimiento, este fue menor al esperado en virtud a los efectos negativos del consumo y de la inversión del sector privado (Gráfico 1.12).

GRÁFICO 1.13: PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA (Índices, base diciembre 2006=100)



FUENTE: Bloomberg y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB)
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En estas condiciones, las perspectivas de crecimiento para América Latina y el Caribe en 2014 se redujeron. En el caso de las estimaciones elaboradas por el FMI, las expectativas de crecimiento se redujeron de 1,3% a 1,2% entre octubre de 2014 y enero de 2015, mientras que el descenso fue mucho más pronunciado en el caso del Banco Mundial, al pasar de 1,9% a 0,8% entre junio de 2014 y enero de 2015.

1.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

A lo largo de 2014, el Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPPBX) mantuvo la tendencia decreciente observada desde 2012, anotando una variación interanual de -14,2% al cierre de gestión (Gráfico 1.13). Este resultado se explicó por descensos en todos sus componentes, entre los cuales destacan los precios de hidrocarburos (17%).

En lo que se refiere a los minerales, en línea con el comportamiento general de los precios internacionales de materias primas, los descensos se dieron especialmente en la segunda parte del año. Las razones que explican este comportamiento

fueron las menores perspectivas de crecimiento de economías de importancia en el comercio internacional (destacando China) y la apreciación del dólar estadounidense.

En el caso de los precios de alimentos, según el Índice de Precios elaborado por la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por su sigla en inglés), en 2014 se habría registrado el tercer año consecutivo de descensos en las cotizaciones, con una caída de 3,8% con respecto a 2013 (Gráfico 1.14).

El grupo de los cereales tuvo un descenso de 12,5% respecto a 2013, en virtud a favorables perspectivas de las cosechas y abundantes inventarios. En el caso de algunos cereales (sorgo y trigo), el azúcar y el aceite, a partir del segundo trimestre tuvieron un fuerte descenso debido a la caída de los precios del crudo, que redujo la demanda de cultivos de azúcar y de aceite de palma para su conversión en etanol y biodiesel.

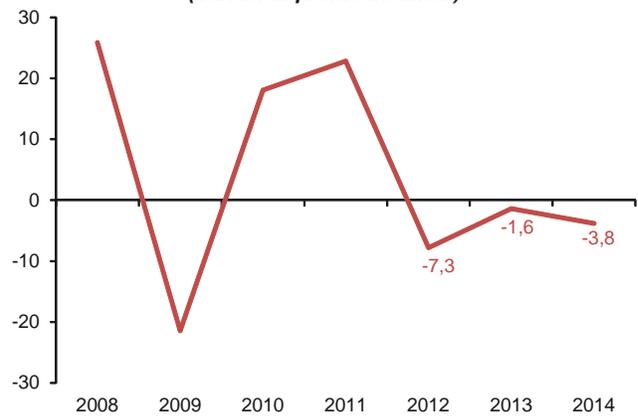
El 2014 también se observó una sobreoferta de soya, lo cual incidió negativamente en su precio internacional. En el caso de los precios de la carne, a diferencia de los anteriores productos, se advirtió un alza de sus cotizaciones durante el año (7,7%), por una reducción de la oferta de carne de cordero y cerdo especialmente (Gráfico 1.15).

Finalmente, los precios del petróleo se han movido fuertemente hacia la baja en el último trimestre (48% en el año), evidenciando tanto factores de oferta como de demanda, aspectos que se discuten en mayor detalle en el Recuadro 1.1. En tal sentido, en 2014 los precios de gas natural, principal producto de exportación de Bolivia, tuvieron una variación negativa de 2,7% en el caso de Argentina y de 3,6% en el Brasil (Gráfico 1.16). Estos precios están muy ligados a la tendencia del precio internacional del petróleo, ya que se determinan con base en las cotizaciones internacionales de una canasta de hidrocarburos (fuels) con un rezago de 3 meses para Brasil y de 6 meses para la Argentina.

1.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y POLÍTICA MONETARIA

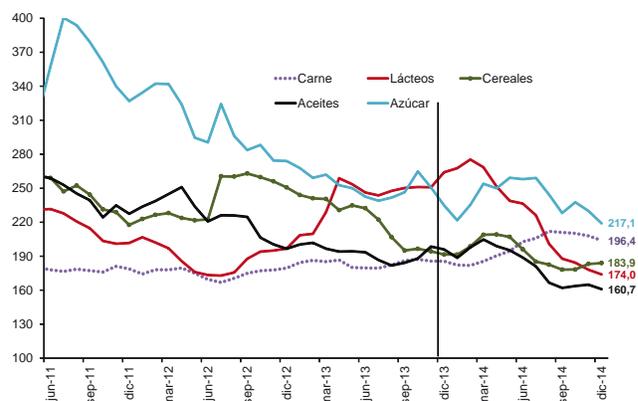
La desaceleración económica y la disminución de los precios de las materias primas redujeron las presiones

GRÁFICO 1.14: ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO
(Variación promedio anual)



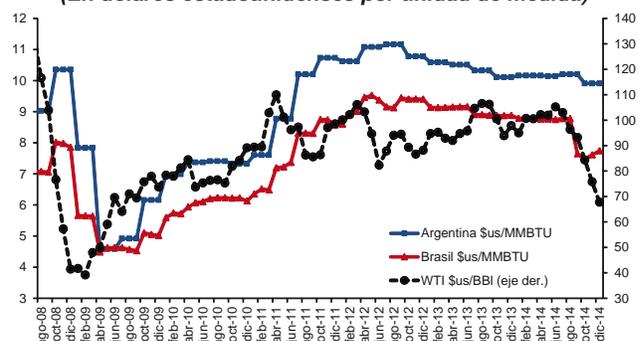
FUENTE: FAO
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.15: ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO POR SECTORES
(Índices, 2002-2004=100)



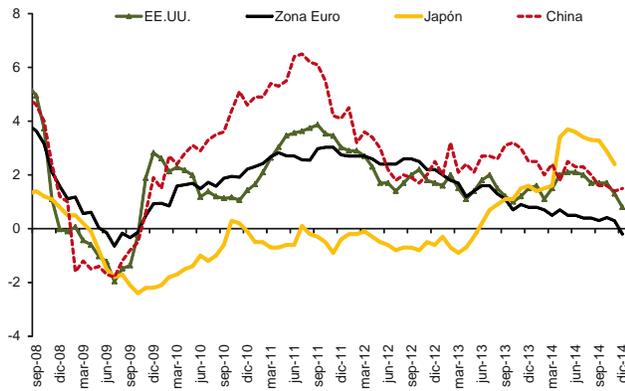
FUENTE: FAO
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.16: EVOLUCIÓN DE PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DE EXPORTACIÓN DE GAS NATURAL DE BOLIVIA
(En dólares estadounidenses por unidad de medida)

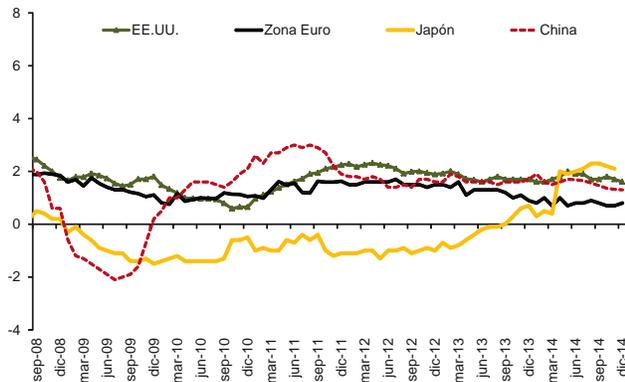


FUENTE: Bloomberg y YPFB
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: WTI: West Texas Intermediate
BTU: British Thermal Unit unidad de energía

GRÁFICO 1.17: INDICADORES DE INFLACIÓN DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS (Variación porcentual interanual)
a) INFLACIÓN TOTAL

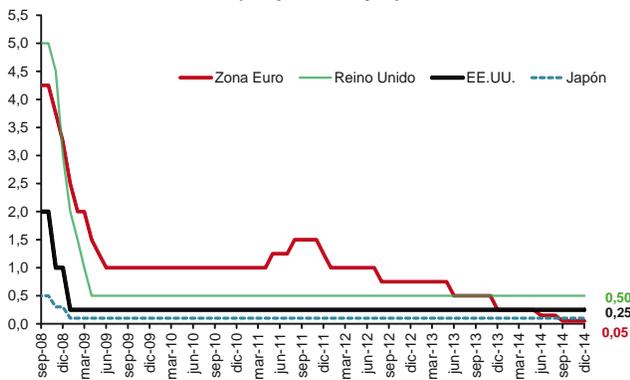


b) INFLACIÓN SUBYACENTE



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.18: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE ECONOMÍAS AVANZADAS (En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

inflacionarias a nivel global (Gráfico 1.17). En la Zona Euro persistió la tendencia descendente, tanto de la inflación general como de la inflación subyacente, con cifras acumuladas a diciembre de 2014 de -0,2% y 0,8%, respectivamente. Estos resultados, junto al hecho que la inflación total se sitúe desde 2013 por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE; 2%), hacen temer por una posible persistencia de la deflación en esta región, principalmente en algunos países con problemas estructurales de desempleo.

Por su parte, los indicadores de inflación general y subyacente en EE.UU. alcanzaron una variación interanual de 0,8% y 1,6% a diciembre, aún por debajo de la meta de la Reserva Federal (2%), moderando las expectativas de incrementos anticipados de las tasas de interés.

De igual manera, la inflación en Japón, luego de alcanzar en mayo de 2014 su nivel más alto en los últimos 23 años (3,7%), debido al incremento del impuesto al consumo de 5% a 8% y que fue efectivo a partir de abril, disminuyó ligeramente su variación de precios, hasta alcanzar una tasa interanual de 2,4% en diciembre. Las políticas monetaria y fiscal expansivas y la depreciación del yen también incidieron en esta trayectoria.

Ante este panorama, la mayoría de los bancos centrales de las principales economías avanzadas continuaron la orientación expansiva de su política monetaria, manteniendo las tasas de interés de referencia en niveles bajos y aplicando medidas no convencionales para estimular la demanda (Gráfico 1.18).

Sin embargo, se debe destacar que en octubre de 2014 la FED puso fin a su programa de compra de activos. Sin embargo, el comportamiento de la inflación, el elevado crecimiento registrado en el segundo y tercer trimestre y el descenso del desempleo, reabrieron el debate sobre la conveniencia de la permanencia de las tasas de interés cercanas a cero.

Por el contrario, la lenta recuperación de muchas economías europeas, la caída en la inflación y los temores de deflación en la Zona Euro originaron que el BCE disminuyera su tasa de interés de política en 10pb en junio y septiembre hasta alcanzar su mínimo histórico de 0,05%. Además, recortó la facilidad de

depósito hasta -0,2% y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito hasta 0,3%. Adicionalmente, el BCE implementó otras medidas heterodoxas importantes para incentivar el crecimiento, destacándose el anuncio del inicio de la compra de bonos de titularización de activos (ABS por sus siglas en inglés), a partir del cuarto trimestre del año.

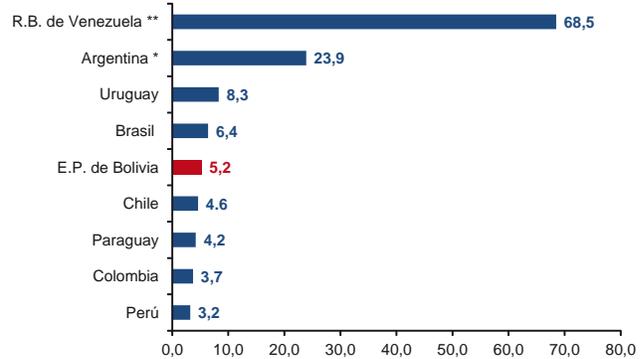
En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, las tasas de inflación no mostraron cambios significativos, aunque se observó bastante heterogeneidad en las distintas economías. En Asia destaca China, país en el que la inflación (1,5% en diciembre) se mantiene controlada en niveles por debajo de su meta (3,5%), mientras que en India la tasa de inflación a diciembre fue de 5%.

En América Latina, el comportamiento fue también diferenciado. Venezuela y Argentina siguieron exponiendo las inflaciones más altas de la región (68,5% y 23,9% acumulada a diciembre, respectivamente; Gráfico 1.19). Por su parte, la inflación en Uruguay (8,3%) determinó que este país, entre otras medidas, emita títulos de regulación monetaria con tasas preferenciales a inversionistas no tradicionales de manera directa.

En el caso de Brasil, la inflación (6,4%) se debió a la expansión fiscal y a problemas de oferta (suministro de energía eléctrica y sequías) e incrementos en algunos precios administrados como el transporte. En este sentido, el Banco Central de ese país incrementó su tasa de interés de referencia en 125pb en 2014 hasta alcanzar a 11,75%. Por su parte, la inflación acumulada de Bolivia al mes de diciembre se situó por debajo del promedio regional.

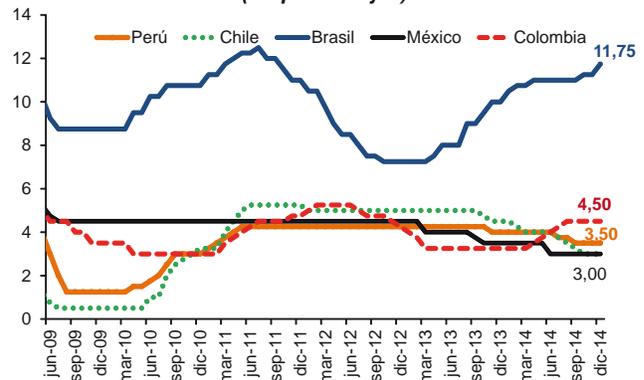
En el resto de países, no se presentaron mayores presiones inflacionarias y más bien se teme por la desaceleración de la economía mundial. En efecto, Chile y México redujeron su tasa de referencia en 150pb y 50pb respectivamente, hasta situarlas en 3%, con el objetivo de incentivar el crecimiento económico (Gráfico 1.20). Contrariamente, en Colombia el Banco de la República incrementó su tasa de interés en 125pb, a pesar de tener una inflación controlada, dado que la economía está creciendo más de lo esperado y se estaría acercando al uso pleno de su capacidad productiva.

GRÁFICO 1.19: TASA DE INFLACIÓN INTERANUAL A DICIEMBRE DE 2014 EN SUDAMÉRICA (Variación acumulada)



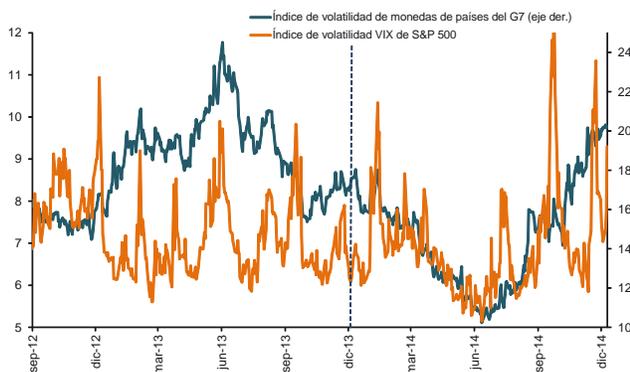
FUENTE: Institutos de estadística de los países y Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.20: TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA (En porcentajes)



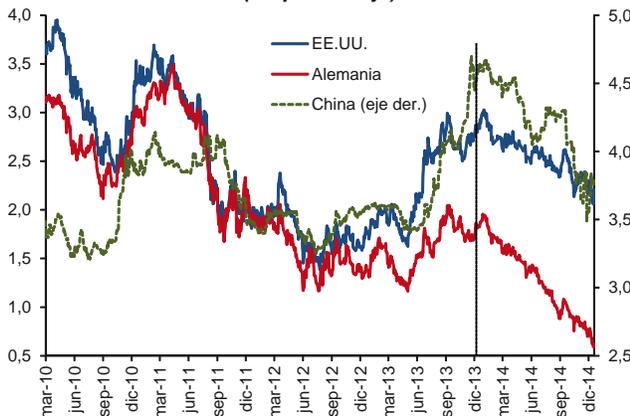
FUENTE: Bancos centrales
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.21: INDICADORES DE VOLATILIDAD DEL ÍNDICE S&P Y DE DIVISAS DEL G7 (En puntos)



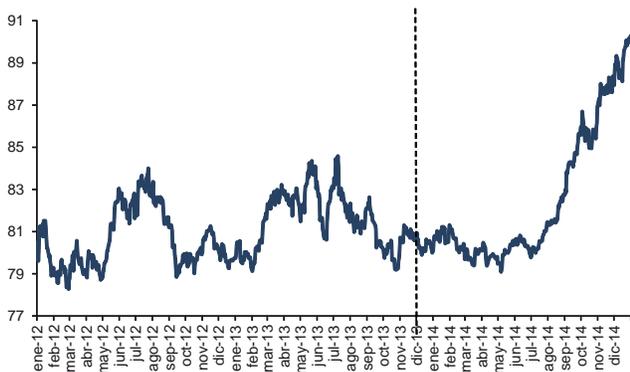
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.22: RENDIMIENTO DE LOS BONOS A 10 AÑOS DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS (En porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 1.23: ÍNDICE DEL VALOR DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE FRENTE A UNA CANASTA DE LAS PRINCIPALES MONEDAS (Enero 1980 = 100)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

1.4 MERCADOS FINANCIEROS Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

Los mercados financieros internacionales mostraron una volatilidad importante en la segunda parte del año conforme las crecientes tensiones geopolíticas, las preocupaciones sobre la recuperación económica, la depreciación de la mayoría de las monedas respecto al dólar estadounidense y la caída del precio de las materias primas, principalmente el petróleo (Gráfico 1.21).

Las expectativas sobre el alza de las tasas de interés en EE.UU. determinaron menores flujos de inversión extranjera hacia las economías emergentes desde mediados de 2013, incluyendo salidas en parte de 2013 y 2014, como consecuencia de las menores perspectivas de crecimiento en estos países y menores precios de los *commodities*. Por su parte, en América Latina los flujos de capital disminuyeron significativamente en 2014 reflejando de alguna manera la débil actividad de la región. Esto se reflejó en una fuerte caída en los flujos de renta variable hacia países como Brasil y México. Sin embargo, la emisión de bonos alcanzó su nivel más alto al finalizar el 2014 como consecuencia de mayores expectativas por parte de los inversionistas de la región de que la FED iría a elevar sus tasas de interés, lo que provocó un incremento de sus refinanciamientos y pre financiamientos.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo, especialmente de las economías de la Zona Euro, mostraron una evolución descendente, cayendo incluso por debajo de sus promedios de los últimos años, anticipando un mayor estímulo monetario. En el caso de Alemania, a partir de mediados de agosto, los rendimientos de su deuda a diez años cayeron por primera vez por debajo de 1% (Gráfico 1.22).

El valor del dólar estadounidense frente a una canasta referencial de las principales monedas de las economías avanzadas (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo) se apreció en 13,2% en la segunda mitad del año, reflejando la mejor perspectiva de la economía norteamericana frente al resto de países avanzados (Gráfico 1.23).

En este sentido, la mayoría de las monedas emergentes y latinoamericanas se depreciaron con respecto al dólar a lo largo del período de análisis,

debido a una mayor percepción de riesgo y crecientes desequilibrios externos. (Gráfico 1.24).

Cabe destacar el desplome que tuvo el rublo, como consecuencia directa de las sanciones impuestas a Rusia y por la caída del precio del petróleo (Gráfico 1.25).

En resumen, se observó una desaceleración en varias economías, principalmente en las latinoamericanas. En este escenario mundial los precios de las materias primas mantuvieron la tendencia decreciente, especialmente el petróleo. Además de ello, las depreciaciones de la mayoría de las monedas frente al dólar estadounidense implicaron presiones inflacionarias externas contenidas. Contrariamente, Bolivia se mantiene con la tasa de crecimiento prevista más alta de la región.

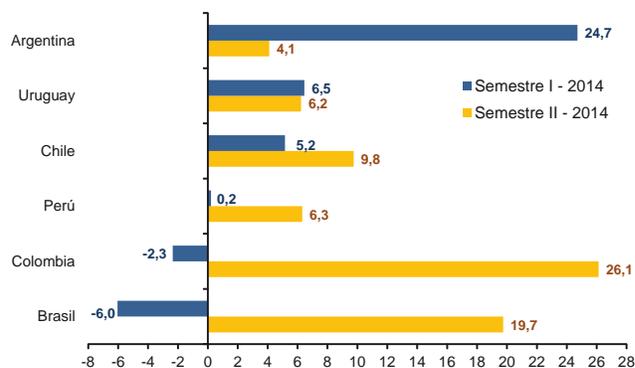
1.5 PROCESOS DE INTEGRACIÓN REGIONAL

Los procesos de integración en América Latina viven un renovado impulso político y, pese a los obstáculos, avanzan en diferentes frentes y a diferentes velocidades. En el siglo XX, entre los esfuerzos integradores se destacan la creación de diversos organismos, como la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (ALALC), la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI) o el Sistema Económico Latinoamericano y del Caribe (SELA), y la fundación de organizaciones intergubernamentales, como la Comunidad Andina de Naciones (CAN) y el Mercado Común del Sur (MERCOSUR).

A partir del año 2004, con la creación de la Alianza Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América (ALBA) se fomenta proyectos de unidad en América Latina. En este marco se han concretado acuerdos energéticos, económicos, políticos, culturales y sociales.

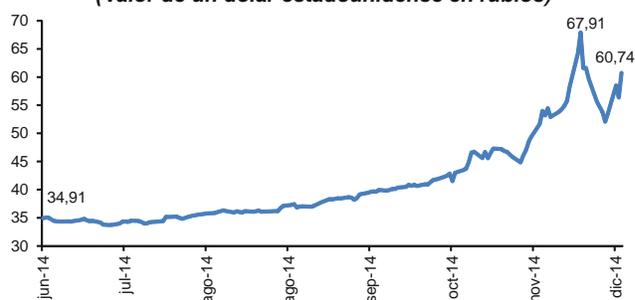
En los últimos años, los líderes latinoamericanos han demostrado esfuerzos en pro de la integración regional e internacional y el refuerzo de la integración interna de Latinoamérica y el Caribe que han desembocado en la creación de la Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR) y de la Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños (CELAC). Actualmente hay vigentes decenas de acuerdos económicos regionales o subregionales. El proceso de integración más reciente es la Alianza del Pacífico.

GRÁFICO 1.24: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación respecto al dólar estadounidense, en porcentaje)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Una variación negativa significa una apreciación, una variación positiva significa una depreciación

GRÁFICO 1.25: VALOR DEL RUBLO FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE
(Valor de un dólar estadounidense en rublos)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Entre los hechos relevantes en 2014 destacó el anuncio de Estados Unidos y Cuba sobre el inicio de conversaciones para restablecer las relaciones diplomáticas que han estado interrumpidas durante más de medio siglo. La declaración contiene trece puntos sobre el establecimiento de relaciones diplomáticas, temas económicos, viajes, comunicaciones, frontera marítima y derechos humanos.

Otro hecho a destacar en la región fue la sorpresiva aplicación de una “salvaguardia cambiaria” por el gobierno de Ecuador contra el comercio proveniente de Colombia y Perú, cuyas monedas se depreciaron frente al dólar estadounidense en los últimos seis meses. El Ecuador procedió a aplicar un derecho correctivo aduanero máximo equivalente a la alteración de las condiciones de competencia que para el caso de Colombia es de 21% y para el Perú de 7%.

Apesar de ello, y como señala la CEPAL, los procesos de integración regional pueden promover una mayor demanda agregada, a través de la integración comercial, e impulsar una mayor productividad y competitividad, a través de la integración productiva y las cadenas de valor, así como la integración en infraestructura. La cooperación regional también fortalece la capacidad para enfrentar choques externos a través de la integración financiera.

RECUADRO 1 TENDENCIAS DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO

Históricamente, el precio del petróleo tendió a registrar episodios de alzas y bajas relativamente frecuentes. Hace cinco años el precio cayó por debajo del umbral de los 49 dólares, comportamiento asociado a la crisis financiera internacional, aunque rápidamente rebotó con fuerza. En 2009-2010 el precio se recuperó hasta los 80 dólares por barril y a partir de 2011 el petróleo se encareció nuevamente; desde entonces, se observaron oscilaciones en un nivel en torno a 110 dólares, gracias a una elevada demanda apuntalada por el dinamismo de las economías emergentes, principalmente.

Sin embargo, debido a factores que se discuten más adelante, desde julio de 2014 el precio internacional del petróleo (*West Texas Intermediate*, WTI, de referencia en EE.UU.) se redujo levemente por encima del 50%, acelerándose su descenso hacia el cierre del año (Gráfico 1.26).

GRÁFICO 1.26: PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO WTI
(En dólares estadounidenses por barril)



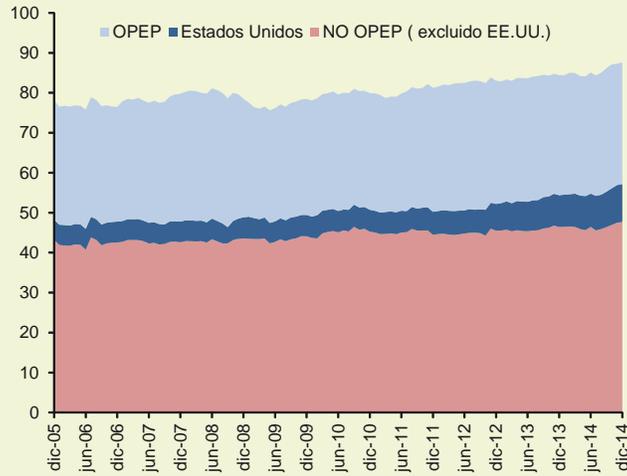
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En términos generales, existen dos grupos de países: los beneficiados y los afectados por el descenso del precio internacional de este *commodity*. Dentro del primer grupo se encuentran los países importadores netos como Japón, la Zona Euro, China e India.

Dentro del segundo grupo se destacan los países emergentes y en desarrollo exportadores netos de hidrocarburos, los cuales se verán afectados con una reducción de sus ingresos externos y mayores presiones sobre sus cuentas fiscales. Entre las principales economías afectadas se encuentran Venezuela, Irán y Rusia.

Los principales factores que explican esta caída en el precio internacional del petróleo son la baja demanda asociada a la aún débil actividad económica mundial, el menor consumo por el incremento de la eficiencia en el uso del petróleo, la sustitución por energías alternativas, el hecho que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) no redujera sus niveles de producción (alrededor de 30 millones de barriles diarios) y, finalmente, la creciente producción de EE.UU. basada en fuentes no tradicionales de extracción (*fracking*). Actualmente, la producción de este último país está alrededor de los 10 millones de barriles por día, constituyéndose en el principal productor de petróleo mundial (Gráfico 1.27).

GRÁFICO 1.27: PRODUCCIÓN DE PETROLEO
(En miles de barriles por día)



FUENTE: Bloomberg y Energy Intelligence Group Non-OPEC Crude Oil Production Data
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En lo que concierne a su tendencia en el mercado de futuros, se espera que en el mediano plazo los precios tiendan a aumentar, aunque podrían mantenerse por debajo de los niveles alcanzados en los últimos años. Sin embargo, existe todavía bastante incertidumbre sobre la evolución de los factores de oferta y demanda, así como de la magnitud de los efectos en las diferentes economías.

2. Entorno nacional

En 2014 el desempeño económico de Bolivia fue sobresaliente. El crecimiento de la actividad económica (5,4% al tercer trimestre de 2014) es el más alto de Sudamérica y el segundo mayor de los últimos 6 años. Todas las actividades aportaron al crecimiento y la demanda interna continuó siendo su principal determinante.

Asimismo, a pesar del contexto internacional menos favorable, los resultados de las operaciones con el exterior en 2014 fueron positivos: la balanza comercial registró superávit, la IED bruta fue muy importante y las reservas internacionales netas continuaron creciendo. No obstante, es importante destacar que los superávits en balanza comercial y en cuenta corriente fueron menores a los de gestiones anteriores, consistente con el deterioro de los términos de intercambio y, principalmente, con el fuerte incremento de la inversión en Bolivia, asociado a una mayor importación de bienes de capital principalmente.

El sistema financiero tuvo un comportamiento destacable, el ahorro aumentó en línea con el incremento del ingreso disponible y el crecimiento del crédito apoyó al dinamismo de la actividad económica. La bolivianización continuó avanzando, constituyéndose en uno de los logros más relevantes de las políticas económicas de los últimos años. El crecimiento del dinero fue controlado cuidadosamente a fin de evitar desequilibrios que generen presiones inflacionarias y, al mismo tiempo, no se afecte al dinamismo de la actividad económica.

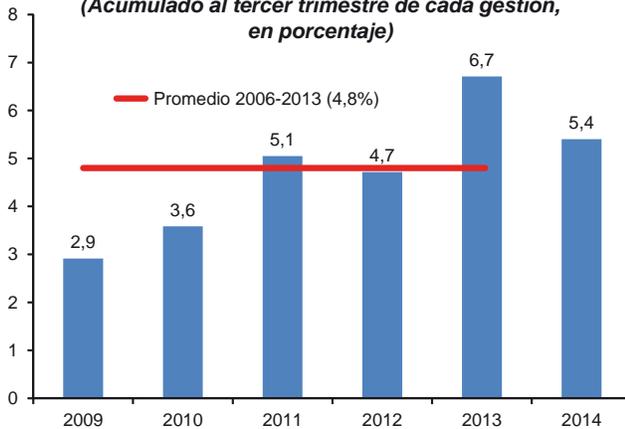
2.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

En un contexto de desaceleración regional, Bolivia ha mantenido un dinamismo destacable en su actividad económica. En efecto, al tercer trimestre de 2014 el crecimiento acumulado de la actividad real en Bolivia alcanzó a 5,4%, y se estima que el crecimiento en el año estará alrededor del 5,5%, acorde con la meta anunciada en el IPM de enero de 2014 (5,7%) y la más alta en comparación al crecimiento estimado del resto de los países de Sudamérica (Gráfico 1.10 del capítulo 1).

El crecimiento al tercer trimestre es mayor al promedio registrado entre 2006 y 2013 (4,8%) y es el segundo más alto de los últimos seis años (Gráfico 2.1). Es también relevante tomando en cuenta la base de comparación, ya que en 2013 se logró el crecimiento más alto de los últimos 38 años.

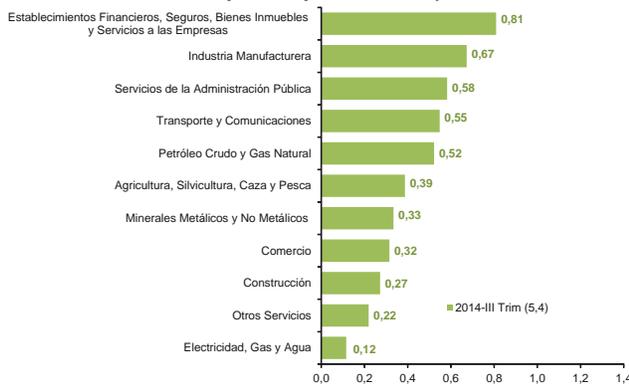
Como se analiza a continuación, todos los sectores de la actividad económica contribuyeron al crecimiento. Desde la perspectiva del gasto, el aporte de la demanda interna continuó siendo el principal determinante del crecimiento económico boliviano, fundamentándose principalmente en la contribución de la Formación Bruta de Capital Fijo.

GRÁFICO 2.1: EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (Acumulado al tercer trimestre de cada gestión, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.2: PIB POR ACTIVIDAD ECONÓMICA (Incidencia en el crecimiento acumulado al tercer trimestre, en puntos porcentuales)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: Valorado sobre el PIB a precios básicos, por inspección visual se omite Servicios Bancarios Imputados.

2.1.1 Actividad económica

El crecimiento de la actividad económica real estuvo sustentado por el aporte positivo de todas las actividades económicas destacándose el desempeño de los siguientes sectores: a) Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas, b) Industria Manufacturera, c) Servicios de la Administración Pública, d) Transporte y Comunicaciones y e) Petróleo Crudo y Gas Natural, los cuales en conjunto explican más de la mitad del crecimiento acumulado a septiembre de 2014 (Gráfico 2.2).

Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas aportaron en mayor medida al crecimiento del PIB al tercer trimestre de 2014 (0,81pp). De éstos, la actividad correspondiente a Servicios Financieros fue la más importante, aportando cerca de dos tercios de la incidencia del sector (0,54pp). Esta actividad, en línea con la implementación de la Ley de Servicios Financieros y la regulación adecuada de la liquidez

que permitieron sostener bajas las tasas de interés activas la mayor parte del año, continuó apoyando al crecimiento de la economía de manera significativa a través de la canalización de financiamiento a diferentes emprendimientos productivos y a la vivienda social.

En la Industria Manufacturera, resalta el aporte de Refinación con la producción adicional de la nueva Planta Separadora de Líquidos de Río Grande, que incrementó de manera importante la producción de Gas Licuado de Petróleo (GLP; Gráfico 2.3). En el caso de este combustible, se logró la soberanía energética mediante el incremento de la producción hasta alcanzar excedentes para la exportación.

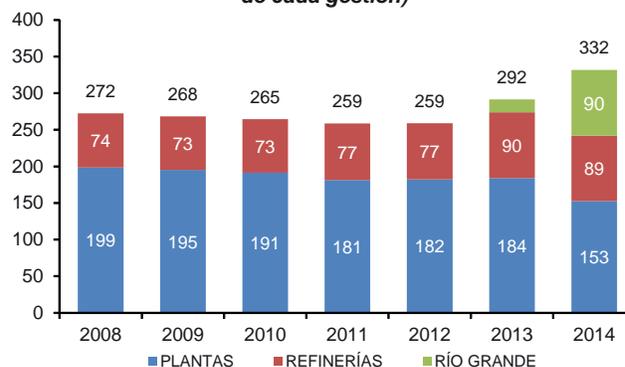
La segunda actividad que coadyuvó al sector industrial fue la cementera. En los nueve primeros meses de 2014, el sector mostró un importante incremento en la producción de cemento con respecto a las gestiones anteriores (Gráfico 2.4), debido a la mayor demanda de este insumo por la fuerte inversión en infraestructura que fue atendida por la ampliación de tres hornos en Viacha y la inauguración de nuevas líneas de producción. Estos proyectos fueron concretados gracias a la ampliación de la capacidad del Gasoducto al Altiplano (GAA).

Asimismo, la industria de alimentos alcanzó un nivel de producción por encima del observado en similar periodo de 2013, a pesar del entorno climatológico poco favorable para el sector agrícola en parte de 2014, hecho que fue posible porque el sector contaba con insumos en inventarios.

En línea con la mayor participación estatal en la economía, el Estado no sólo apoyó al desarrollo económico a través de una mayor inversión pública, sino también prestando mayores y mejores servicios, aspecto que está generando mayor incidencia en el crecimiento de la economía. Es importante destacar que en el periodo 2006-2014, la incidencia promedio de los servicios de la administración pública en el crecimiento es casi el doble que la registrada en el periodo 1997-2005; al tercer trimestre de 2014 se observó la mayor incidencia de este sector en los últimos 25 años (Gráfico 2.5).

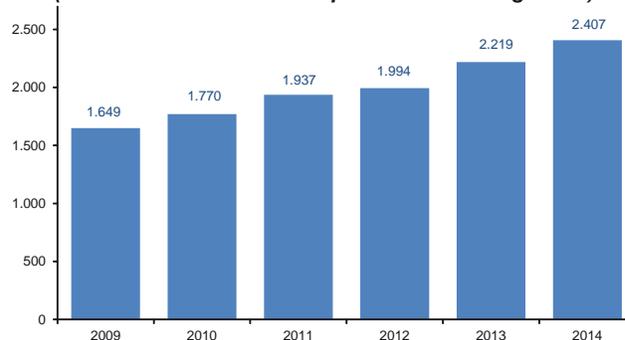
El sector transporte mantuvo su dinamismo, destacando la recuperación del transporte aéreo

GRÁFICO 2.3: PRODUCCIÓN ACUMULADA DE GLP
(En miles de toneladas métricas a septiembre de cada gestión)



FUENTE: Agencia Nacional de Hidrocarburos - YPFB
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.4: PRODUCCIÓN ACUMULADA DE CEMENTO
(En miles de toneladas a septiembre de cada gestión)



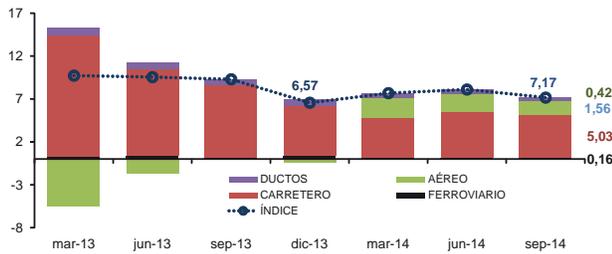
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.5: SERVICIOS DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA
(Incidencia en el crecimiento acumulado al tercer trimestre, en puntos porcentuales)



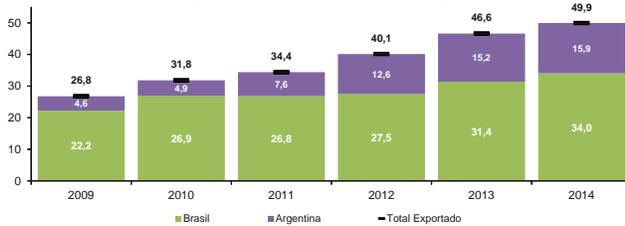
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.6: ÍNDICE GENERAL DE TRANSPORTE, INCIDENCIA SEGÚN MODALIDAD (Tasa de crecimiento acumulado, en porcentaje)



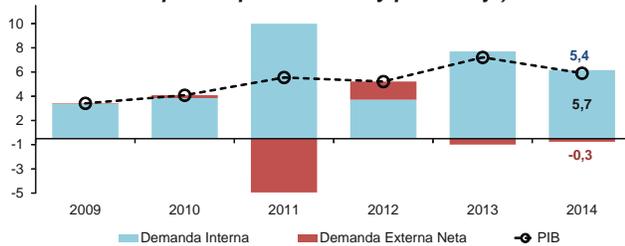
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.7: EXPORTACIONES DE GAS NATURAL (A diciembre, en MMm3/d)



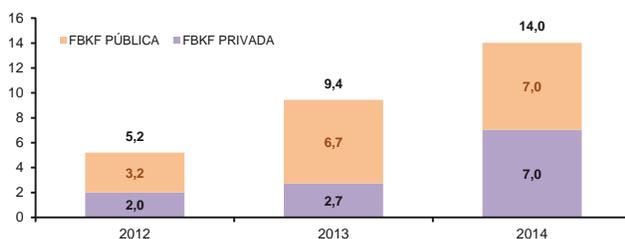
FUENTE: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.8: PIB, DEMANDA INTERNA Y EXTERNA (Incidencias acumuladas y crecimiento al tercer trimestre en puntos porcentuales y porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.9: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO PÚBLICA Y PRIVADA (Crecimiento e incidencias acumuladas al tercer trimestre, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

principalmente por la apertura de nuevas rutas así como la mayor frecuencia de vuelos (Gráfico 2.6).

En cuanto al desempeño del sector de Petróleo Crudo y Gas Natural para la gestión 2014, se continuaron registrando tasas de crecimiento positivas del volumen exportado de gas natural, tanto al Brasil como a la Argentina (Gráfico 2.7), hecho que ha determinado que continúe la expansión de la producción hidrocarburífera.

2.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

La demanda interna continuó siendo el principal motor del crecimiento de la economía (Gráfico 2.8), fundamentada en el repunte de la Formación Bruta de Capital Fijo. En las últimas dos gestiones el aporte de la Demanda Externa fue ligeramente negativo.

En este contexto, se evidenció un repunte de la contribución de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) en el crecimiento del producto, de 1,6pp en 2013 a 2,4pp en 2014. El mayor aporte se ha presentado tanto en la inversión pública como en la privada con incidencias del 7% cada uno (Gráfico 2.9).

2.2 DESEMPEÑO EXTERNO

A pesar del contexto internacional menos favorable, los resultados de las operaciones con el exterior en 2014 fueron positivos: la balanza comercial registró nuevamente un superávit y las reservas internacionales netas continuaron creciendo. Asimismo, información a septiembre muestra que la cuenta corriente de la balanza de pagos presenta un superávit. No obstante, es de destacar también que estos superávits fueron menores a los de gestiones anteriores debido principalmente, al incremento de la inversión en Bolivia, asociado a una mayor importación de bienes de capital.

La balanza de pagos del periodo comprendido entre enero y septiembre de 2014 muestra un superávit en la cuenta corriente (2% del PIB) y en la cuenta capital y financiera (0,9% del PIB), lo que resultó en un superávit del saldo global (2,9% del PIB) que se tradujo en ganancia de reservas internacionales.

En dicho periodo, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit de \$us667 millones; explicado principalmente por el resultado positivo

de la balanza comercial y por los flujos de remesas familiares.¹ Esto implica que las ventas de bienes y servicios al exterior fueron mayores a las compras que realizamos, pese al débil contexto externo y la disminución de precios internacionales, aunque el saldo positivo se ha reducido respecto a gestiones anteriores, debido principalmente al incremento de las importaciones, inducido por mayor inversión en el país y la reducción de remesas familiares que se debe al retorno de bolivianos que aportarán al crecimiento económico con su fuerza de trabajo, el conocimiento y los recursos financieros que traen consigo.

La cuenta capital y financiera presentó un saldo positivo de \$us321 millones explicado por el incremento de desembolsos netos al sector público, entre los que se incluyen también el pago excepcional por la exportación de gas rico al Brasil. En el sector privado, destaca el flujo significativo de Inversión Extranjera Directa (IED) bruta que ascendió a \$us1.466 millones, monto similar al de igual período de 2013 que fue el más alto de los últimos 17 años. Sin embargo, el sector privado en conjunto registra una salida neta que se explica principalmente por la acumulación de activos en el exterior, (fundamentalmente el Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en ME en línea con los mayores requerimientos de encaje legal para depósitos en ME), las amortizaciones de créditos intrafirma y la adquisición por parte del Gobierno Nacional de las acciones de la Empresa Transierra² (Cuadro 2.1). Adicionalmente, en la gestión se registró una disminución de los activos externos netos del fideicomiso del FINPRO por \$us195 millones para financiar los proyectos que se detallan en los capítulos 3 y 4.

Con cifras preliminares a diciembre de 2014, la balanza comercial presentó un superávit de \$us1.845 millones, destacando el crecimiento del valor de las exportaciones en 5,2% (Cuadro 2.2). El valor de las exportaciones mineras registró el mayor crecimiento, debido al incremento de los volúmenes exportados de la mayoría de los productos.

CUADRO 2.1: BALANZA DE PAGOS
(En millones de dólares estadounidenses)

	Enero - Septiembre		
	2012	2013	2014p
I. CUENTA CORRIENTE	1.360,5	1.260,5	666,7
1. Balanza Comercial	1.894,6	2.121,4	1.950,4
Exportaciones FOB	7.986,9	8.743,7	9.528,6
Importaciones CIF 1	6.092,4	6.622,3	7.578,2
2. Servicios	-278,8	-370,4	-778,1
3. Renta (neta)	-1.183,1	-1.440,6	-1.334,3
4. Transferencias	927,8	950,1	828,7
d/c Remesas de trabajadores recibidas	814,3	871,1	851,0
II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-295,6	-225,6	321,1
1. Sector Público	-100,9	-120,4	904,9
2. Sector Privado 2	-194,7	-105,2	-583,8
d/c Inversión extranjera directa bruta	1.208,4	1.511,2	1.465,9
III. BALANCE GLOBAL(I+II)	1.064,9	1.034,9	987,8
IV. TOTAL FINANCIAMIENTO	-1.064,9	-1.034,9	-987,8
RIN BCB (aumento= negativo) 3	-1.064,9	-1.034,9	-987,8
Items pro memoria:			
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	5,0	4,1	2,0
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	-1,1	-0,7	0,9
RB en meses de importaciones 4	17	17	15

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ¹ Datos CIF ajustados por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores.
² Incluye errores y omisiones
³ RIN =Reservas Internacionales Netas. Considera tipos de cambio fijos para el DEG, Euro, Dólar Estadounidense y precio fijo del oro. Desde de 2011 se considera también el tipo de cambio fijo para el Dólar Canadiense, el Dólar Australiano y Yuan Renminbi.
⁴ RB = Reservas Internacionales Brutas del BCB. Las importaciones incluyen bienes y servicios del período.
 (p) Cifras preliminares

CUADRO 2.2: BALANZA COMERCIAL
(En millones de dólares estadounidenses)

	2012	2013p	2014p	Variación %	
				2014-2013	2013-2012
BALANZA COMERCIAL	2.676	2.319	1.845	-20,4	-13,3
Exportaciones FOB	11.254	11.657	12.266	5,2	3,6
Minería	3.744	3.069	3.924	27,9	-18,0
Hidrocarburos	5.872	6.626	6.570	-0,8	12,8
No tradicionales	2.039	2.346	2.200	-6,2	15,1
Otros	-401	-384	-428	-11,4	4,2
Importaciones CIF ajustado¹	8.578	9.338	10.421	11,6	8,9
Importaciones CIF	8.590	9.353	10.492	12,2	8,9
Bienes de consumo	1.882	1.994	2.189	9,8	6,0
Bienes intermedios	4.204	4.388	4.770	8,7	4,4
Bienes de capital	2.432	2.913	3.484	19,6	19,8
Diversos	73	58	49	-15,8	-20,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: (p) Cifras preliminares
 "Diversos" incluye efectos personales
¹ CIF (Cost, Insurance and Freight) ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores

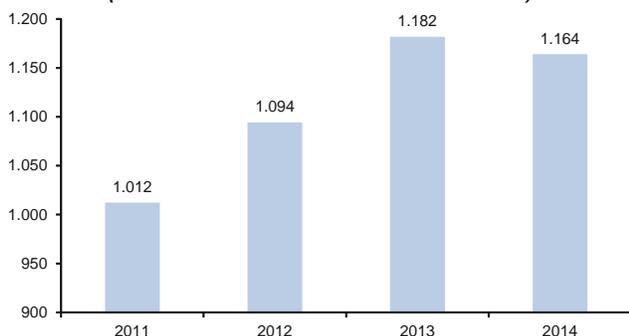
1 Una mayor explicación acerca de las cuentas externas al tercer trimestre de 2014 se encuentra en el Reporte de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional disponible en la página web del BCB.

2 En diciembre, se realizó el pago excepcional a Pan American Energy (\$us327 millones) en el marco del proceso de nacionalización de la empresa petrolera Chaco.

Las importaciones *CIF* ajustadas aumentaron en 11,6% respecto a las registradas en 2013. Cabe destacar el crecimiento de las importaciones de bienes de capital e intermedios destinados principalmente a actividades industriales, ambos representan cerca del 80% de las importaciones totales.

Por su parte, a diciembre de 2014 ingresaron por concepto de remesas de trabajadores en el exterior \$us1.164 millones, monto menor en 1,5% al registrado en 2013, aspecto que se explica en parte por el retorno de bolivianos al país de acuerdo a información en los principales países de origen de las remesas (Gráfico 2.10). Las remesas provinieron principalmente de España 44,6%, Estados Unidos 16,5%, Argentina 8,3%, Chile 7,3%, Brasil 7,6% y otros países 15,7%.

GRÁFICO 2.10: REMESAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR
(En millones de dólares estadounidenses)



FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En síntesis, se tuvo un favorable desempeño del sector externo pero menor al registrado en 2013, lo que se tradujo en un menor influjo de divisas. A diciembre, el incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) alcanzó a \$us692,7 millones. Si se descuenta el impacto de la variación del precio del oro y las variaciones cambiarias de las diferentes monedas con respecto al dólar, la ganancia de las RIN habría sido \$us970,9 millones.

A fines de diciembre, las RIN alcanzaron un saldo de \$us15.123 millones y en términos del PIB (45%) constituyéndose en el *ratio* más alto de la región latinoamericana. Si se incluyen los activos externos del FINPRO, de las Entidades de Intermediación Financiera (EIF), cuyo principal componente es el Fondo RAL-ME, y el Fondo de Protección al Ahorrista, los activos externos netos consolidados suman \$us18.894 millones.

2.3 MERCADOS FINANCIEROS Y MONETARIOS

En 2014 nuevamente el sistema financiero tuvo un desempeño destacable en lo que a profundización de sus operaciones se refiere. El ahorro aumentó en línea con el incremento del ingreso disponible y el crecimiento del crédito apoyó al dinamismo de la actividad económica. En esta gestión el BCB realizó importantes colocaciones de títulos al sector privado, lo que también forma parte del ahorro financiero y mejora la efectividad de la regulación monetaria. La bolivianización continuó avanzando, constituyéndose en uno de los pilares que fundamenta el buen desempeño del sistema financiero y refleja la mayor

confianza de la población en la moneda nacional y en la estabilidad macroeconómica.

El crecimiento del dinero fue controlado cuidadosamente a fin de evitar desequilibrios que generen presiones inflacionarias y, al mismo tiempo, no se afecte al dinamismo de la actividad económica.

2.3.1 Intermediación financiera

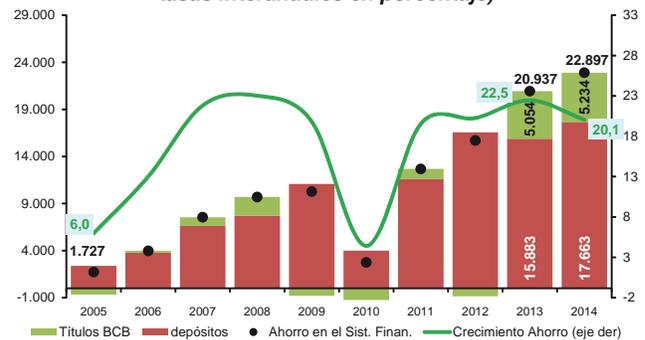
En la gestión 2014, el ahorro del sector privado en el sistema financiero registró un aumento de Bs22.897 millones (20,1%), cifra que se constituye en un nuevo récord en cuanto a la acumulación anual, coherente con el incremento del ingreso disponible y las políticas públicas orientadas a mejorar la intermediación financiera.

Cabe reiterar que el ahorro financiero del sector privado al que nos referimos incluye los depósitos en las EIF y la adquisición de títulos directos emitidos por el BCB.³ En este sentido, los depósitos en las EIF se incrementaron en Bs17.663 millones y los títulos directos del BCB lo hicieron en Bs5.234 millones (Gráfico 2.11).

El aumento de la captación de recursos por las EIF fue principalmente en depósitos a Plazo Fijo y Caja de Ahorros (Bs6.991 millones y Bs6.439 millones, respectivamente). La confianza en el sistema financiero se refleja en la ampliación del periodo promedio de permanencia de los depósitos, permitiendo canalizar los recursos también a mayores plazos. La mayor bancarización ha incidido para que haya una importante recomposición desde el circulante en manos del público hacia los medios de pago electrónicos y, entre otros, el incremento en las cajas de ahorros responde a esos estímulos.

Los instrumentos directos emitidos por el BCB incluyen los Bonos BCB-Directo, BCB-Aniversario, BCB-Navideño, BCB-Plus y Certificados de Depósitos (CD). Estos títulos, al mismo tiempo que promueven el ahorro del sector privado, constituyen mecanismos

GRÁFICO 2.11: AHORRO EN EL SISTEMA FINANCIERO
(Flujos anuales en millones de Bs, tasas interanuales en porcentaje)

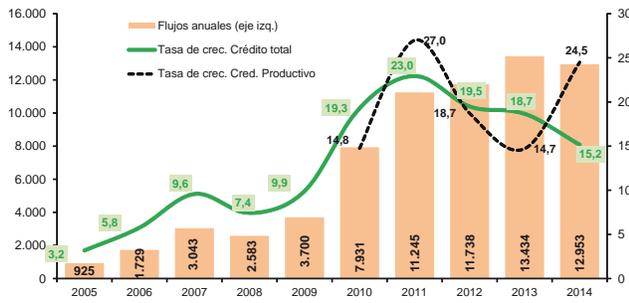


FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero

ELABORACION: BCB – Asesoría de Política Económica

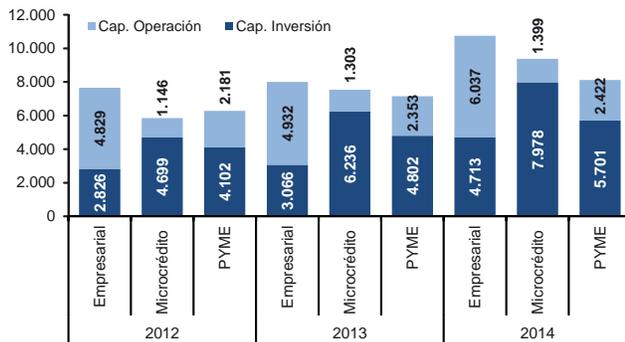
3 Con el propósito de mejorar la transmisión de tasas y la efectividad de la regulación monetaria, al mismo tiempo que de generar alternativas de ahorro para la población con tasas de interés atractivas, el BCB inició en 2007 la venta de Títulos directos dirigidos a personas naturales y a partir de 2013 se amplió con la colocación de Certificados de Depósitos (CD) dirigidos a inversionistas institucionales (AFP, SAFI y compañías de seguros). Estas operaciones permitieron retirar importantes montos de liquidez e indujeron alzas de las tasas pasivas del sistema de intermediación financiera durante la mayor parte de 2014.

GRÁFICO 2.12: CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
(En millones de Bs y en porcentaje)



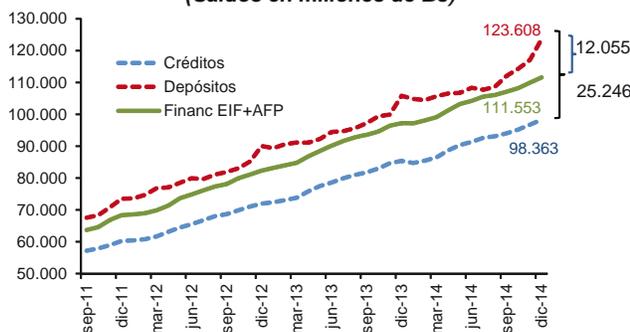
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.13: CRÉDITO AL SECTOR PRODUCTIVO
(Saldos por objeto del crédito, en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2.14: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO CONSOLIDADO
(Saldos en millones de Bs)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero– Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS)
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

efectivos para regular la liquidez y forman parte de las innovaciones realizadas por la Autoridad Monetaria, destacando el carácter heterodoxo de sus políticas.

Por su parte, el crédito concedido al sector privado registró un aumento de Bs12.953 millones (crecimiento interanual de 15,2%). Al interior de éste, los créditos otorgados al sector productivo presentaron una expansión mayor (24,5%), acorde con los estímulos previstos en la Ley de Servicios Financieros (Gráfico 2.12).

El crédito ha tenido crecimientos cada vez más pronunciados en la fase expansiva de la política monetaria (2009-2011). En efecto, cuando la mayor parte de las economías del mundo atravesaba por un ciclo económico de recesión, los impulsos monetarios y fiscales permitieron dinamizar la actividad económica en Bolivia, teniendo como resultado el mayor crecimiento de la región en 2009. Posteriormente, con el retiro de los estímulos monetarios a partir de 2012, el crecimiento del crédito presenta desaceleraciones, aunque con tasas de crecimiento aún significativas. Como se señala en el capítulo 3, los pasivos por operaciones de regulación monetaria, permitirían al BCB generar sustanciales inyecciones de liquidez si la economía lo requiere, en ese contexto el dinamismo del crédito sería mayor.

Entre los créditos concedidos al sector productivo, sobresale el incremento sostenido del financiamiento al Microcrédito y a las Pequeñas y Medianas Empresas (PYME), actividades destacadas en el ámbito financiero internacional. A la fecha, ambas representan el 62% del crédito al sector productivo, y se destina principalmente a capital de inversión coadyuvando a incrementar el acervo interno de capital y promover la sostenibilidad de estas actividades (Gráfico 2.13).

Consolidando los créditos de las EIF y el financiamiento que otorgan las AFP al sector privado (Bs13.191 millones) a través de la compra de bonos de empresas y otros, el financiamiento total alcanzó a Bs111.553 millones. Con estas operaciones, la brecha entre depósitos y créditos se reduce sustancialmente de Bs25.246 millones a Bs12.055 millones (Gráfico 2.14).

La estabilidad macroeconómica, estabilidad cambiaria, el encaje legal diferenciado y otras

medidas implementadas en coordinación con el Órgano Ejecutivo desde 2006, han profundizado la confianza de la población en la MN. En línea con estas políticas, la bolivianización del ahorro privado en el sistema alcanzó a 82,7% y la de créditos a 92,3% (3,8pp y 4,7pp más que en diciembre de 2013, respectivamente; Gráfico 2.15). Los avances registrados no dejan de ser apreciables tomando en cuenta que la profundización del proceso de bolivianización es más gradual a medida que los porcentajes alcanzados son mayores.

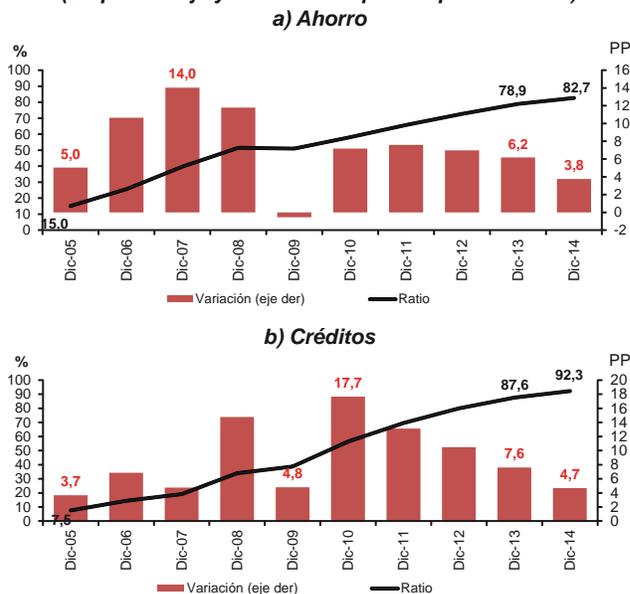
En la gestión 2014, los distintos indicadores muestran una destacable solidez en el sistema financiero. La calidad de la cartera con una mora de sólo 1,5%, refleja el buen desempeño macro y micro económico. Por su parte, el Coeficiente de Adecuación Patrimonial-CAP (12,3%) continuó por encima del mínimo que exige la normativa (10%), evidenciando la solvencia de las entidades. Asimismo, se aprecia un aumento en la rentabilidad y un *ratio* de liquidez considerable (Cuadro 2.3).

2.3.2 Agregados monetarios

La emisión monetaria registró un crecimiento interanual de 11,8%, menor al de la gestión 2013 (13,3%) y al estimado para 2014 (13,5%). Su comportamiento es indicativo de que no se presentaron desequilibrios en el mercado monetario que pudieran implicar presiones inflacionarias, toda vez que esta expansión guarda consistencia con la evolución de sus fundamentos.

Los agregados monetarios más amplios (M3 y M'3) continuaron creciendo aunque a menores tasas que en gestiones pasadas, lo que es consistente con la regulación monetaria que se realizó en la gestión (Cuadro 2.4).

GRÁFICO 2.15: BOLIVIANIZACIÓN
(En porcentaje y variación en puntos porcentuales)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

CUADRO 2.3: INDICADORES DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentaje)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pesadez de Cartera (%)	8,7	5,6	4,3	3,5	2,2	1,7	1,5	1,5	1,5
Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	13,3	12,6	13,7	13,3	11,9	12,3	12,6	12,7	12,3
ROE	13,3	21,2	20,3	20,6	17,3	19,5	17,6	14,2	16,9
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	33,9	35,2	43,3	48,0	39,0	37,6	37,4	35,5	35,8

FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

CUADRO 2.4: AGREGADOS MONETARIOS
(Variaciones a doce meses, en porcentaje)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
Emisión monetaria	16,3	14,3	13,3	11,8
M1	16,3	19,4	14,1	14,7
M'1	15,0	19,1	13,7	13,3
M2	20,7	20,2	17,7	17,1
M'2	17,9	17,3	16,0	14,8
M3	27,6	29,5	21,0	18,9
M'3	17,7	20,2	16,2	15,6

FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

RECUADRO 2

LA IMPORTANCIA DE LA DEMANDA INTERNA EN EL CRECIMIENTO

La demanda interna engloba la cantidad total de bienes y servicios demandados al interior de un país y está compuesta por el gasto total del sector público y privado en bienes de consumo, servicios y bienes de capital, ya sean nacionales o importados. Por su parte, la demanda externa neta resulta de restar las importaciones de las exportaciones.⁴

En los últimos años, se resaltó el importante rol que tiene la demanda interna en el crecimiento como parte importante del nuevo Modelo Económico Social Comunitario y Productivo implementado desde 2006. Este aspecto fue destacado continuamente por las autoridades, haciendo notar la diferencia con el enfoque convencional y neoliberal que incentiva la demanda externa para que sea el sector que lidere el crecimiento. El Nuevo Modelo Económico Social y Comunitario puesto en práctica desde 2006 tiene como pilar la mayor equidad social, con un Estado redistribuidor del ingreso en favor de la población más vulnerable. En este sentido, la disminución de la pobreza reactivó e impulsó la demanda interna, constituyéndose desde entonces como el principal motor de crecimiento de la economía boliviana.

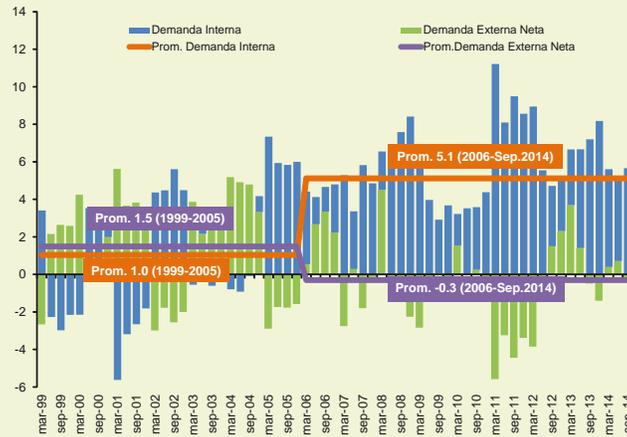
La discusión sobre las políticas de incentivo a la demanda interna o externa no es nueva sino que, por el contrario, ha sido permanentemente materia de estudio en la ciencia económica, como puede constatarse en los trabajos de Joan Robinson, Nicholas Kaldor, Luigi Pasinetti y Anthony Thirlwall, quienes desde mediados del siglo pasado plantearon argumentos convincentes y generaron un debate con la escuela clásica del crecimiento.

En el caso boliviano, los datos confirman las tendencias políticas de los últimos años. Durante el periodo neoliberal (1999-2005), la prioridad fue la demanda externa, creciendo más que la interna, aunque estas no fueron efectivas para incrementar las exportaciones, y la débil generación de excedentes fue asignada a pocas empresas o personas, debilitando aún más la demanda interna. Este comportamiento se reflejó en una incidencia promedio de 1,5pp para la demanda externa, levemente superior al promedio de la incidencia de la demanda interna (1,0pp; Gráfico 2.16). Por el contrario, en el actual periodo gubernamental (2006-2014), el crecimiento económico total fue casi el doble del periodo anterior, destacando que se basa en la demanda interna, la cual se explica por la expansión de la inversión pública y las importantes políticas redistributivas. En efecto, el promedio de la incidencia de la demanda interna aumentó a 5,1pp, comparado con el decremento del promedio correspondiente a la demanda externa (-0,3pp).

Además, este crecimiento se reflejó en más de dos millones de bolivianos que salieron de la extrema pobreza, disminuyendo la desigualdad en el ingreso del país. En este sentido, el crecimiento basado en la demanda interna significó que en los periodos de las crisis internacionales (2009-2010 y 2014), la economía del país tuvo expansiones destacadas comparadas con la región y el mundo. De esta forma, se espera que a pesar del débil contexto internacional, Bolivia mantenga un importante dinamismo en el futuro.

⁴ La demanda interna es el total del gasto de los residentes del país, que corresponde a la suma del consumo (C), la inversión (I) y el gasto público (G).

GRÁFICO 2.16: DEMANDA INTERNA Y DEMANDA EXTERNA
(Incidencia en puntos porcentuales y promedios trimestral)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

El destacable dinamismo de la demanda interna se fundamenta principalmente en el impulso de la inversión pública que se incrementó en promedio 26% entre 2006 y 2014 (Gráfico 2.17).

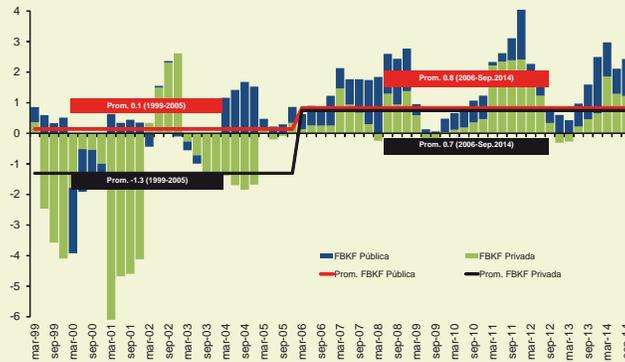
GRÁFICO 2.17: EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA
(Expresado en Millones de Dólares)



Fuente: SISIN, VIPFE-MPD
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

En ese contexto, el aumento de la inversión pública en los últimos años se materializó en el incremento de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) del sector público y privado, principalmente en bienes de capital que se destinan al proceso productivo. Entre estos bienes se pueden destacar maquinaria y equipos de producción, edificios, construcciones, equipos de transporte, así como viviendas, y mejoras de tierras. En general este desempeño de la FBKF pública durante el periodo 2006 – 2014 alcanzó en promedio a 0.8pp superior al del periodo 1999 – 2005 (0.1pp), de manera similar ocurrió con la FBKF privada pasando de -1.3pp a 0.7pp respectivamente. (Gráfico 2.18).

**GRÁFICO 2.18: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO PÚBLICA Y PRIVADA
(Incidencia en puntos porcentuales y promedios trimestrales)**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Elaboración: BCB – Asesoría de Política Económica

Un hecho que guarda consistencia con las mejores condiciones de la demanda interna es el mayor crecimiento de sectores no vinculados con actividades extractivas. En efecto, el crecimiento de la actividad real desde 2006 estuvo fundamentado por el aporte positivo de todas las actividades económicas, destacándose el desempeño de la Industria Manufacturera, Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas, Transporte y Comunicaciones, y Servicios de la Administración Pública.

3. Políticas del BCB

La política monetaria en los primeros siete meses de 2014 mantuvo una orientación contractiva que se aplicó gradualmente desde fines de 2012 para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta. Entre agosto y octubre, hubo una reorientación progresiva en dirección expansiva aprovechando las menores inflaciones mensuales registradas para corregir las tasas de interés hacia la baja. En los últimos dos meses del año, previniendo expansiones estacionales de la liquidez que podrían generar presiones inflacionarias se realizó una nueva colocación de Certificados de Depósitos y en las últimas semanas se incrementó sustancialmente la oferta de títulos de regulación monetaria. Esta política se implementó manteniendo bajas las tasas de interés la mayor parte del año con el fin de sostener el dinamismo de la actividad económica.

El objetivo de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda para contribuir al desarrollo económico y social del país fue alcanzado con el empleo de instrumentos heterodoxos, manteniendo el carácter contracíclico de la política monetaria y coordinando adecuadamente las políticas del Ente Emisor con el Órgano Ejecutivo como manda la CPE.

Asimismo, fueron determinantes las medidas y políticas del Órgano Ejecutivo que contribuyeron a controlar los choques de oferta de mediados y finales de año, principalmente en situaciones de desabastecimiento de algunos productos por factores climatológicos y actividades especulativas.

Durante 2014, el tipo de cambio de la MN respecto al dólar estadounidense se mantuvo invariable (en Bs6,96 por dólar para la venta y Bs6,86 para la compra), orientación que permanece desde finales de 2011. La estabilidad del tipo de cambio nominal

fue consistente con el descenso de las presiones inflacionarias externas y contribuyó a estabilizar las expectativas de la población en el mercado cambiario, en un contexto de elevada volatilidad de las paridades de países vecinos.

Por su parte, el BCB continuó contribuyendo de forma directa a las políticas del Gobierno Nacional relacionadas al desarrollo económico y social, otorgando créditos a las EPNE, financiando el Bono Juana Azurduy y el FINPRO, entre otras políticas que se detallan en este informe.

En la gestión, se registraron márgenes en todas las metas acordadas en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2014, las cuales fueron ajustadas debido a un mayor gasto de capital en el SPNF. En este sentido, destaca el fuerte dinamismo de estos gastos y la previsión realizada por las autoridades al momento de establecer las metas a fin de que éstas no limiten la inversión pública.

3.1 POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria en los primeros siete meses de 2014 mantuvo una orientación contractiva que se aplicó gradualmente desde finales de 2012 para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta. De agosto a octubre, hubo una reorientación progresiva en dirección expansiva aprovechando las menores inflaciones mensuales registradas para corregir las tasas de interés hacia la baja. En el último bimestre, previniendo expansiones estacionales de la liquidez que podrían generar presiones inflacionarias, se realizó una nueva colocación de Certificados de Depósitos (CD) y en las últimas semanas se incrementó sustancialmente la oferta de títulos de regulación monetaria. Esta política se implementó manteniendo la mayor parte del año bajas tasas de interés con el fin de sostener el dinamismo de la actividad económica.

3.1.1 Programa monetario

Las políticas específicas del BCB se reflejan en el Programa Monetario y forman parte del Programa Financiero elaborado conjuntamente con el MEFP, el mismo que fue incorporado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2014 suscrita públicamente entre ambas instituciones el 27 de enero de 2014.

Todas las metas ajustadas del Programa Fiscal

Financiero fueron cumplidas con márgenes (Cuadro 3.1).⁵ Cabe señalar que las metas fueron ajustadas debido a un mayor gasto de capital. En efecto, la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2014 establece en el punto Cuarto lo siguiente: “Las metas cuantitativas no limitarán a la inversión pública; en la medida en que ésta sea mayor a la estimada, todas las metas se ajustarán por la diferencia, tomando en cuenta el financiamiento interno o externo que implica”. Por tanto, si la ejecución en la partida “Egresos de capital” dentro de los gastos del sector público excede al monto programado, la meta de Déficit del sector público se incrementa por la diferencia. Asimismo, corresponde también realizar el ajuste incrementando en el mismo monto las metas de Financiamiento interno, CIN-SPNF y CIN-Total.

Una parte importante del resultado del sector público se ha debido a los mayores Egresos de Capital que, además de gastos en construcción y compra de activos fijos nuevos, incluye la inversión social.⁶ Las razones de la mayor expansión fiscal fueron también determinantes para un mayor CIN-SPNF respecto a la meta original que, con el ajuste señalado, implica también un margen respecto a la ejecución.

Las RIN se incrementaron en \$us971 millones, monto por encima del programado (\$us596 millones). Por su parte, el CIN total disminuyó en Bs2.290 millones, monto que representa un importante margen respecto a la meta original y ajustada, aspecto que fue posible por las operaciones de regulación monetaria, entre las que destacan los mayores requerimientos de encaje legal y Operaciones de Mercado Abierto (OMA; Cuadro 3.2).

5 Metas fiscales con información disponible al 30 de noviembre y metas monetarias con información al 31 de diciembre.

6 Este último no es contemplado por la inversión pública que además considera los activos fijos siempre y cuando formen parte de un proyecto de inversión. Asimismo, la cobertura de la información y el uso de los métodos en base a efectivo y devengado no son iguales para ambos. Entre las operaciones extraordinarias no previstas en el acuerdo de ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2014 y registradas en esta partida, se encuentran los desembolsos para apoyar a las familias afectadas por fenómenos climáticos adversos, pagos excepcionales, indemnizaciones y compras de acciones de empresas estratégicas, entre otros. Destacan también como operaciones extraordinarias, aunque no registradas en esta partida, la aplicación de la cláusula take or pay por parte de PETROBRAS que le permitió retirar volúmenes de energía ya pagados a principios de la década de los 2000.

CUADRO 3.1: PROGRAMA FISCAL - FINANCIERO 2014^{1/}
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2014)

		Meta	Meta	Ejecución	Margen (+)
		Acordada ^{2/}	Ajustada ^{3/}	(p)	Desvío (-)
VARIABLES FISCALES^{4/}					
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	329	2.349	-2.688	5.037
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-3.901	-1.881	-4.783	2.902
VARIABLES MONETARIAS					
Crédito Interno Neto total (CIN-Total)	Bs	901	5.628	-2.290	7.918
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN-SPNF)	Bs	1.712	6.440	4.668	1.772
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	596		971	375

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA:

^{1/} Las cifras se calcularon utilizando tipos de cambio fijos para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, el Yuan, la UFV y DEG, así como un precio fijo para el oro

^{2/} Programa Fiscal – Financiero acordado entre el BCB y MEFP el 27 de enero de 2014

^{3/} Las metas cuantitativas acordadas en el cuarto punto de la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero se ajustaron por el incremento de los recursos destinados a gasto de capital

^{4/} Las variables fiscales con datos a noviembre

p/ Cifras preliminares al 31 de diciembre de 2014

CUADRO 3.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO
(Flujos en millones de bolivianos)

	ENE-DIC 2014			
	Programa		Ejecutado	Margen (+) Sobregiro (-)
	Acordado	Ajustado		
1) EMISION	4.988		4.371	618
2) CREDITO INTERNO NETO	901	5.629	-2.290	7.918
SECTOR PUBLICO	1.688		4.204	-2.515
Crédito neto del BCB	1.712	6.440	4.668	1.772
Cuasifiscal	-24		-464	440
SECTOR FINANCIERO ^{1/}	850		-896	1.746
OTROS	500		41	459
REGULACIÓN MONETARIA	-2.143		-5.881	3.739
Encaje requerido (efectivo total y títulos MN)	-1.021		-4.405	3.384
OMA	-2.993		-3.444	451
EIF bancarias y no bancarias	-2.987		-426	-2.561
AFPs SAFI y otros			-80	
Particulares			-814	
CD Colocación directa AFP FRUV		-7	-2.124	2.117
Reportos y créditos de liquidez			95	
Reservas complementarias	1.872		1.872	0
OBLIGACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO	5		243	238
3) RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	4.088		6.660	2.572
en millones de dólares	596		971	375
TOTAL REGULACIÓN MONETARIA	-2.782		-7.923	5.140
Encaje requerido total MN y ME	-1.661		-6.446	4.785
OMA	-2.993		-3.444	451
Reportos y créditos de liquidez			95	
Reservas complementarias	1.872		1.872	0

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA:

Las cifras se calcularon utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, el Yuan, la UFV y DEG, así como un precio fijo para el oro

^{1/} Incluye al Banco de Desarrollo Productivo

En el balance monetario se explica en detalle las operaciones del BCB y muestra que la contracción del CIN total fue determinante para que la emisión monetaria presente una expansión menor a la estimada. Este resultado, como fue señalado, se explica principalmente por las operaciones de regulación monetaria, aspecto que resulta meritorio sobre todo en un contexto de mayor crecimiento de las RIN y de mayor crédito al SPNF que podrían haberse traducido en desequilibrios en el mercado monetario (Cuadro 3.2).

Como ya es una característica de la política monetaria en Bolivia, la regulación monetaria se instrumentó a través de diferentes mecanismos heterodoxos. Los vencimientos de las Reservas Complementarias (RC), de las primeras emisiones de CD y de los Reportos fueron compensados con el uso de varios instrumentos, entre los que destacan (Cuadro 3.2):

- Encaje requerido por Bs6.446 millones (Bs4.405 millones en efectivo y títulos en MN y Bs2.041 millones en títulos en ME).
- Colocación neta de títulos en subasta del BCB a las EIF por Bs426 millones.
- Colocación neta de títulos en subasta del BCB a las AFP-SAFI por Bs80 millones.
- Colocación neta de títulos directos del BCB a personas naturales por Bs814 millones.
- Colocación neta de CD a las entidades gestoras del sistema integral de pensiones (AFP-FRUV) y compañías de seguros y reaseguros por Bs2.124 millones.

Adicionalmente, se realizaron otras operaciones que también implicaron uso de recursos que las EIF mantienen en el BCB, pero no determinaron inyecciones de liquidez a la economía. Entre ellas se pueden citar la compra de Bonos Soberanos en el mercado secundario por parte de entidades nacionales (Bs867 millones), la adquisición de títulos del TGN por parte de las EIF, AFP, agentes de bolsa y particulares (Bs2.459 millones) y la constitución de activos externos netos por parte de las EIF excluyendo el Fondo RAL en ME (Bs1.439 millones).

Por las operaciones señaladas, el CIN total registró un margen que fue superior al de las RIN, este aspecto tuvo como contrapartida también un margen

en la emisión monetaria. Este comportamiento estuvo acorde con los fundamentos de la demanda de dinero, ya que tanto el crecimiento de la actividad económica como la inflación fueron menores a los empleados en la estimación de esta variable realizada a principios de año; además, refleja la no existencia de desequilibrios en el mercado monetario que puedan haber tenido efectos inflacionarios.

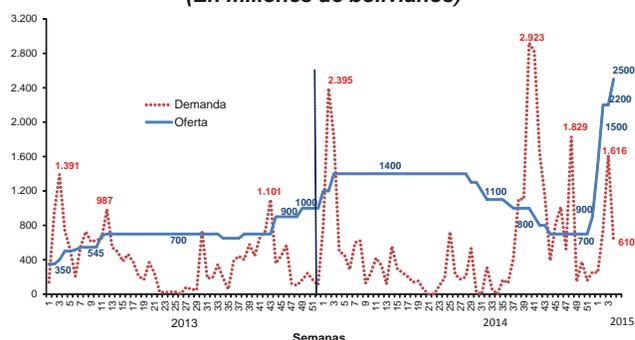
3.1.2 Operaciones de regulación monetaria

El BCB interviene en el mercado monetario mediante diversos instrumentos de regulación monetaria, entre los cuales se cuenta con la colocación o redención de títulos públicos en subasta que permiten regular la liquidez del sistema financiero y el volumen de medios de pago de la economía. Adicionalmente, se tienen instrumentos heterodoxos que permitieron reforzar las herramientas que el Ente Emisor utiliza para regular la liquidez como modificaciones innovadoras del encaje legal, los CD y las colocaciones de títulos a personas naturales (Bonos navideños, Bonos directos, BCB plus y otros).

A comienzos de 2014, en un contexto de elevada liquidez y presiones inflacionarias, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) elevó la oferta semanal de títulos de regulación monetaria en subasta de Bs1.200 millones a Bs1.400 millones; hasta julio se mantuvo la oferta y además se emplearon otros instrumentos como los CD y los bonos directos colocados a personas naturales. De agosto a octubre, bajo una orientación expansiva, la oferta fue reducida gradualmente hasta Bs700 millones aprovechando las menores presiones inflacionarias para corregir las tasas de interés hacia la baja. Posteriormente, con el propósito de recoger excedentes de liquidez estacionales y frente a los altos niveles de liquidez observados, se incrementó la oferta semanal hasta Bs2.200 millones en la última reunión del COMA de 2014 y que se aplica para la primera subasta de 2015 (Gráfico 3.1).

Las modificaciones de la oferta de títulos en los diferentes plazos se orientaron a generar vencimientos homogéneos principalmente a corto plazo, fortaleciendo la capacidad del BCB de inyectar liquidez en la gestión 2015 si es que fuera necesario. En este sentido, se incrementó el porcentaje de oferta de títulos de corto plazo (Cuadro 3.3).

GRÁFICO 3.1: OFERTA Y DEMANDA SEMANAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA EN SUBASTA
(En millones de bolivianos)



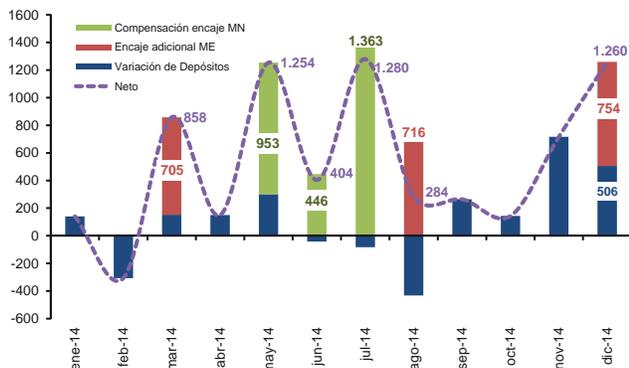
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: En la segunda subasta de 2015, la oferta fue elevada nuevamente hasta Bs2.500 millones

CUADRO 3.3: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN CADA SUBASTA
(En millones de bolivianos)

Plazos	2013	2014				2015
	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Ene
91 días	50	100	100	20	150	150
182 días	110	150	150	70	850	950
273 días	290	290	290	210	800	900
1 año	480	500	500	420	370	470
2 años	270	360	360	280	30	30
Oferta total	1.200	1.400	1.400	1.000	2.200	2.500

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: En la última subasta de 2014 (31 de diciembre) se elevó la oferta de Bs1.500 a Bs2.200 millones, esta última fue subastada en la primera sesión de 2015

GRÁFICO 3.2: INCREMENTOS DE ENCAJE
(Flujos mensuales en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Por su parte, nuevas emisiones de CD fueron ofertadas frente a la necesidad de retirar elevados volúmenes de liquidez que, bajo el sistema de subasta, podrían haber implicado alzas mayores en las tasas de rendimientos de los títulos de regulación monetaria. En este sentido, resultó ser muy efectivo para recoger volúmenes importantes de liquidez en menor tiempo y costo. En 2014 fueron aprobadas tres emisiones de CD: tercera, cuarta y quinta, mediante las cuales se colocaron Bs1.751 millones, Bs2.500 millones y Bs1.800 millones, respectivamente. Cabe señalar que a inicios de 2015, a objeto de adelantar el retiro de liquidez previsto para el primer trimestre debido a los altos niveles de excedentes de encaje alcanzados, fue aprobada la sexta emisión de CD de hasta Bs4.000 millones.

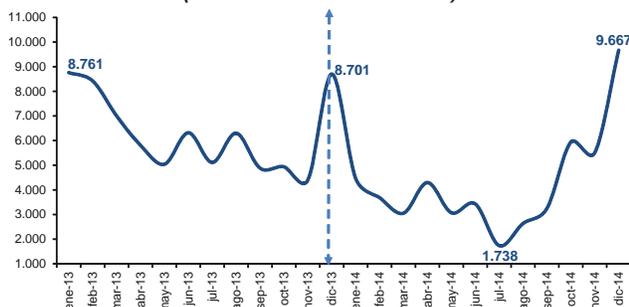
CUADRO 3.4: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA 2014
(Flujo acumulado del año, en millones de Bs)

	Colocación neta
Colocación de títulos en subasta	-506
Colocación directa	-814
Certificados de depósitos	-2.124
Primera emisión/redención	1.780
Segunda emisión/redención	1.914
Tercera emisión	-1.677
Cuarta emisión	-2.378
Quinta emisión	-1.763
Reservas complementarias	1.872
Encaje legal	-6.446
Reportos, créditos-RAL y otros	95
Total	-7.923

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Adicionalmente a la colocación de títulos, las modificaciones heterodoxas realizadas en el régimen de encaje legal fueron importantes tanto para la regulación monetaria como para la profundización de la remonetización, aspectos que se desarrollan con mayor amplitud en la sección 3.1.3. Por el aumento del encaje adicional en ME se contrajo la liquidez en Bs2.175 millones, mientras que por la eliminación de la compensación del encaje en MN por incrementos de cartera se retiró liquidez por Bs2.762 millones (Gráfico 3.2).

GRÁFICO 3.3: LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO
(En millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Considerando el conjunto de instrumentos, la regulación monetaria alcanzó durante el año a Bs7.923 millones, cifra significativa si se toman en cuenta el efecto expansivo de los vencimientos de las reservas complementarias, de la primera y segunda emisión de CD y de las operaciones de reporto y créditos con garantía del Fondo RAL (Cuadro 3.4). Los instrumentos más importantes fueron el encaje legal, los CD y la colocación directa; todos ellos constituyen innovaciones respecto a los instrumentos convencionales que emplean los bancos centrales.

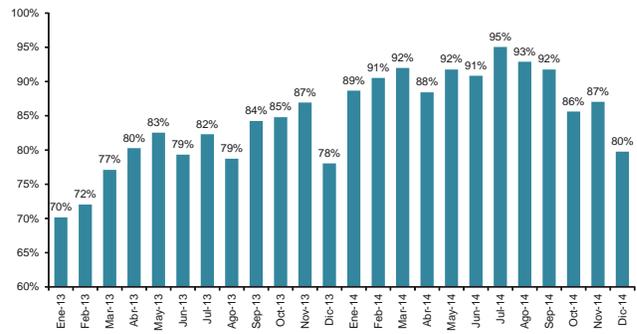
La regulación monetaria permitió mantener la liquidez en niveles bajos la mayor parte del año (Gráfico 3.3). En julio la liquidez cayó a su nivel más bajo recuperándose a partir de agosto por el cambio hacia una orientación expansiva de la política monetaria. En noviembre se redujo la liquidez al reorientarse la política monetaria y en diciembre presentó un

incremento pronunciado a causa, principalmente, del mayor gasto y la liquidez estacional de fin de año. Los incrementos en la oferta de títulos a fines de 2014 y principios de 2015, así como una nueva emisión de CD, se orientan a corregir este aumento coyuntural en la liquidez.⁷

Asimismo, el indicador de intensidad de la regulación monetaria (IRM) reflejó la orientación descrita de la política monetaria (Gráfico 3.4). Después de alcanzar su máximo en julio, el IRM disminuyó hasta octubre debido al cambio de orientación de la política monetaria. Nuevamente se incrementó en noviembre reflejando la orientación contractiva y en diciembre descendió por los impulsos estacionales de liquidez señalados; empero, el *ratio* se situó por encima del valor observado a fines de la gestión anterior.

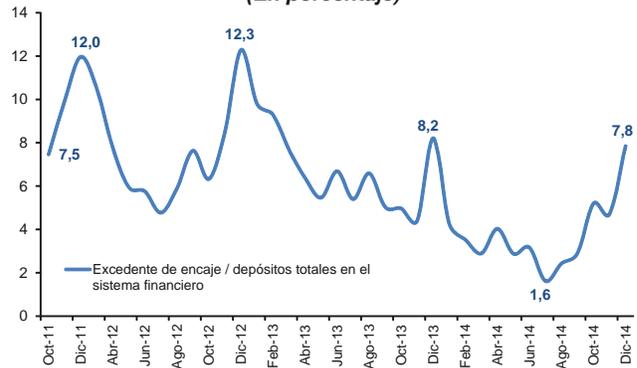
Asimismo, el *ratio* excedente respecto a los depósitos (indicador de liquidez) mantuvo una tendencia decreciente desde 8,2% en diciembre de 2013 a 1,6% en julio, el punto más bajo en el año. Sin embargo, en función a los cambios de orientación de política monetaria, este indicador se incrementó a partir de agosto, registrando un descenso en noviembre para luego incrementarse a 7,8% a finales del año (Gráfico 3.5).

GRÁFICO 3.4: INTENSIDAD DE LA REGULACIÓN MONETARIA (En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: Regulación monetaria como porcentaje de la liquidez ex – ante: (Regulación Monetaria)/(Regulación Monetaria + Excedente de encaje)

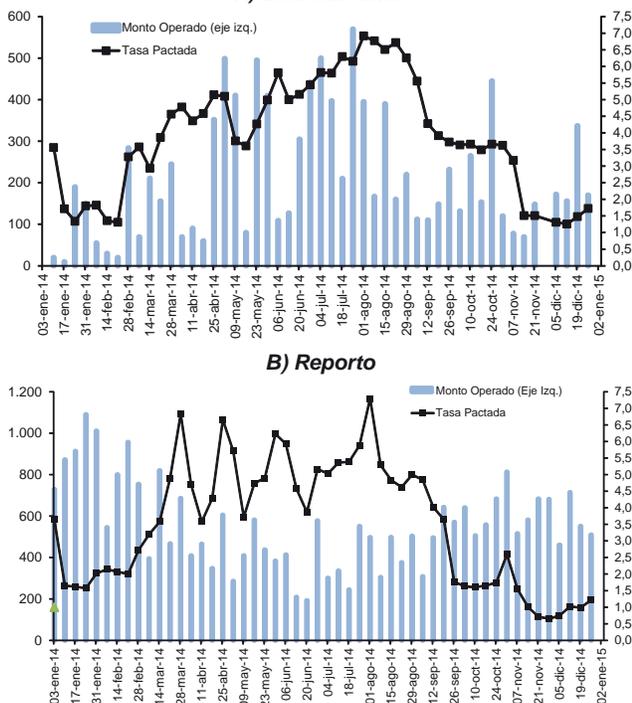
GRÁFICO 3.5: INDICADOR DE LIQUIDEZ (En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

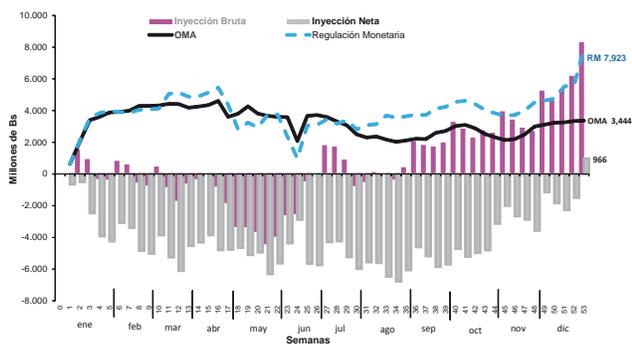
⁷ Al cierre de la edición de este IPM al 26 de enero, la liquidez se encuentra en Bs6.802 millones.

GRÁFICO 3.6: OPERACIONES INTERBANCARIAS Y DE REPORTO EN LA BBV EN MN
(En millones de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias

GRÁFICO 3.7: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE LIQUIDEZ
(Flujos acumulados del año en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

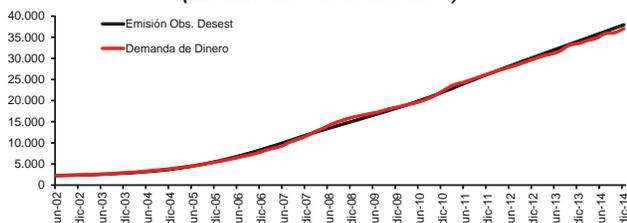
En el mismo sentido, los bajos niveles de liquidez determinaron que desde mediados de febrero se produzcan incrementos en los volúmenes operados y en las tasas del mercado interbancario y de reporto de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), alcanzando esta última a máximos entre fines de julio y principios de agosto. Con el cambio de la política monetaria hacia una orientación expansiva a partir de agosto, se observaron caídas tanto en los volúmenes transados como en las tasas, siguiendo también la reorientación señalada a fines de año, las tasas se incrementaron al cierre de la gestión (Gráfico 3.6).

La evolución de la inyección bruta y neta de liquidez también reflejó la orientación de la política monetaria en el año (Gráfico 3.7).⁸ Durante el primer semestre de 2014, la inyección neta fue negativa en línea con la política monetaria contractiva. La mayor inyección neta negativa acumulada se alcanzó entre julio y agosto. Posteriormente, junto con el incremento de la inyección bruta, la inyección neta acumulada disminuyó hasta fines de octubre y principios de noviembre (lo que en la práctica implica una expansión), para incrementarse nuevamente en las siguientes semanas en línea con la reorientación contractiva de la política monetaria. En diciembre la fuerte inyección bruta estacional determinó descensos en la inyección neta a pesar del mayor dinamismo de las operaciones de regulación monetaria. De este modo, la contracción neta acumulada, que fue característica durante todo el año, se modificó al finalizar el año en una inyección neta de Bs966 millones.

Los cambios de orientación en la política monetaria durante 2014 también se aprecian en la evolución del saldo de títulos públicos del BCB. En efecto, en el primer semestre de 2014 se incrementó significativamente en el contexto de una política monetaria contractiva. En función al cambio de orientación, se observaron disminuciones hasta octubre para luego registrar nuevos incrementos en noviembre y diciembre, alcanzando al cierre de la gestión a Bs18.848 millones. Esta cifra muestra la elevada capacidad de la Autoridad Monetaria para realizar políticas expansivas redimiendo este saldo si fuese necesario.

⁸ La inyección bruta corresponde a las variaciones exógenas de la liquidez; es decir, aquellos cambios no atribuibles a las decisiones de política monetaria. La inyección neta es igual a la inyección bruta más las variaciones de la liquidez que resultan de las decisiones de política de la Autoridad Monetaria.

GRÁFICO 3.12: EMISIÓN OBSERVADA DESESTACIONALIZADA Y DEMANDA DE DINERO (En millones de Bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

CUADRO 3.5: TASAS DE ENCAJE LEGAL EN ME Y MVDOL PREVISTO EN AGOSTO 2016 (En porcentaje)

	Títulos	Efectivo	Encaje Adicional	Total
Vista	8,0	13,5	45,0	66,5
Caja de ahorros	8,0	13,5	45,0	66,5
DPF de 30 hasta 360 días	8,0	13,5	45,0	66,5
DPF > a 360 días hasta 720 días	8,0	-	45,0	53,0
DPF > a 720 días	-	-	45,0	45,0

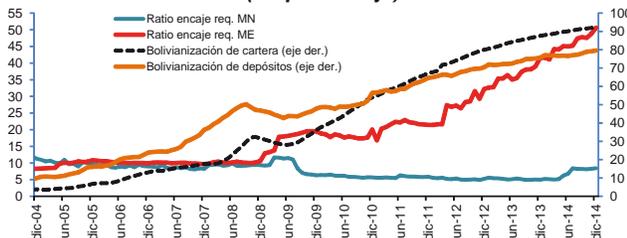
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica

CUADRO 3.6: AMPLIACIÓN DE LA BASE SUJETA A ENCAJE ADICIONAL EN ME (En porcentaje y millones de bolivianos)

Período de Requerimiento		Porcentaje de las OSEA-ME de la Fecha Base %	Liquidez recogida en millones de Bs
Fecha Inicio	Fecha Finalización		
05/03/12	18/03/12	100	
02/04/12	15/04/12	92,5	1.261
06/08/12	19/08/12	85,0	579
10/12/12	23/12/12	77,5	680
04/03/13	17/03/13	70,0	600
05/08/13	18/08/13	62,5	709
09/12/13	22/12/13	55,0	675
03/03/14	16/03/14	47,5	705
04/08/14	17/08/14	40,0	716
08/12/14	21/12/14	32,5	754
13/04/15	26/04/15	25,0	
03/08/15	16/08/15	17,5	
07/12/15	20/12/15	10,0	
11/04/16	24/04/16	2,5	
01/08/16	14/08/16	0,0	

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB- Asesoría de Política Económica
NOTA: OSEA-ME = Obligaciones sujetas a encaje adicional en ME

GRÁFICO 3.13: BOLIVIANIZACIÓN DE DEPÓSITOS Y CARTERA Y REQUERIMIENTOS DE ENCAJE (En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

diciembre a Bs41.372 millones, lo que representa un crecimiento de 11,8% en la gestión, menor al estimado de 13,5%, acorde con un crecimiento económico e inflación observados menores a los previstos en la proyección de esta variable a comienzos de gestión. En este sentido, analizando el comportamiento de la emisión observada desestacionalizada se puede confirmar que no existieron desequilibrios en el mercado monetario que pudieran haber tenido efectos inflacionarios (Gráfico 3.12).

3.1.3 Encaje legal

El encaje legal es el porcentaje de los depósitos que las EIF deben mantener como reserva obligatoria. Un aspecto que distingue a la política monetaria en Bolivia es que la tasa de encaje legal es diferenciada por moneda. Dicha distinción fue profundizada a partir de 2012, en virtud al incremento del encaje legal en ME mediante una ampliación de la base de depósitos en ME sujetos a encaje adicional.

En este sentido, para el caso de las captaciones en ME, se encuentra vigente un cronograma que amplía periódicamente la base de depósitos sujetos a encaje adicional y cuya conclusión está prevista para agosto de 2016. En esa fecha, los depósitos a la vista, cajas de ahorros y DPF hasta 360 días denominados en ME tendrán un encaje de 66,5%; a su vez, los DPF mayores a 360 días hasta 720 días tendrán un encaje de 53%; finalmente, los DPF a plazos mayores a 720 días encajarán 45% (Cuadro 3.5).

Con relación a la implementación de dicho cronograma en 2014, en los meses de marzo, agosto y diciembre, el encaje requerido en títulos en ME se incrementó, logrando contraer la liquidez en Bs705 millones, Bs716 millones y Bs754 millones, respectivamente. Para la gestión 2015, según el cronograma establecido, se programaron incrementos del encaje en ME para los meses de abril, agosto y diciembre (Cuadro 3.6).

Por tanto, al igual que lo acontecido en las últimas gestiones, se seguirá acentuando la diferenciación del encaje legal por monedas. Esta diferenciación fue efectiva para contribuir a la profundización de la bolivianización en las captaciones y colocaciones de los intermediarios financieros, fortalecer la regulación prudencial y controlar la liquidez de la economía (Gráfico 3.13).

En lo que concierne a los depósitos en MN, la tasa de encaje legal es de 12% (10% en títulos y 2% en efectivo) para captaciones a la vista, cajas de ahorro y DPF hasta 360 días; quedan exentos de esta obligación los DPF en MN con un plazo mayor a 360 días (Cuadro 3.7).

Hasta abril de 2014 se permitía que las EIF puedan compensar hasta el 50% del encaje requerido en MN por incrementos de la cartera bruta y productiva en bolivianos. Hasta esa fecha, todas las EIF habían accedido a esta compensación y en la práctica el encaje era de solo del 6%. Con el objetivo de contribuir a regular la liquidez, se eliminó gradualmente esta compensación. La reforma para los bancos se realizó entre mayo y julio de 2014, permitiendo recoger Bs2.762 millones en pocas semanas; para las mutuales y cooperativas la eliminación de la compensación se llevará a cabo entre enero y noviembre de 2015.

3.2 POLÍTICA CAMBIARIA

3.2.1 Orientación de la política cambiaria

Durante 2014, el tipo de cambio de la MN respecto al dólar estadounidense se mantuvo invariable (en Bs6,96 por dólar para la venta y Bs6,86 para la compra), orientación que permanece desde finales de 2011. La estabilidad del tipo de cambio nominal contribuyó a estabilizar las expectativas de la población en el mercado cambiario, en un contexto de elevada volatilidad de las paridades de países vecinos.

Esta orientación fue importante para impulsar el proceso de bolivianización del sistema financiero. La decisión de mantener estable el tipo de cambio respondió también a un entorno caracterizado por menores presiones inflacionarias de origen externo, con una sistemática reducción de la inflación importada en 2014 (Gráfico 3.14).

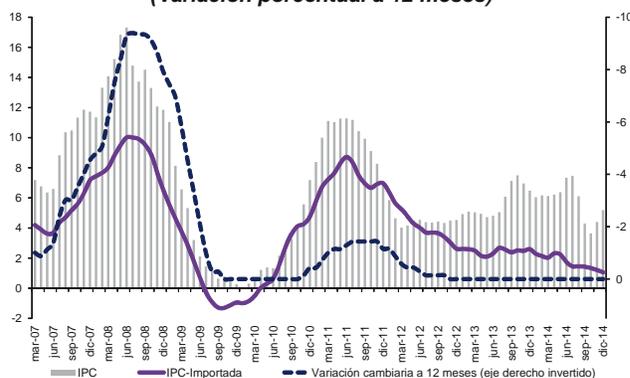
En lo que concierne a las economías de la región, las monedas de la mayor parte de los países registraron una elevada volatilidad con una tendencia a la depreciación respecto al dólar estadounidense. Destacan en 2014 las observadas en Colombia, Chile y Brasil cuyas monedas se depreciaron en 23,4%, 14,2% y 10,8%, respectivamente (Gráfico 3.15).

CUADRO 3.7: TASAS DE ENCAJE LEGAL EN MN y UFV (En porcentaje)

	Títulos	Efectivo	Total
Vista	10,0	2,0	12,0
Caja de ahorros	10,0	2,0	12,0
DPF de 30 hasta 360 días	10,0	2,0	12,0
DPF > a 360 días hasta 720 días	-	-	
DPF > a 720 días	-	-	

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 3.14: TIPO DE CAMBIO, INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA (Variación porcentual a 12 meses)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - INE
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

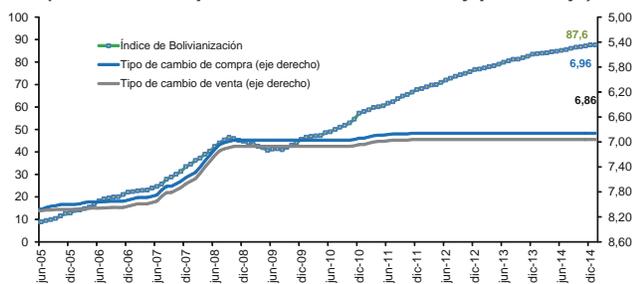
GRÁFICO 3.15: ÍNDICE DE TIPOS DE CAMBIO NOMINALES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS^{1/} (Enero 2009 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: ^{1/} Para el E.P. de Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales en el sistema financiero

GRÁFICO 3.16: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y BOLIVIANIZACIÓN DEL AHORRO EN EL SISTEMA FINANCIERO
(En bolivianos por dólar estadounidense y porcentaje)

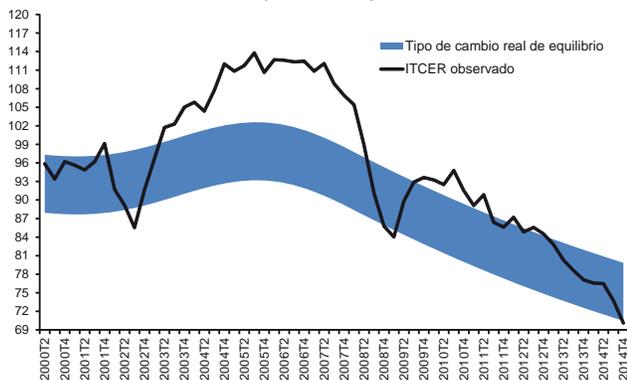


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Es oportuno recordar que la orientación de la política cambiaria, la brecha cambiaria, la diferenciación del encaje legal, el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) y otras políticas continuaron siendo determinantes para profundizar la bolivianización. A diciembre de 2014, el índice de bolivianización promedio ponderado de la cartera y depósitos alcanzó a 87,6%, representando un incremento de 4,1pb en el año (Gráfico 3.16).

Cabe remarcar que la política de estabilidad cambiaria no produjo desalineamientos persistentes del Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) respecto al Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) determinado por sus fundamentos de largo plazo (Gráfico 3.17). En efecto, en 2014 el ITCER siguió una trayectoria acorde con la tendencia de largo plazo, no registrándose episodios de sobre y sub valuación cambiaria que ameriten ajustes al tipo de cambio nominal.

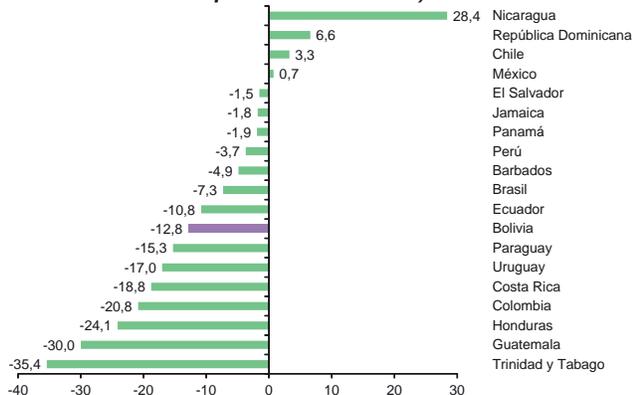
GRÁFICO 3.17: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL Y TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO ESTIMADO^{1/} (2000-2014)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} ITCER, agosto de 2003 = 100

De acuerdo a los Índices de Tipo de Cambio Efectivo y Real calculados por la CEPAL, en noviembre de 2014 Bolivia fue uno de los países con menor apreciación real respecto al referente de largo plazo empleado por este organismo (promedio del período 1990-2009). En términos generales la tendencia en la región continuó siendo hacia la apreciación real de las monedas (Gráfico 3.18).

GRÁFICO 3.18: TIPO DE CAMBIO REAL PARA PAÍSES DE LATINOAMÉRICA^{1/}
(Variación porcentual a noviembre de 2014 respecto al promedio 1990-2009)



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Última información disponible
Variaciones negativas (positivas) corresponden a apreciaciones (depreciaciones)

3.2.2 El Bolsín y la venta directa de dólares del BCB

En los últimos años, el BCB llevó adelante varias medidas complementarias orientadas a garantizar la adecuada provisión de divisas a la población, aspecto que contribuyó a facilitar las transacciones de los agentes y anclar sus expectativas cambiarias. Entre todas estas medidas, las ventas directas se convirtieron, desde el cuarto trimestre de 2013, en la modalidad más utilizada por el público en general (Gráfico 3.19).⁹

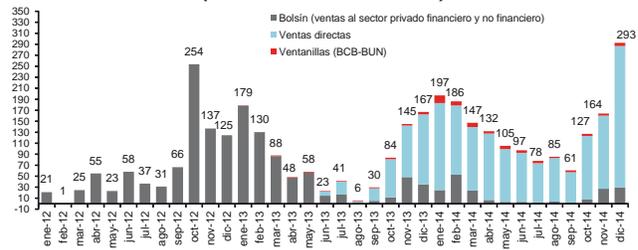
Otra modificación relevante en las operaciones cambiarias del BCB es que las adquisiciones de dólares por parte del sector privado no financiero se convirtieron en las más importantes, mientras que las ventas al sector privado financiero que anteriormente eran exclusivas son actualmente menos significativas (Gráfico 3.20).

Al igual que en gestiones pasadas, en 2014 las ventas de dólares del sistema financiero a sus clientes estándar y preferenciales fueron mayores a las compras. En 2014, el volumen de ambos tipos de transacciones se redujo levemente respecto a los montos de 2013 (Gráfico 3.21).

3.2.3 Comportamiento de los tipos de cambio

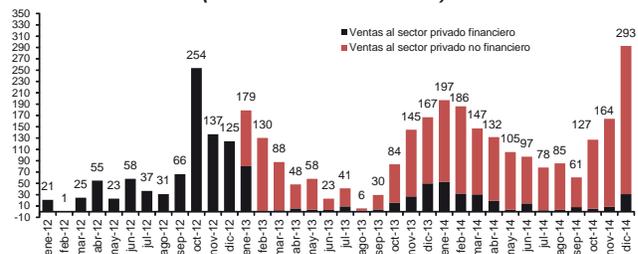
Dada la política de estabilidad cambiaria seguida por el BCB, en un escenario de volatilidad de las paridades en la región, los tipos de cambio de compra y venta en el mercado financiero se mantuvieron estables. En efecto, el Tipo de Cambio Ponderado (TCPP) de las operaciones estándar y preferenciales¹⁰ entre el sistema financiero y sus clientes se mantuvo dentro de la brecha cambiaria, con valores más cercanos al tipo de cambio de venta (Gráfico 3.22).

GRÁFICO 3.19: VENTA DE DÓLARES DEL BCB POR MODALIDAD
(En millones de dólares)



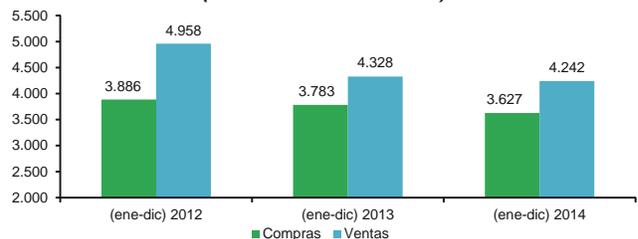
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 3.20: VENTA DE DÓLARES DEL BCB POR SECTORES
(En millones de dólares)



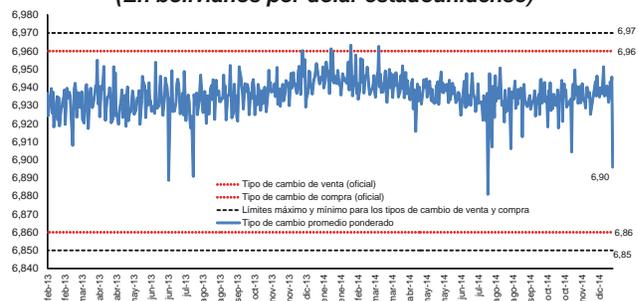
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 3.21: COMPRA Y VENTA DE DÓLARES DEL SISTEMA FINANCIERO AL PÚBLICO
(En millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 3.22: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y DEL SISTEMA FINANCIERO
(En bolivianos por dólar estadounidense)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

9 Las otras medidas complementarias son: incremento de la oferta del Bolsín, ampliación del acceso al Bolsín al sector privado no financiero y venta al público en ventanillas del BCB y del Banco Unión S.A.

10 Las operaciones cambiarias estándar son aquellas que se realizan en las ventanillas y cajeros automáticos de las entidades financieras. Por su parte, las operaciones cambiarias preferenciales son las efectuadas a precios preferenciales con clientes que tienen capacidad de negociación.

Es importante destacar que las transacciones de compra y venta de ME en la práctica se realizan a tipos de cambio que varían diariamente en ambos sentidos. Sin embargo, por las características del régimen cambiario, estas variaciones están acotadas dentro de la brecha cambiaria oficial. Esta particularidad hace que el tipo de cambio para las transacciones efectivamente realizadas no sea fijo, pero tampoco está sujeto a la fuerte volatilidad que experimentan las paridades en regímenes de tipo de cambio flotante.

3.3 OTRAS MEDIDAS PARA EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

En 2014 el Órgano Ejecutivo implementó diversas medidas que fueron importantes para el control de la inflación, especialmente en los mercados de alimentos, particularmente en algunos productos sensibles a los choques de oferta y actividades especulativas. A su vez, el BCB impulsó una serie de medidas dentro de su política comunicacional y educativa para coadyuvar al control de la inflación, principalmente como un fenómeno generalizado.

3.3.1 Medidas del Órgano Ejecutivo

Entre las medidas implementadas por el Órgano Ejecutivo para el control de la inflación en 2014 se encuentran las siguientes:

- Mediante D.S. N° 1858 de 8 de enero, se creó la institución pública desconcentrada “Soberanía Alimentaria” dependiente del Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras con el objetivo de gestionar, implementar y ejecutar programas y proyectos de seguridad y soberanía alimentaria. Las acciones que lleva a cabo esta entidad están preferentemente enfocadas en los pequeños y medianos productores y en la agricultura familiar y comunitaria.
- Mediante D.S. N° 1860 de 8 de enero, se determinó la disposición de los recursos necesarios para la provisión de harina subvencionada a los panificadores en el territorio nacional, en cumplimiento al convenio suscrito entre el gobierno y dicho sector en diciembre de 2013.
- Mediante Ley N° 502 de 26 de febrero, con el propósito de promover la producción de alimentos, se amplió el plazo de suscripción

al Programa de Producción de Alimentos y Restitución de Bosques.

- Mediante D.S. N° 1925 de 12 de marzo se amplió el cupo de exportación de grano de soya y de legumbres que pertenecen al mismo grupo alimenticio toda vez que se constata su suficiencia interna.
- En la primera quincena del mes de marzo y a causa de las inundaciones producidas en la región oriental, EMAPA abrió una sucursal de provisión permanente de alimentos (harina, arroz, carne de soya) a precio justo en el municipio de Guayaramerín del Departamento del Beni. También se dotó de alimentos a la población de Riberalta del mismo departamento, así como a los municipios de Sena, San Lorenzo y Gonzalo Moreno del Departamento de Pando.
- Con la apertura de una sucursal en la ciudad de El Alto, en la primera quincena del mes de marzo, EMAPA registró a nivel nacional un total de 53 puntos de venta de alimentos a precio justo.
- Con el objetivo de reglamentar la Ley N° 448 que establece la puesta en marcha de los programas nacionales de Frutas, Hortalizas, Rumiantes Menores y Pesca, se emitió el DS N° 1939 de 19 de marzo.
- A pesar de una siembra tardía de arroz y maíz, resultado de las intensas lluvias, EMAPA realizó una exitosa campaña de acopio de estos dos granos en un trabajo conjunto con 28 ingenios de todo el país, particularmente de los departamentos de Santa Cruz y Beni, con lo cual se garantizó la provisión de estos artículos de primera necesidad. Entre febrero y mayo recolectaron las cantidades récord de 85 mil toneladas de arroz y 110 mil toneladas de maíz.
- El Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural anunció sanciones para quienes practiquen el agio y la especulación en el precio de la carne de res.
- La continuidad de la Tarifa Dignidad a favor de las familias de menores recursos económicos quedó garantizada con la promulgación del D.S. N° 1948 de 31 de marzo que reduce en 25% la tarifa por consumos mensuales de electricidad hasta 70 kwh/mes.

- Con el propósito de reconstituir el sector ganadero afectado por los impactos climáticos ocurridos en la región oriental del país, se dispuso mediante D.S. N° 1962 de 2 de abril, la otorgación de créditos por Bs209 millones, a través del BDP a productores dedicados a la cría de ganado bovino para la provisión de carne y leche.
- En los meses de enero y abril EMAPA realizó la suscripción de convenios con diferentes gobiernos municipales y la gobernación de Pando para la cesión de terrenos en los que se efectuará la construcción de infraestructura productiva. En efecto, para la gestión 2014 la entidad previó la construcción de predios productivos en el municipio de San Andrés, provincia Marbán del Departamento del Beni; en el municipio Cabezas de la provincia Cordillera del Departamento de Santa Cruz; en Cobija, capital del Departamento de Pando; en el municipio de Caracollo de la provincia Cercado del Departamento de Oruro; en el municipio Cuatro Cañadas de la provincia Ñuflo de Chavez del Departamento de Santa Cruz; y en el municipio de Tiraque de la provincia del mismo nombre del Departamento de Cochabamba.
- En la primera quincena del mes de abril, el Gobierno y la Confederación Nacional de Trabajadores en Carne de Bolivia (CONTRACABOL) firmaron el “Acta de alianza estratégica para el abastecimiento y seguridad alimentaria”, acuerdo que garantiza el suministro del producto, combate la especulación y el contrabando y suspende la exportación de este alimento hasta que se abastezca al mercado interno.
- En julio, el Presidente Evo Morales realizó la entrega de maquinaria industrial a los panificadores afiliados a la Confederación Nacional de Panificadores Artesanales de Bolivia (CONAPAABOL) pertenecientes a La Paz, El Alto, Cochabamba, Potosí, Oruro, Chuquisaca y Beni. Esta acción posibilitará que la producción de pan se incremente y se mantenga su precio en Bs0,40.
- En el mes de julio, el Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural inició procesos

legales contra los comerciantes que practicaron el agio y la especulación con la carne de res.

- El D.S. N° 2055 (9 de julio) fija, entre otros aspectos, el régimen de tasas de interés máximas para el financiamiento al sector productivo, aspecto con incidencia positiva en los costos de producción, contribuyendo a moderar las variaciones de precios de diferentes bienes y servicios.
- El 5 de agosto de 2014, en virtud a la suscripción de un contrato entre la EMAPA y la Planta Industrializadora de Leche (PIL), se inició la comercialización de leche en polvo a precio justo en 53 puntos de venta de todo el país.
- EMAPA aprovisionó de maíz amarillo al sector avicultor, con el fin de que los productores de carne de pollo mantengan los precios bajos y estables.
- El 24 de septiembre se promulgó el D.S. N° 2130 que reglamenta la Ley N° 453 General de los Derechos de las Usuarias y los Usuarios y de las Consumidoras y los Consumidores, para el control del abastecimiento y el precio justo de bienes y servicios, para evitar actos de agio, especulación o cualquier práctica en contra de los usuarios.
- El 29 de octubre se promulgó el D.S. N° 2167 mediante el cual se aprueba la Política de Alimentación y Nutrición.
- En la misma fecha, se promulgó el D.S. N° 2169 que autoriza un aporte de capital a EMAPA por cerca de Bs793 millones.
- En 2014, el Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras organizó de forma exitosa las Ferias del peso y precio justo, espacios que contribuyeron significativamente para evitar la especulación en los precios de los principales productos de la canasta familiar.

3.3.2 Política comunicacional y educativa del BCB

En 2014, al igual que en gestiones pasadas, el BCB continuó implementando una política comunicacional activa, generando impactos positivos en la educación económica de la población, aspecto que, entre otros, contribuye al conocimiento de las políticas económicas, crea una mayor seguridad de que

las autoridades están permanentemente velando por mantener la estabilidad macroeconómica y de precios, y contribuye a anclar las expectativas en torno a las metas anunciadas por las autoridades. En este marco, la Autoridad Monetaria promovió la organización de diversos eventos y publicó materiales relacionados con la educación monetaria y financiera.

En el ámbito educativo, el mes de julio se llevó a cabo la VIII Jornada Monetaria del BCB con la temática “El papel de los recursos naturales en América Latina”. Posteriormente, en agosto tuvo lugar el Séptimo Encuentro de Economistas de Bolivia que enfatizó “El rol del Estado Plurinacional en el desarrollo económico”. Otras importantes actividades educativas organizadas en 2014 fueron el VII Concurso de Ensayo Escolar que consideró “El modelo económico, social, comunitario productivo”; y el IV Concurso de Teatro con el tema “La redistribución del excedente económico” (Cuadro 3.8).

CUADRO 3.8: EVENTOS DE RELACIONAMIENTO INSTITUCIONAL DEL BCB

Evento	Tema	Lugar
VII Jornada Monetaria	El papel de los recursos naturales en América Latina	La Paz, Bolivia
7mo Encuentro de Economistas de Bolivia	El rol del Estado Plurinacional en el desarrollo económico	La Paz, Bolivia
VII Concurso de Ensayo Escolar	"El modelo económico, social, comunitario productivo"	Todo el país
IV Concurso de Teatro	La redistribución del excedente económico	Todo el país

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En materia comunicacional, se dio continuidad a las exposiciones de las autoridades del BCB a lo largo de todo el país, a diferentes sectores económicos, sociales e institucionales. Además de presentaciones del IPM en todas las capitales de departamentos, se divulgaron las siguientes cartillas: “Principales logros económicos y sociales 2006-2014”, “Política económica, inflación y bolivianización” y “Banco Central de Bolivia”, entre otras en las capitales de departamento, ciudades intermedias y sector rural. Asimismo, se realizaron audiencias iniciales y de rendición de cuentas en el marco del Control Social en diversas ciudades capitales del país.

Finalmente, el BCB tuvo una destacada participación en distintas ferias, como ser: la Feria de Transparencia (La Paz, 7 de febrero); las Ferias Comunicando el Cambio (llevadas a cabo en distintos lugares y fechas); la 19ª Feria del Libro de La Paz (del 30 de julio al 10 de agosto); la 6ª Feria del Libro de Cochabamba (del 28 al 29 de agosto); y las Ferias del Crédito (Cochabamba del 13 al 16 de marzo, Sucre del 21 al 23 de marzo, El Alto del 5 al 7 de septiembre y Santa Cruz del 13 al 16 de noviembre).

3.4 POLÍTICAS QUE CONTRIBUYEN AL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL

El BCB, en el marco de la Nueva CPE, continuó contribuyendo de forma directa a las políticas

del Gobierno Nacional relacionadas al desarrollo económico y social. Esta sección hace referencia a estas medidas, y en el capítulo 4 se complementa el análisis con los resultados de las mismas.

3.4.1 Financiamiento del BCB a las EPNE

En el marco de disposiciones legales vigentes,¹¹ el BCB continuó financiando a las EPNE con el objeto de apoyar a la inversión productiva que contribuya a la seguridad alimentaria y energética del país, destacando las siguientes empresas estratégicas:

- Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB), cuatro contratos para la construcción y ampliación de gasoductos, actividades de refinación y el desarrollo de megaproyectos como las Plantas de Extracción de Licuables en Río Grande-Santa Cruz y Gran Chaco-Tarija y la Planta de Urea-amoniaco en Carrasco-Cochabamba. Estos proyectos tienen por objetivo contribuir a la industrialización de los hidrocarburos.
- Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos (EBIH), un contrato para el desarrollo de una planta de producción de tuberías y accesorios para redes de gas natural en la ciudad de El Alto, además de las tuberías para conexiones de gas domiciliario, productos de impermeabilización y de uso en la construcción de invernaderos. Esta empresa también apoyará a la industrialización de los hidrocarburos.
- Empresa Nacional de Electricidad (ENDE), nueve contratos para la construcción de líneas y subestaciones de transmisión de energía eléctrica y el desarrollo de megaproyectos de generación de electricidad como las plantas termoeléctricas del Sur en Tarija y de Warnes en Santa Cruz y las plantas hidroeléctricas de San José en Cochabamba y Miguillas en La Paz.
- Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL), tres contratos para el desarrollo de la cadena productiva de los recursos evaporíticos del Salar de Uyuni, financiando las etapas de investigación, pilotaje, producción e industrialización.

¹¹ Ley del Presupuesto General del Estado (PGE) y leyes modificatorias al PGE.

- Empresa Azucarera San Buenaventura (EASBA), tres contratos para el desarrollo de un ingenio azucarero en el norte paceño y actividades de industrialización relacionadas.

El total de desembolsos que se realizaron durante el año en el marco de los créditos a las EPNE alcanzaron a Bs3.868 millones, con lo cual el saldo desembolsado al 31 de diciembre de 2014 fue de Bs16.327 millones (Cuadro 3.9).

3.4.2 Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy

A partir de 2010, el BCB transfiere al TGN recursos para el pago del Bono Juana Azurduy (BJA) que provienen de los intereses generados por la inversión de las reservas internacionales. De este modo, el Ente Emisor contribuye a las políticas sociales del gobierno relacionadas con la salud y redistribución del ingreso. Mediante transferencias monetarias, el BJA incentiva el uso de prestaciones médicas formales de madres y niños, con el propósito de coadyuvar a reducir la mortalidad materno-infantil y la desnutrición crónica en niños menores de dos años. Esta transferencia consiste en pagos que alcanzan en total Bs1.820, de los cuales Bs320 se otorgan a las mujeres por controles durante la gestación y el parto asistido y Bs1.500 por controles integrales de salud realizados a los niños hasta que tengan dos años de edad.

Entre 2010 y 2014, el BCB transfirió al TGN Bs528 millones para el financiamiento del BJA, de este total Bs157 millones fueron transferidos durante la gestión 2014.

3.4.3 Fondo para la Revolución Industrial Productiva

Los recursos del Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) de \$us1.200 millones fueron constituidos en 2013 por una transferencia no reembolsable (\$us600 millones) y un crédito (\$us600 millones) otorgados por el BCB.¹² Administrado bajo la forma de fideicomiso por el Banco de Desarrollo Productivo (BDP), el FINPRO tiene el propósito de financiar emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes a cargo de empresas públicas y/o sociedades comerciales con participación mayoritaria del Estado.

CUADRO 3.9: CRÉDITOS DEL BCB A LAS EPNE
(En millones de bolivianos)

	Saldo al 31-dic-2013	Desembolsos 2014	Saldo al 31-dic-2014
YPFB	7.704	2.838	10.542
EBIH		1	1
ENDE	2.827	760	3.586
COMIBOL	836	50	886
EASBA	1.091	220	1.311
TOTAL	12.459	3.868	16.327

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

¹² Ley N° 232 del 9 de abril 2012.

De acuerdo a la normativa, la asignación de los recursos del FINPRO es destinada a proyectos aprobados por el Comité de Homologación de Proyectos del FINPRO y es autorizada mediante Decreto Supremo. Desde 2013 el Órgano Ejecutivo ha aprobado once créditos beneficiando a nueve empresas del país (Cuadro 3.10).

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

Desde 2007, el BCB realiza colocaciones directas de títulos a favor de personas naturales, democratizando el acceso a instrumentos de regulación monetaria que otorgan rendimientos atractivos e induciendo incrementos en las tasas de interés pasivas en las EIF. Estos títulos contribuyen a la profundización de la cultura del ahorro en Bolivia, que es la base de la inversión en la economía.

A partir del mes de marzo de 2014, se dinamizaron las colocaciones directas al público ampliando el límite y mejorando las tasas de los Bonos “BCB Directo”. En abril fue lanzado el Bono BCB Plus (sin límite de monto) y en noviembre el Bono BCB Navideño (con una tasa de interés preferencial de 7%) los cuales permiten generar mejores retornos al ahorro de la población.

3.4.5 Política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución

En 2014, la política cambiaria fue importante para el buen desempeño de la economía nacional ya que permitió guiar adecuadamente las expectativas del público en un entorno de elevada volatilidad cambiaria en la región, proporcionando a las familias y empresas un ambiente nacional con mayor certidumbre.

En esa línea, la orientación de la política cambiaria repercutió de modo favorable en las decisiones de inversión de los agentes económicos y, adicionalmente, indujo al abaratamiento de costos de insumos y maquinaria de origen importado (segmentos que conforman cerca de un 80% del total de las importaciones de Bolivia), que se habrían incrementado de haber tenido lugar una depreciación de la MN.

Estos beneficios no implicaron una reducción de la capacidad competitiva de los exportadores, al no

CUADRO 3.10: CRÉDITOS DEL BCB AL FINPRO
(En millones de dólares estadounidenses)

N°	Decreto Supremo	Empresa	Proyecto	Monto		
				Autorizado	Firmado	Desembolsado
1	D.S. 1734 18/Sep/2013	ECEBOL	Planta de cemento en el departamento de Oruro	307	307	74
2	D.S. 1738 25/Sep/2013	LACTEOSBOL	Planta liofilizadora de frutas en el trópico de Cochabamba	7	7	2
3	D.S. 1759 9/Oct/2013	QUIPUS	Planta ensambladora de equipos de computación en el parque industrial de Kallutaca-Laia	61	61	53
4	D.S. 1979 16/Abr/2014	YACANA	Empresa de Transformación Fibra de Camélidos en Kallutaca- Laia	38	38	12
5	D.S. 2001 16/May/2014	PROMIEL	Planta Procesadora Apícola en Chuquisaca	7	7	1
6	D.S. 2044 25/Jun/2014	HUANUNI	Implementación programa exploración y equipamiento empresa minera Huanuni	51	51	13
7	D.S. 2066 23/Jul/2014	CORANI	Parque Edilicio Qollipana Fase II	55		
8	D.S. 2110 8/Sep/2014	PROMIEL	Planta de Procesamiento de Stevia	14	14	
9	D.S. 2129 25/Sep/2014	VINTO	Adquisición de concentrados de estaño e insumos considerados en la actualización del estudio del proyecto "Planta de Fundición Ausmet-Vinto"	51	51	41
10	D.S. 2125 25/Sep/2014	LACTEOSBOL	Planta Liofilizadora de Frutas en el Municipio de Palos Blancos, Departamento de La Paz	8		
11	D.S. 2132 2/Oct/2014	SANK'AYU	Fundidora de Chatarra en Kallutaca	35		
				633	535	195

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

haberse registrado desalineamientos respecto al tipo de cambio real de equilibrio. Por otra parte, la estabilidad del tipo de cambio estuvo acorde con un entorno de bajas presiones inflacionarias de origen externo.

3.4.6 Políticas para incentivar la bolivianización

Desde 2006, las políticas implementadas por el BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo permitieron impulsar y profundizar el proceso de bolivianización. Actualmente se observa una alta confianza en la MN por parte de la población, la cual se refleja en la mayor participación del boliviano en los depósitos y cartera del sistema financiero, descrita en la sección 3.2.1.

Este destacable resultado se alcanzó en virtud de la implementación de las políticas mencionadas anteriormente, como la reorientación y estabilidad de la política cambiaria y la aplicación del encaje legal diferenciado, además de otras medidas como:

- La ampliación del diferencial cambiario que redujo las operaciones de ida y vuelta entre la MN y ME, por lo que las personas optaron por mantener su dinero en bolivianos.
- La aplicación del ITF en ME, favoreciendo de esta manera a las transacciones financieras en bolivianos.
- La colocación de títulos públicos de regulación monetaria y política fiscal sólo en MN contribuyó también al proceso de bolivianización.
- La posición de cambios evita el descalce de monedas en las EIF al mantener el control necesario sobre la tenencia de activos y pasivos en ME.
- El diferencial de tasas de interés pasivas en MN respecto a la ME, incentivado por las medidas aplicadas por el BCB, generó que los activos financieros denominados en bolivianos lleguen a tener una tasa de retorno mayor.
- La estabilidad macroeconómica que fue importante para mantener la confianza de la población en la MN.

RECUADRO 3 LA ORIENTACIÓN CONTRACÍCLICA DE LA POLÍTICA MONETARIA

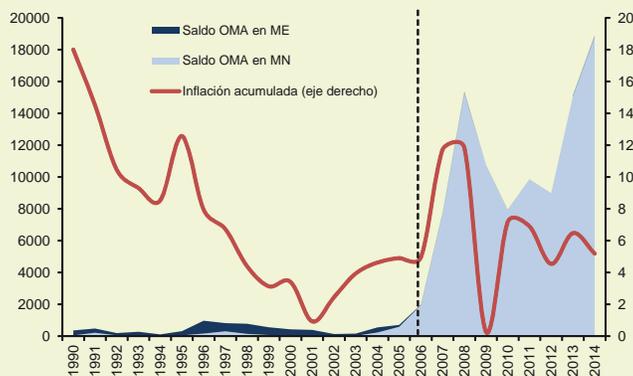
La misión constitucional asignada al BCB es la de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social. En tal sentido, uno de los objetivos principales de la Autoridad Monetaria es contribuir al control de la inflación, empleando los instrumentos de política a su disposición, en particular la política monetaria.

Ante la presencia de un incremento de precios en la economía y en el marco de una orientación contracíclica, la política monetaria debería ser contractiva con el propósito de retirar excedentes de liquidez, contrarrestando de esta manera la dinámica inflacionaria y previniendo efectos de segunda vuelta. En sentido contrario, cuando la inflación disminuye y el crecimiento se desacelera, la política monetaria debería adoptar una orientación expansiva para inyectar recursos que contribuyan a la dinamización de la actividad económica, sin generar presiones al alza de precios internos de bienes y servicios.

El BCB emplea diversos instrumentos de política monetaria, correspondiendo muchos de ellos a innovaciones introducidas en años recientes. Uno de los principales instrumentos son las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), que permiten regular la liquidez en la economía a través de la colocación de títulos en el sistema financiero.

Antes de 2006, este instrumento tenía un margen reducido de acción debido al elevado nivel de dolarización financiera de la economía; en este escenario, las colocaciones de OMA se realizaban mayormente en ME, por lo que mayores intervenciones del BCB implicaban una pérdida de Reservas Internacionales (que contaban con un nivel reducido entonces). En consecuencia, la colocación de títulos valor era baja y no seguía al comportamiento de la inflación, reduciendo la efectividad de la política monetaria (Gráfico 3.23).

GRÁFICO 3.23: SALDO OMA E INFLACIÓN A DOCE MESES
(En millones de bolivianos y porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

A partir de 2006, gracias a los avances del proceso de bolivianización y las políticas implementadas por el BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo, la colocación de OMA en MN aumentó significativamente, reflejando la mayor capacidad de intervención del BCB en el mercado monetario. Esto permitió que la política monetaria pueda ser empleada de modo más efectivo para el control de las presiones inflacionarias.

Asimismo, desde 2006 se advierte una relación más estrecha entre la colocación de títulos de regulación monetaria y la inflación, denotando la orientación contracíclica aludida anteriormente. En efecto, en los periodos 2007 – 2008 y 2010 – 2011, así como en 2014, cuando tuvieron lugar repuntes de precios debidos a choques de oferta, el BCB colocó una cantidad importante de títulos para atenuar los efectos de estos procesos inflacionarios.

Como fue señalado, desde 2006 el BCB hizo uso de un mayor número de instrumentos para alcanzar sus objetivos de política, siendo ésta una de las características del enfoque heterodoxo empleado por el Instituto Emisor en los últimos años.¹³ Entre los instrumentos utilizados destaca el encaje legal diferenciado por monedas. También cabe resaltar el uso más activo de la política cambiaria, cuyo redireccionamiento contribuyó al control de la inflación de origen externo y a la profundización de la remonetización, entre otros objetivos.

Con el fin de examinar la postura de política de la Autoridad Monetaria, de modo que englobe una mayor parte de los instrumentos empleados, el BCB emplea el Índice de Condiciones Monetarias (ICM). Este indicador es una medida sintética que incluye diversos instrumentos (OMA, encaje legal y tipo de cambio), cuya lectura permite definir la postura conjunta de política del BCB con relación a los movimientos de la variación de precios.¹⁴

Cuando el ICM cambia de dirección permite conocer si la orientación de la política monetaria del BCB es expansiva o contractiva (un incremento del ICM denota una orientación expansiva y viceversa). En tal sentido, al contrastar el comportamiento del ICM con el de la inflación en los últimos años, se puede observar claramente que el ICM siguió una trayectoria contraria a la de la inflación (una relación negativa); la intensidad de la política monetaria fue mayor en periodos en los que la variación de precios alcanzó tasas más elevadas (Gráfico 3.24).

Este comportamiento describe de modo más preciso la orientación contracíclica de la política monetaria, reflejando también la respuesta oportuna y apropiada ante los episodios inflacionarios experimentados. Este aspecto se mantendrá en el futuro, en cumplimiento del mandato constitucional encomendado al Instituto Emisor.

GRÁFICO 3.24: INFLACIÓN A DOCE MESES E ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS
(En porcentaje e índice)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

13 Otros instrumentos empleados en los últimos dos años fueron las Reservas Complementarias, los Certificados de Depósito, entre otros.

14 Mayor información sobre el ICM y su construcción se encuentra en el Recuadro “Indicador sintético de la política monetaria” de la Memoria institucional 2012 del BCB.

4. Estabilidad de precios y desarrollo económico y social

Durante los primeros meses de 2014, la inflación en Bolivia mantuvo un comportamiento estable. Posteriormente, en junio y julio se advirtieron repuntes transitorios debido al incremento de los precios de algunos alimentos a causa de choques de oferta, fenómenos climáticos adversos y prácticas especulativas. Entre agosto y octubre estos precios se corrigieron, llegando a registrarse inflaciones mensuales muy bajas e incluso una de ellas fue negativa. Finalmente, en el último bimestre del año, se observaron nuevos incrementos como consecuencia de condiciones climáticas desfavorables que repercutieron en los precios, principalmente del tomate.

Es importante señalar que, aunque la inflación siguió una trayectoria fluctuante, especialmente desde mediados de año, su evolución se mantuvo en línea con las proyecciones anunciadas en el IPM de enero de 2014. En efecto, al cierre de gestión la tasa de variación de precios (5,2%) se situó dentro del rango anunciado (4,6% y 7%) y en una tasa por debajo del objetivo señalado en dicho Informe (5,5%).

Los indicadores de tendencia inflacionaria reflejaron una evolución estable, con variaciones interanuales en torno a 4%. Este comportamiento señala que no existieron presiones significativas sobre el componente de largo plazo de la inflación y que los incrementos de mediados y finales de año se explicaron por choques transitorios de oferta.

En el marco de las políticas heterodoxas implementadas por el Ente Emisor, en 2014 se continuó financiando a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas y a programas sociales como el Bono Juana Azurduy. Asimismo, el Fondo para la Revolución Industrial y Productiva constituido

con recursos del BCB continuó otorgando créditos para emprendimientos productivos.

De igual manera, las acciones llevadas a adelante por la Autoridad Monetaria como los Bonos de colocación directa a las familias, la política cambiaria, la profundización de la bolivianización, el manejo adecuado de la liquidez y de las tasas de interés, son parte del conjunto de acciones no convencionales con las que el BCB contribuye al desarrollo económico y social; todo este accionar se lo lleva adelante en el marco de la coordinación y complementariedad de las políticas con el Órgano Ejecutivo.

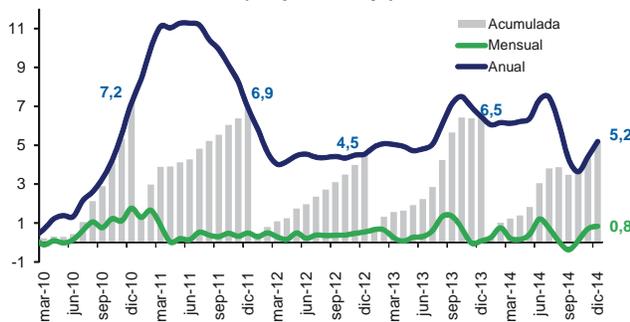
4.1 COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN

4.1.1 Contexto y evolución reciente de la inflación

De enero a mayo de 2014 la inflación tuvo un comportamiento estable. En junio y julio se advirtieron repentes inflacionarios debido al incremento de los precios de algunos alimentos, explicados por choques de oferta. Entre agosto y octubre se registraron tasas de inflación bajas e incluso una de ellas fue negativa, finalmente en el último bimestre del año se observó un repunte provocado por fenómenos climáticos adversos. Pese a esta serie de choques de oferta que produjeron presiones en los precios, la tasa acumulada en el año de 5,2% fue inferior al objetivo establecido a principios de la gestión (5,5%), habiéndose situado, por lo tanto, dentro del rango pronosticado de 4,6% y 7% (Gráfico 4.1).

Luego de un comportamiento estable, en junio la variación mensual del IPC alcanzó a 1,2%, la más alta en 2014. Este incremento se debió al aumento de los precios de cinco alimentos perecederos (cebolla, tomate, papa, carnes de res y pollo) como consecuencia de fenómenos climáticos adversos (inundaciones y heladas) y actividades especulativas. En los siguientes tres meses se observaron tasas de inflación bajas e incluso una negativa en septiembre (-0,38%), en virtud a la corrección de precios de los productos afectados en los meses precedentes, hecho atribuible a la mejora de las condiciones climatológicas y al control de las prácticas especulativas. En el caso de septiembre, los productos con mayor incidencia negativa en la inflación fueron la cebolla (-0,24pp) y el tomate (-0,21pp), denotando la normalización de precios señalada anteriormente. En noviembre y

GRÁFICO 4.1: INFLACIÓN ANUAL, ACUMULADA Y MENSUAL (En porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

diciembre de 2014 se registraron nuevos repuntes, ocasionados principalmente por un aumento en el precio del tomate (particularmente en noviembre), explicado por granizadas que mermaron la producción en los valles (Gráfico 4.2).

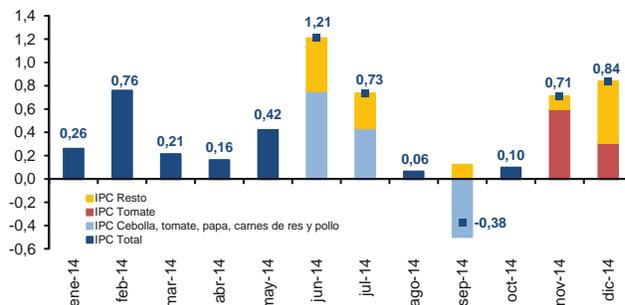
Durante 2014 el indicador que refleja el porcentaje de artículos de la canasta del IPC, cuyos precios se incrementaron respecto al mes precedente, fue de 57% en promedio (por debajo del correspondiente a 2013 que fue de 59%). Por su parte, el porcentaje de bienes y servicios que disminuyeron de precio fue de 33% en promedio, situándose por encima del correspondiente al año anterior (31%); en consecuencia el alza de precios en 2014 no fue generalizado y afectó a un menor número de productos que en 2013 (Gráfico 4.3).

En lo que concierne al contexto regional, en 2014 la mayoría de las economías cerraron la gestión con tasas de inflación de un dígito, excepto Venezuela y Argentina que presentaron tasas de inflación muy por encima del promedio de la región (13,2%). Perú, Colombia y Ecuador se constituyeron en las economías con las menores tasas de inflación, en torno a 3,5%. Por su parte, Bolivia registró una variación de precios moderada, situándose por debajo del promedio regional (Gráfico 4.4).

Cabe acotar que en la mayor parte de la región los resultados de inflación alcanzados en 2014 fueron mayores a los registrados en 2013, a diferencia del caso de Bolivia donde la inflación de 2014 fue menor a la observada en una anterior gestión. Además, la trayectoria de la variación de precios en la región estuvo fuertemente influenciada por alzas en la inflación subyacente, contrariamente a lo sucedido en Bolivia cuya inflación subyacente fue muy estable.

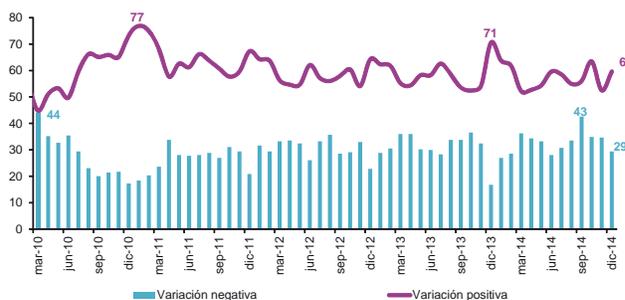
Un apunte adicional con relación a la inflación en Bolivia es que, en términos generales y a pesar de su comportamiento volátil desde mediados de año, la variación de precios mantuvo en 2014 un comportamiento en línea con las proyecciones anunciadas a inicios del período. En efecto, en diciembre la tasa de inflación (5,2%) se situó en el rango anunciado (4,6% y 7%) y en un nivel por debajo del objetivo (5,5%) señalado en el IPM de enero de 2014, acordado en la “Decisión de Ejecución del Programa Fiscal-Financiero 2014”. Cabe señalar que

GRÁFICO 4.2: INFLACIÓN MENSUAL EN 2014
(En porcentaje)



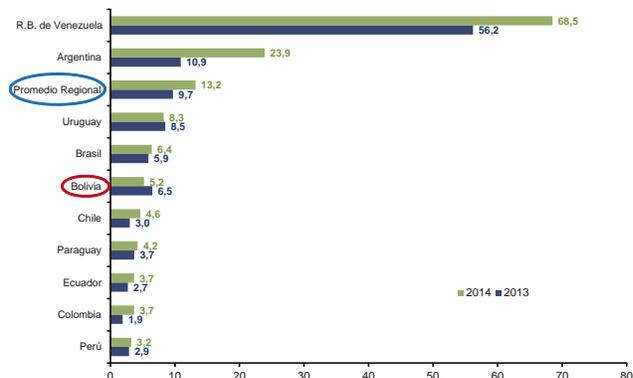
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 4.3: BIENES Y SERVICIOS QUE AUMENTARON Y DISMINUYERON DE PRECIO POR MES
(En porcentaje, respecto del total)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: La suma de ambos porcentajes no es igual a 100% debido a que no se incluyen los artículos que mantienen constante su precio. Los datos consideran ajustes por el cambio de año base del IPC en 2007

GRÁFICO 4.4: INFLACIÓN ACUMULADA EN ECONOMÍAS DE LA REGIÓN EN 2013 y 2014
(En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTAS: El promedio toma en cuenta ponderaciones según el tamaño respectivo de las economías

las políticas implementadas por el Órgano Ejecutivo y el BCB fueron importantes para alcanzar este resultado, las cuales se describen en el Capítulo 3 del presente IPM.

4.1.2 Indicadores de tendencia inflacionaria

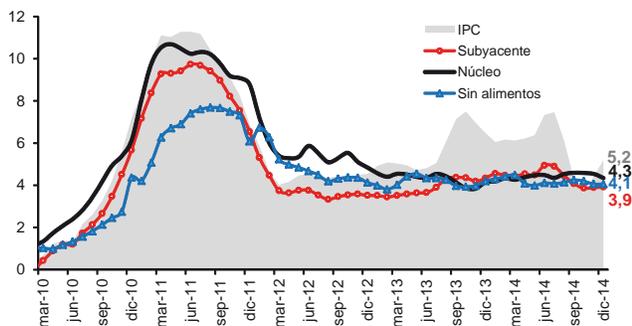
Para las decisiones de política monetaria, los bancos centrales prestan especial atención a un conjunto de indicadores conocidos como de tendencia inflacionaria, ya que estos miden el incremento persistente y generalizado de los precios. El IPC presenta algunas limitaciones al tratar de reflejar tal cometido, ya que no permite distinguir entre incrementos transitorios y permanentes de precios, siendo justamente estos últimos los que constituyen el objeto de atención por parte de la autoridad monetaria.

En este sentido, el BCB calcula tres indicadores de tendencia inflacionaria: IPC-Núcleo, IPC-Subyacente e IPC-Sin alimentos.¹⁵ Durante la mayor parte de 2014, los tres indicadores tuvieron un comportamiento estable con variaciones interanuales en torno a 4%, habiéndose mantenido por debajo de la inflación total. Lo anterior implica que no existieron comportamientos inflacionarios de largo plazo y que los incrementos de mediados y finales de la gestión fueron transitorios. El IPC-Núcleo, IPC-Sin alimentos e IPC-Subyacente cerraron la gestión con tasas de variación acumuladas de 4,3%, 4,1% y 3,9%, respectivamente (Gráfico 4.5).

Analizando el comportamiento dentro y fuera del núcleo inflacionario, se observa que las mayores variaciones interanuales correspondieron a este último, el cual tuvo una importante influencia sobre la evolución de la inflación total, denotando la naturaleza transitoria de los aumentos de precios. A lo largo de 2014, la inflación fuera del núcleo tendió a mantenerse por encima de la del núcleo inflacionario, excepto entre septiembre y noviembre, alcanzando a finales del año una variación de 5,9% (Gráfico 4.6).

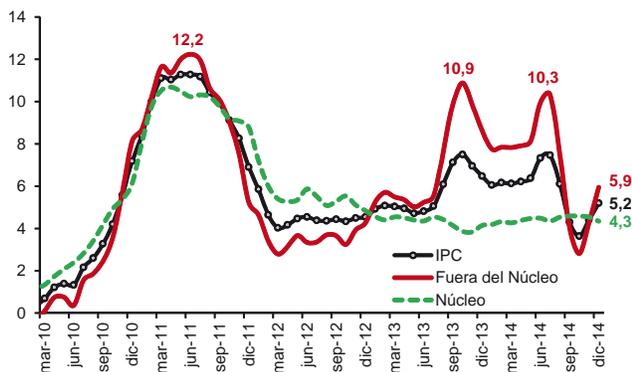
Dentro del núcleo inflacionario, al igual que ocurrió en 2013, la categoría servicios registró la mayor variación acumulada en el año (7,5%), con una incidencia

GRÁFICO 4.5: INFLACIÓN TOTAL, SUBYACENTE, NÚCLEO Y SIN ALIMENTOS
(Variaciones a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 4.6: INFLACIÓN DENTRO Y FUERA DEL NÚCLEO
(Inflación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

15 El núcleo inflacionario es un indicador del que se excluyen los alimentos perecederos junto a productos con precios administrados (transporte público, pan y combustibles). Mientras que la inflación subyacente excluye los cinco productos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional. Finalmente, la inflación sin alimentos se obtiene al excluir los productos alimenticios del IPC.

de 1,1pp. Al interior de este grupo, los servicios de empleada doméstica y alquiler de vivienda fueron los que mayor influencia ejercieron.¹⁶

En el caso de los componentes fuera del núcleo, los alimentos perecederos (caracterizados por tener precios volátiles) mostraron la mayor variación acumulada (8,8%), habiéndose reflejado en una incidencia de 2,6pp, representando la mitad de la inflación total. En este grupo, los mayores incrementos de precios se observaron en algunas hortalizas y derivados de la carne de res.¹⁷ Sin embargo, cabe notar que la variación de precios en este segmento fue menor a la experimentada en 2013 (Cuadro 4.1).

4.1.3 Inflación por divisiones del IPC

En 2014, excepto la división de Comunicaciones (con una variación acumulada de -1,4%), todas las demás experimentaron incrementos de precios. Asimismo, en siete de las doce divisiones se observó tasas de inflación menores a las de 2013. Las que presentaron las mayores variaciones acumuladas fueron Alimentos y bebidas no alcohólicas y Salud (6,9% y 6,7% respectivamente); el primer caso se explica principalmente por el alza de precios de algunas hortalizas y carnes, mientras que el segundo por las mayores tarifas de los servicios de dentista y consulta general (Cuadro 4.2).

La división de Alimentos y bebidas no alcohólicas fue la que registró la mayor incidencia inflacionaria (2,2pp), superando ampliamente al resto; se debe recordar que este grupo tiene la mayor ponderación en el IPC. Por debajo se situaron las divisiones de Restaurantes y hoteles y la de Vivienda, servicios básicos y combustibles, con incidencias de 0,8pp y 0,5pp, respectivamente (Cuadro 4.2).

Al considerar los diez ítems con mayor incidencia inflacionaria en el IPC, se observa que los incrementos de precios en 2014 estuvieron concentrados en un grupo reducido de artículos. El producto con mayor incidencia inflacionaria fue el tomate (1,1pp), que por sí solo representó cerca de una quinta parte de la variación de precios en el año. Entre los restantes nueve artículos destacan hortalizas (cebolla, arveja y zanahoria), carne de res (con y sin hueso), alimentos elaborados (almuerzo) y servicios (alquiler de

¹⁶ Para mayor detalle ver sección 4.1.6.2.

¹⁷ Para mayor detalle ver sección 4.1.6.1.

CUADRO 4.1: NÚCLEO INFLACIONARIO E INFLACIÓN FUERA DEL NÚCLEO
(Variación e incidencia acumulada, en porcentaje y puntos porcentuales)

	2013	2014	2014
	Variación (%)		Incidencia (pp)
IPC	6,5	5,2	5,2
Núcleo	4,1	4,3	2,0
Alimentos	3,7	4,1	0,5
No alimentos	4,3	4,4	1,6
Bienes	2,3	2,1	0,4
Servicios	7,1	7,5	1,1
Fuera del Núcleo	8,6	5,9	3,2
Alimentos	12,3	8,0	2,6
Perecederos	11,1	8,8	2,6
No perecederos	26,9	-0,9	0,0
Transporte	6,3	3,9	0,3
Regulados	2,3	2,6	0,3
Combustibles	0,0	0,0	0,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

CUADRO 4.2: INFLACIÓN E INCIDENCIAS POR DIVISIONES DEL IPC
(Variación acumulada en porcentaje y puntos porcentuales)

	2013	2014	2014
	Variación (%)		Incidencia (pp)
IPC GENERAL	6,5	5,2	5,2
Alimentos y bebidas no alcohólicas	10,4	6,9	2,2
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,9	6,7	0,1
Prendas de vestir y calzados	2,5	2,6	0,1
Vivienda, servicios básicos y combustibles	4,2	5,5	0,5
Muebles, artículos y servicios domésticos	5,5	5,4	0,4
Salud	8,9	6,9	0,2
Transporte	5,2	3,3	0,3
Comunicaciones	0,0	-1,4	0,0
Recreación y cultura	1,6	2,3	0,1
Educación	4,5	5,8	0,2
Restaurantes y hoteles	6,9	5,5	0,8
Bienes y servicios diversos	3,8	3,6	0,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

CUADRO 4.3: ARTÍCULOS DEL IPC CON MAYOR INCIDENCIA SOBRE LA INFLACIÓN ACUMULADA EN 2014 (En porcentaje y puntos porcentuales)

Artículo	Variación (%)	Incidencia (pp)
Tomate	72,7	1,1
Almuerzo	5,6	0,3
Alquiler de la vivienda	8,4	0,3
Carne con hueso de res	9,5	0,3
Cebolla entera	39,5	0,3
Empleada domestica	11,4	0,3
Carne sin hueso de res	10,2	0,2
Arveja	48,4	0,1
Servicio de suministro de energía eléctrica	4,8	0,1
Zanahoria	21,7	0,1
Incidenia acumulada de los 10 artículos más inflacionarios		3,1
Inflación acumulada a diciembre 2014 (en %)		5,2
Participación de los 10 artículos más inflacionarios		60%

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

CUADRO 4.4: INFLACIÓN ACUMULADA POR CIUDADES (Variación acumulada por período, en porcentaje)

	2013	2014
	Ene-Dic	
Bolivia	6,5	5,2
Sucre	8,4	4,5
La Paz	7,2	4,0
Cochabamba	6,2	7,4
Oruro	9,0	3,9
Potosí	7,5	4,1
Tarija	8,3	9,1
Santa Cruz	5,8	4,8
Trinidad	3,4	5,6
Cobija	1,9	2,0

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

vivienda, empleada doméstica y suministro de energía eléctrica). Estos ítems tuvieron una incidencia de alrededor de 3,1pp, que representaría cerca de dos terceras partes de la inflación acumulada en 2014 (Cuadro 4.3).

4.1.4 Inflación por ciudades

En 2014 todas las ciudades capitales reflejaron variaciones positivas de precios, aunque en la mayoría de los casos, fueron menores a las de 2013 (Cuadro 4.4). Las mayores tasas de inflación acumulada correspondieron a Tarija (9,1%) y Cochabamba (7,4%); dichos resultados respondieron al incremento de los precios de algunos alimentos (hortalizas) y servicios (alquiler de vivienda); en ambas ciudades el tomate fue el producto con mayor incidencia sobre la inflación acumulada, igual a 5,1pp en el caso de Tarija y 2,8pp en Cochabamba. La ciudad que registró la menor variación de precios fue Cobija con 2%, seguida por Oruro (3,9%) y La Paz (4%). Cabe señalar que Santa Cruz y Cochabamba fueron las que tuvieron las mayores incidencias representando el 34% y 27% de la inflación total, respectivamente.

4.1.5 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias

Además de realizar un seguimiento al IPC, el BCB efectúa un monitoreo del comportamiento de los precios a través de otros indicadores, los cuales proporcionan información complementaria sobre distintos sectores de la economía nacional que afectan los resultados de los precios al consumidor final.

Los indicadores complementarios empleados por el BCB son el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM), el Índice de Costos de la Construcción (ICC) y el Índice de Precios de Actividades Remuneradas (IPC-REM). Los dos primeros proporcionan información acerca del comportamiento de los costos en dos sectores importantes de actividad, mientras que el tercero permite aproximar el comportamiento de las remuneraciones en el mercado laboral.

4.1.5.1 Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero

La evolución de los precios al productor de las actividades de producción y comercialización del

sector manufacturero se refleja en el IPPIM. Este indicador muestra las variaciones en las cotizaciones de los insumos utilizados por la industria, que tienen efectos sobre los precios de un subconjunto de bienes finales de la canasta del IPC.¹⁸

En 2014 la variación interanual del IPPIM se mantuvo por debajo de la inflación, aunque se aproximó a ésta en el tercer trimestre de 2014, cuando alcanzó una tasa de 4,4% (Gráfico 4.7). Este comportamiento se vio influenciado principalmente por el desempeño del sector de la agroindustria, especialmente por fábricas y refinerías de azúcar y matanza de ganado y preparación y conservación de carne.

4.1.5.2 Índice de costos de la construcción

Los costos de los insumos (materiales, alquiler de maquinaria y mano de obra) empleados en el sector de la construcción están contenidos en el ICC. El desenvolvimiento de los precios de estos insumos guarda relación directa con el IPC.¹⁹ Tras haber mantenido variaciones moderadas a lo largo del año, el ICC mostró un repunte en septiembre, alcanzando una variación interanual de 4,8% (Gráfico 4.8). Esto se debió principalmente a un incremento en los costos de algunos materiales (insumos eléctricos, sanitarios y lavatorios), alquiler de maquinaria y equipos y a las remuneraciones de ciertas actividades.

4.1.5.3 Índice de precios de actividades remuneradas

El IPC-REM se calcula a partir de la información de los servicios personales incluidos en la canasta del IPC. Este indicador está compuesto por dos subíndices: i) el Índice de Precios de Mano de Obra Calificada (IPC-MC); y ii) el Índice de Precios de Mano de Obra no Calificada (IPC-MNC).

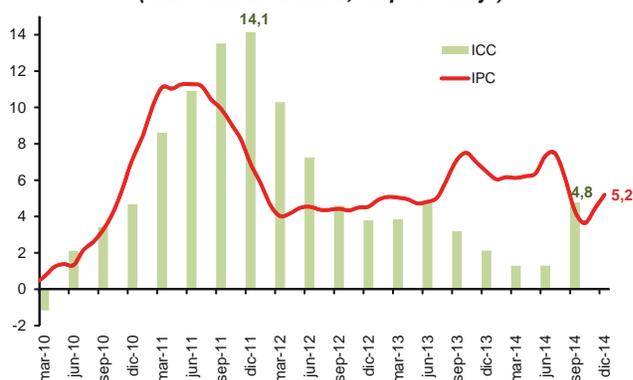
Antes de 2006 el IPC-REM y sus subíndices reflejaban tasas interanuales menores a las del IPC total. A partir de entonces, debido a la política salarial del Gobierno de contribuir al vivir bien de la población mediante el aumento de los salarios reales, especialmente de

GRÁFICO 4.7: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO (Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: La última información disponible del IPPIM corresponde a septiembre de 2014

GRÁFICO 4.8: COMPORTAMIENTO DEL ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN (Variación interanual, en porcentaje)

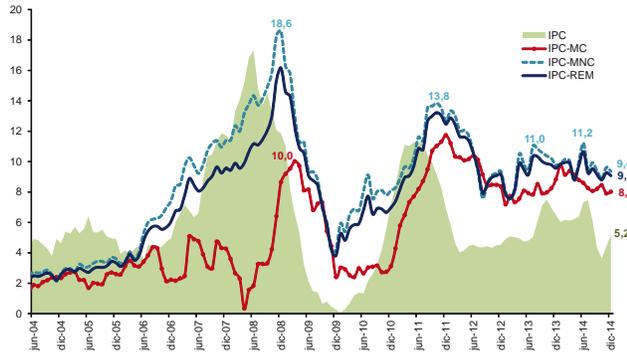


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: La última información disponible del ICC corresponde a septiembre de 2014

18 Por ejemplo, algunos de los costos de actividades industriales que se consideran en el IPPIM y que tienen efectos sobre los precios finales de productos que están en el IPC corresponden a: matanza de ganado y preparación de carne, elaboración de productos lácteos, producción de aceites comestibles y molienda, entre otros.

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

GRÁFICO 4.9: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE ACTIVIDADES REMUNERADAS POR SUBÍNDICES (Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

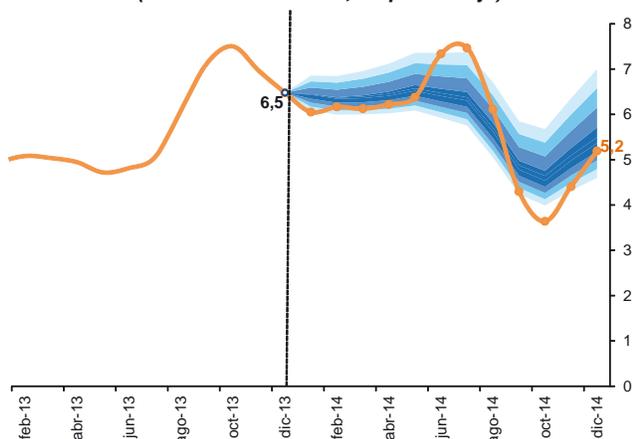
aquellos estratos de bajos ingresos, las variaciones interanuales del IPC-REM pasaron a situarse por encima del IPC. La variación del IPC-MNC ha tendido a situarse sistemáticamente por encima de la del IPC-MC en los últimos años, al mismo tiempo que ambos se situaron en la mayoría de los meses sobre la variación del IPC.

En 2014 los tres índices continuaron reflejando variaciones mayores a las del IPC total (Gráfico 4.9). A mediados de año se registró un alza en el caso del IPC-MNC, que coincidió con el incremento salarial aprobado por el Gobierno. Al mes de diciembre, el IPC-MNC tuvo una variación interanual de 9,4%, mientras que el IPC-MC alcanzó a 8%, la variación del índice que engloba a ambos fue de 9,1%.

4.1.6 Factores que explican la evolución reciente de la inflación

Como fue señalado, aunque con mayor volatilidad en el segundo semestre, la inflación interanual siguió una trayectoria acorde con las proyecciones anunciadas en el IPM de enero de 2014. La variación de precios terminó la gestión con una tasa de 5,2%, situándose al interior de la banda de proyección (Gráfico 4.10). El comportamiento de la variación de precios en 2014 estuvo influenciado principalmente por tres factores: i) alzas de precios de algunos alimentos a causa de choques de oferta; ii) ajustes de precios relativos en las tarifas de servicios específicos; y iii) expectativas de inflación. Un aspecto a destacar es que durante la gestión las presiones inflacionarias de origen externo fueron bastante reducidas.

GRÁFICO 4.10: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA EN EL IPM DE ENERO DE 2014 (Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTAS: La línea naranja denota la trayectoria observada de la inflación
 El área azul refleja la proyección efectuada en el IPM de enero de 2014

4.1.6.1 Alza en la inflación de algunos alimentos

En el caso de la inflación de alimentos, en junio se advirtió un repunte sustancial, alcanzando una variación mensual de 2,3%, la más elevada de todo el año. Este incremento se debió especialmente al alza de precios de algunas hortalizas y derivados de la carne de res; más específicamente, se originó en los efectos de fenómenos climáticos adversos, como inundaciones (que afectaron al ganado en el oriente del país) y heladas (que perjudicaron a cultivos de diferentes zonas). Ambos fenómenos tuvieron efectos en la producción y distribución de estos alimentos. Adicionalmente, en medio de este escenario, algunos comerciantes realizaron actividades especulativas.

Posteriormente, durante el tercer trimestre los precios de los productos afectados tendieron a normalizarse, a medida que su producción se regularizaba y las políticas adoptadas por el Gobierno tenían efecto. Esto provocó que los precios de los alimentos lleguen a registrar variaciones mensuales nulas e incluso negativas (-1% en septiembre).

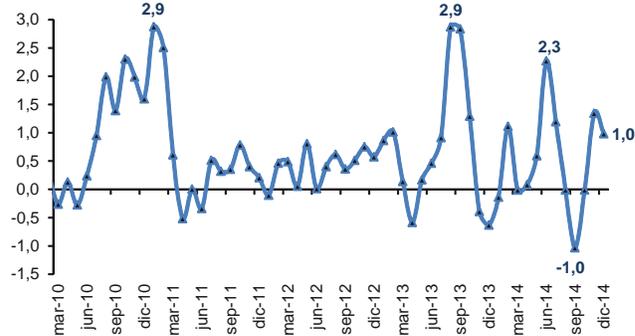
En el último bimestre del año, la inflación de los alimentos nuevamente aumentó, registrándose variaciones mensuales por encima de 1% (Gráfico 4.11). Este comportamiento respondió principalmente a un alza en el precio del tomate, a consecuencia de granizadas que redujeron su producción en los valles. Adicionalmente, derrumbes en las carreteras imposibilitaron que este producto llegue a los centros de abasto. Si bien estos acontecimientos repercutieron en todo el país, tuvieron una magnitud mayor en Tarija y Cochabamba.

En términos interanuales y según tipo de alimento, durante la mayor parte del año las variaciones más elevadas correspondieron a los productos agropecuarios, alcanzando en diciembre una tasa de 10,1% (Gráfico 4.12). Este grupo tuvo una alta influencia en el comportamiento de la inflación total. Por su parte, desde mediados de 2014 los alimentos procesados reflejaron una tendencia a la baja, llegando al cierre de la gestión a 3,8%. Cabe precisar que los precios de estos artículos no son tan sensibles a choques de oferta como los del sector agropecuario.

4.1.6.2 Ajustes de precios relativos de ciertos servicios

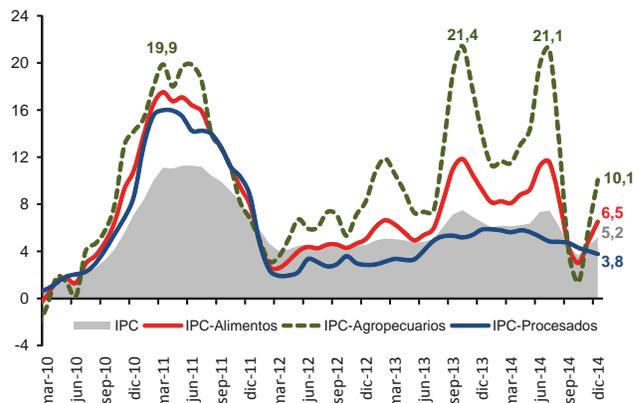
En 2014, la variación interanual del IPC-Servicios reflejó un comportamiento relativamente estable con un incremento moderado durante el primer trimestre. En los últimos meses este grupo tuvo una trayectoria ligeramente descendente, cerrando la gestión con una variación interanual de 5,6%, por encima de la variación del IPC total y del IPC-Bienes. Este último presentó una evolución más fluctuante, con alzas y bajas más pronunciadas, terminando el año con una tasa de inflación de 5%. Dentro de este grupo, los alimentos tuvieron una alta influencia en el comportamiento oscilante observado; ello se corrobora, al analizar el IPC-Bienes sin alimentos, cuya evolución fue bastante estable, situándose alrededor de 2% al cierre de la gestión (Gráfico 4.13).

GRÁFICO 4.11: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS
(Variación mensual, en porcentaje)



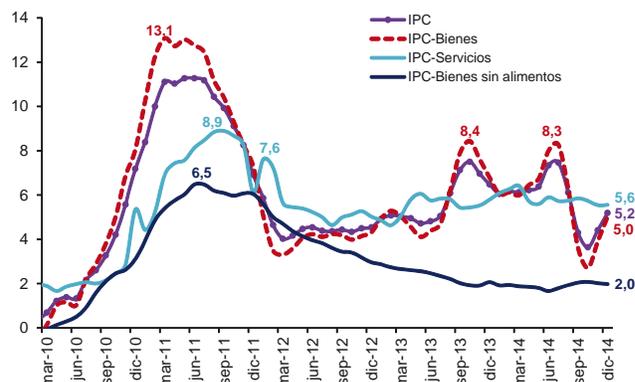
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 4.12: COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS AGROPECUARIOS Y PROCESADOS
(Variación interanual, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 4.13: COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS
(Variaciones a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

A lo largo de 2014, los servicios que tuvieron mayor influencia en la inflación fueron empleada doméstica, alquiler de vivienda y los relacionados con salud. En el caso del servicio de empleada doméstica, se advirtió un repunte a mediados de año debido al incremento del salario mínimo nacional²⁰ (Gráfico 4.14). Las remuneraciones de este grupo reflejaron un comportamiento ascendente en los últimos años debido a las diversas medidas²¹ que implementó el Gobierno para mejorar la situación económica de este segmento de trabajadoras.

Por su parte, el alquiler de vivienda también presentó una evolución creciente, aunque a un ritmo más moderado en el período más reciente. El alza de precios de este tipo de servicio continúa siendo impulsado por el déficit habitacional que todavía existe en el mercado nacional.

Los servicios de salud también tendieron a aumentar, especialmente por alzas en las tarifas del servicio de dentista y de consulta general. La dinámica de este grupo respondió a una demanda creciente por parte de las familias. Cabe señalar que otros servicios que tuvieron una variación significativa en el año fueron los relacionados con educación, a causa de un ajuste estacional de sus tarifas a comienzos de gestión.

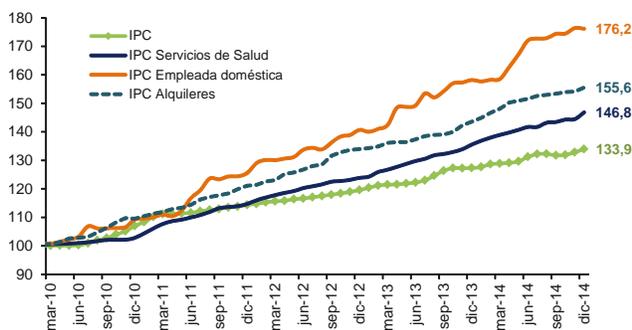
4.1.6.3 Expectativas de inflación

Las expectativas sobre la trayectoria futura de la inflación por parte de la población pueden afectar la evolución observada de los precios internos. A su vez, el comportamiento pasado de la inflación afecta las perspectivas del público, denotando la naturaleza adaptativa de dichas expectativas.

Para el análisis de las expectativas, el BCB realiza mensualmente la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) que permite recabar información sobre variables macroeconómicas relevantes.²²

Durante la mayor parte del año, las expectativas inflacionarias para el cierre de 2014 se situaron por encima de la tasa anunciada por el BCB a inicios de gestión (5,5%). No obstante, en los últimos

GRÁFICO 4.14: EVOLUCIÓN DE SERVICIOS SELECCIONADOS
(Índices normalizados, enero 2010=100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

20 Para mayor detalle ver sección 4.1.5.3.

21 El incremento periódico del salario mínimo, la creación del contrato laboral, la libreta salarial, entre otras.

22 Para la elaboración de la EEE, se considera una muestra conformada por ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

meses tendieron a disminuir y al cierre de la gestión convergieron a 5,4%, situándose levemente por debajo de la proyección anunciada. Por otro lado, las expectativas para el cierre de 2015 se estabilizaron en 6% en los últimos meses (Gráfico 4.15).

4.1.6.4 Reducidas presiones inflacionarias externas

A lo largo de 2014, el IPC-Importado (indicador que refleja el comportamiento de las presiones inflacionarias de origen externo) mantuvo una senda decreciente, en línea con lo observado en los últimos años, alcanzando una variación interanual de 1,1%. Este comportamiento también fue concordante con un entorno externo en el cual los precios internacionales de las materias primas tendieron a reducirse (Gráfico 4.16).²³

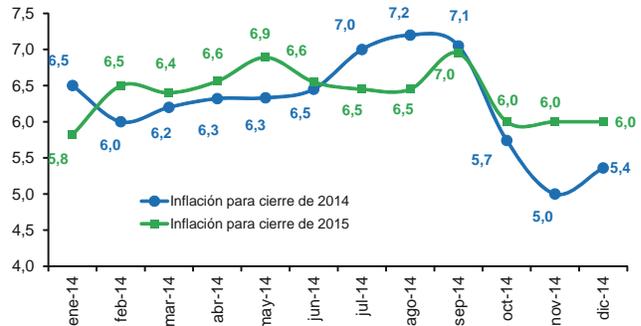
Entre los componentes de la inflación importada, los alimentos reflejaron las mayores variaciones interanuales durante los primeros meses de 2014, aunque, a partir de mediados de año presentaron una tendencia descendente hasta alcanzar valores negativos, llegando a -2,4% en diciembre. Por otra parte, las prendas de vestir y la categoría de otros bienes importados mantuvieron un comportamiento moderado con una ligera tendencia a la baja en el último mes, cerrando con 2,3% y 2%, respectivamente. Mientras que los bienes duraderos tendieron a mostrar variaciones de precios nulas a lo largo del año (Gráfico 4.17).

Adicionalmente, el BCB calcula el Índice de Precios Externos (IPE) relevantes para la economía nacional, que también permite analizar las presiones inflacionarias externas. El IPE se construye considerando información de los principales socios comerciales. Este indicador considera el efecto de las variaciones cambiarias de las monedas de los países seleccionados, dado que este es un factor que también influye en los precios de los bienes importados. No obstante, el BCB también cuenta con otro indicador que aísla los efectos de las variaciones cambiarias, el IPE sin tipo de cambio (IPE-STC).

Con relación a su evolución, el IPE presentó durante la mayor parte de 2014 variaciones interanuales negativas, salvo en algunos meses a mediados de año, alcanzando a -0,3% en diciembre. Por el

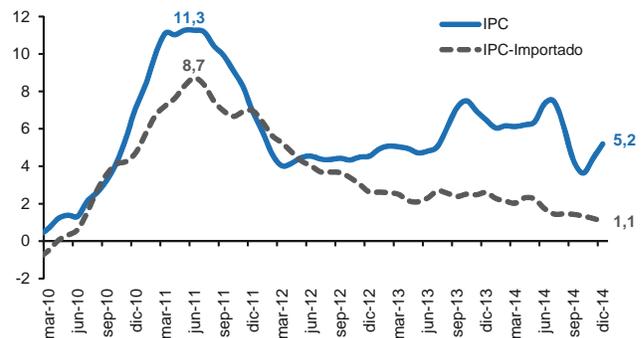
23 Para mayor detalle de la coyuntura del entorno internacional referirse al Capítulo I.

GRÁFICO 4.15: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A FIN DE AÑO (Inflación a doce meses, en porcentajes)



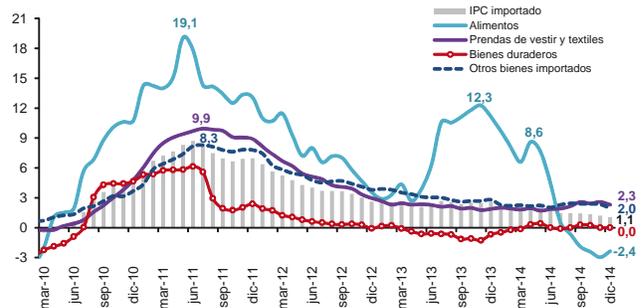
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 4.16: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN IMPORTADA (Variación a doce meses, en porcentaje)



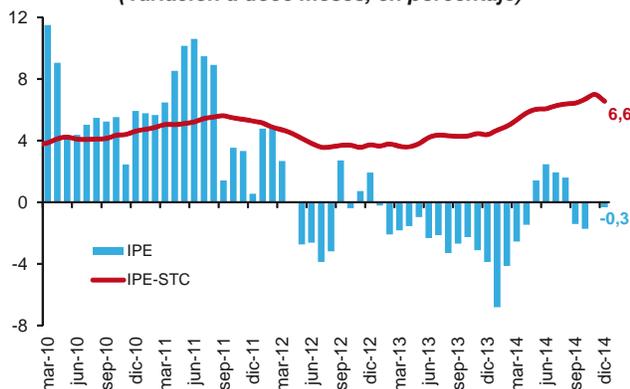
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 4.17: EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES IMPORTADOS DEL IPC POR SUBGRUPOS (Variación interanual, en porcentaje)



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

GRÁFICO 4.18: COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA (Variación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística – Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 NOTA: IPE es el Índice de Precios Externos relevante para Bolivia
 IPE-STC es el Índice de Precios Externos relevante para Bolivia que excluye los movimientos cambiarios

contrario, el IPE-STC presentó una ligera tendencia al alza, aunque en el último mes este comportamiento se revirtió levemente, finalizando el año con una tasa de 6,6% (Gráfico 4.18). La diferencia entre el IPE y el IPE-STC se debe a las depreciaciones de las monedas de socios comerciales importantes como Brasil y Argentina, que tuvieron lugar especialmente en la segunda mitad del año y que incidieron para una reducción de los indicadores de inflación externa.

4.2 DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL

En la sección 3.4 se presentó las diversas políticas y acciones que realizó el BCB que contribuyen de manera directa al desarrollo económico y social del país. En esta sección se describe brevemente los resultados e impactos de los proyectos que se encuentran en operación por parte de las EPNE con recursos canalizados por el BCB; de la misma manera se hace referencia a los resultados esperados de los proyectos futuros. Por otra parte, se destaca la participación del BCB en varios ámbitos que forman parte de la mejora del bienestar de la población, como el financiamiento al BJA, actividades de promoción de ahorros, y aspectos relativos a las ventajas del régimen cambiario actual y la bolivianización. Asimismo, se describe la ejecución de importantes proyectos financiados por el FINPRO.

4.2.1 Créditos del BCB a las EPNE

A lo largo de 2014, los desembolsos realizados por el BCB a las EPNE permitieron la continuidad y conclusión de varios proyectos iniciados anteriormente. Los créditos firmados tienen el propósito de financiar proyectos orientados a la generación de valor agregado, principalmente en los sectores de: i) Hidrocarburos, ii) Seguridad energética, iii) Industrialización del Litio y iv) Seguridad alimentaria.

i) Industrialización de los Hidrocarburos

De acuerdo a YPFB,²⁴ la Planta de Extracción de Licuables de Río Grande ubicada en la provincia Cordillera del departamento de Santa Cruz, se encuentra operando en niveles próximos a su

24 Con base en comunicación realizada por YPFB en fecha 29 de diciembre de 2014 que detalla los siguientes proyectos: i) Construcción de Planta de extracción de licuables Río Grande - Santa Cruz, ii) Construcción planta de extracción y fraccionamiento de licuables Gran Chaco – Tarija.

máxima capacidad (361 TM/d de Gas Licuado de Petróleo - GLP). Su puesta en marcha a partir de 2013 permitió el abastecimiento de la demanda interna y dispuso de excedentes de producción para su exportación a diferentes mercados (Paraguay, Uruguay y Perú), de esta manera Bolivia ya habría alcanzado la soberanía energética en este combustible. Además de este carburante, la planta se encuentra produciendo Gasolina Estabilizada (350 Bbl/d) e Isopentano (190 Bbl/d), insumos que podrán ser utilizados por el sector industrial del país, y además servirán para mantener la calidad del gas comercializado. La construcción de la planta demandó cerca de 2.000 trabajadores directos e indirectos y en la fase actual se encuentra operando con un nivel próximo a 100 trabajadores.

En cuanto a la Planta de Extracción y Fraccionamiento de Licuables de Gran Chaco, ubicada en el departamento de Tarija, se tiene previsto el inicio de operaciones en 2015. A la fecha, presenta un avance de construcción de 91%, sus niveles de producción superarán, en al menos cinco veces los volúmenes actuales de la Planta de Rio Grande y tendrán como principal destino las exportaciones. Adicionalmente, la planta producirá etano, gasolina e isopentano. En la fase de construcción se generó 7.000 puestos de trabajo, entre directos e indirectos.

A diciembre de 2014, el proyecto petroquímico de construcción de la planta de Amoniaco-Urea en la localidad de Bulo Bulo del departamento de Cochabamba tiene un avance de 57%. Esta iniciativa tiene como objetivo abastecer al mercado nacional y regional de fertilizantes mediante la producción de amoníaco y urea granulada, insumos que mejoran los rendimientos de la producción del sector agrícola. Se tiene previsto el inicio de operaciones de esta planta para fines de 2015 y se espera que con este proyecto se generen las condiciones propicias para ampliar la frontera agrícola, coadyuvando al logro de los objetivos señalados en la Agenda Patriótica 2025 sobre la Seguridad Alimentaria con Soberanía. Desde el inicio de la construcción de la obra hasta su culminación, se tiene previsto generar aproximadamente 8.000 puestos de trabajo, entre directos e indirectos.

Como parte de la industrialización del sector hidrocarburífero, se encuentra en desarrollo la Planta de Transformación de Polietileno – El Alto, que tiene como objetivo principal la elaboración de tuberías para gas natural, geo membranas para la impermeabilización y agro films derivados de polietileno con el fin de satisfacer la demanda interna de estos insumos para el desarrollo productivo. Esta planta también apoyará a la ampliación de la red de gas natural domiciliaria y contribuirá al cambio de la matriz energética. Su construcción generará cerca de 400 empleos directos e indirectos.

ii) Seguridad energética

De acuerdo a ENDE,²⁵ en línea con la política energética actual, esta empresa se encuentra invirtiendo en distintos proyectos de la cadena de valor del sector eléctrico (generación, transmisión y distribución) con el propósito de atender la creciente demanda interna, incorporar a comunidades alejadas al Sistema Interconectado Nacional (SIN), garantizar el suministro oportuno de energía a los megaproyectos impulsados por el sector público, generar excedentes para la exportación y consolidar a Bolivia como el centro energético de la región en línea con los objetivos de la Agenda Patriótica 2025.

En la generación de energía eléctrica sobresalen los proyectos de construcción de la planta termoeléctrica del Sur en Tarija, la planta termoeléctrica de Warnes en Santa Cruz, el Sistema Hidroeléctrico San José en Cochabamba y el de Miguillas en La Paz. El primer proyecto ya fue concluido, en tanto que el avance del segundo es de 75% y se tiene prevista su finalización en el segundo semestre de 2015. La construcción del tercero ya fue iniciada, y se prevé que entre en funcionamiento en octubre de 2017. Respecto a la construcción del Proyecto Hidroeléctrico Miguillas, iniciada en el mes de octubre de 2014 se espera que comience operaciones en 2019. Con todos estos proyectos se espera incrementar la generación bruta de energía eléctrica en 642 MW aproximadamente y su construcción demandará cerca de 7.000 empleos entre directos e indirectos.

25 En base a comunicación oficial ENDE-DGFN-12/63-14, cursada el 26 de diciembre de 2014.

Entre los proyectos de transmisión sobresale la Línea de Transmisión Chaco – Tarija, concluida en diciembre de 2014 en la que destaca la construcción de líneas de transporte de energía (fundaciones, montaje y tendido) y la ejecución de obras civiles en distintas subestaciones, posibilitando la incorporación de los sistemas aislados de Yacuiba, Villamontes, Caraparí, Entre Ríos y Bermejo al SIN, beneficiando a más de 60.000 familias. El proyecto se encuentra generando 1.500 empleos directos e indirectos.

iii) Industrialización del Litio

En el marco de la Estrategia Nacional de Industrialización de Recursos Evaporíticos, COMIBOL²⁶ está concretando el proyecto integral de industrialización del litio en el salar de Uyuni en tres etapas. En una primera etapa ya se concluyó la fase piloto de producción de carbonato de litio y cloruro de potasio, en una segunda se tiene prevista la construcción de una planta a escala industrial la cual, además de producir estos químicos a gran escala, producirá otras sales, finalmente se pretende concluir este complejo con la producción de baterías de ion litio.

El proyecto de producción industrial de sales básicas (fase II), principalmente de cloruro de potasio y, carbonato de litio y posteriormente de productos de magnesio y boro ha conseguido significativos avances en las inversiones entre los que se pueden mencionar: a) diseño, implementación y puesta en marcha de la planta industrial de cloruro de potasio, b) diseño, implementación y puesta en marcha de la planta de carbonato de litio, c) diseño y construcción de áreas de concentración de sales básicas (piscinas industriales), d) diseño y construcción de la infraestructura básica productiva y complementaria y equipamiento de la red de agua potable para el sistema operativo, e) implementación de soporte técnico, administrativo y logístico del sistema de infraestructura técnica operativa, f) implementación del soporte de investigación y desarrollo de exploración del yacimiento

²⁶ Según Informe Técnico GERE APL 049/2014, cursado el 18 de julio de 2014 e Informe Técnico GERE APL 106/2014, cursado el 29 de diciembre de 2014.

evaporítico y g) equipamiento de maquinaria y equipo industrial.

La fase III de producción de materiales cátodo, electrolito y baterías de ion litio constituye el primer eslabón de una de varias líneas de industrialización de estos recursos. Los avances físicos de la fase III de implementación de la planta piloto de baterías de litio que implica la agregación de valor a los productos obtenidos de la fase II, busca producir materiales y productos terminados a base del carbonato de litio producido en el Salar de Uyuni, tales productos se perfilan en baterías de litio, componentes de estas baterías como cátodos, ánodos, colectores, entre otros. COMIBOL informó la conclusión del diseño final de la planta industrial de potasio y de ingeniería conceptual de la planta industrial de carbonato de litio, se concretó la construcción de 650 hectáreas de piscinas de evaporación, junto a la construcción del sistema de almacenamiento y distribución de combustible en planta. Próximamente se culminará el diseño de la red de alta tensión de energía y de aducción de agua.

El proyecto, en forma conjunta pretende generar más de 2.200 empleos, entre directos e indirectos. A la fecha el Proyecto de Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar de Uyuni (Fase II) ha dado origen a 266 empleos directos y 930 empleos indirectos. En tanto que la implementación de la Planta Piloto de Baterías de Litio en Bolivia (Fase III), ha permitido la creación de 48 empleos directos y 170 indirectos.

iv) Seguridad alimentaria.

En el marco de la Seguridad Alimentaria con Soberanía, el Ente Emisor otorgó a EASBA tres créditos destinados a la implementación de la Planta Industrial Azucarera y Derivados. De acuerdo a esta empresa,²⁷ el avance de ejecución física a diciembre de 2014 es del 82%, destacándose la conclusión del diseño de la ingeniería básica y en detalle, el suministro de maquinaria y equipo, la capacitación del personal para la operación de la planta, la construcción y montaje de la planta industrial.

27 En base a comunicación oficial EASBA-NE-GG-N°019/2015, cursada el 14 de enero de 2015 y al Informe Técnico EASBA/IT/PL-N° 001/2015 del 6 de enero de 2015.

En cuanto al impacto social, para el cierre de 2014 se capacitó a cerca de un centenar de empleados y se logró generar más de 625 empleos directos y 1.300 empleos indirectos.

4.2.2 Transferencias del BCB para el Bono Juana Azurduy

Una contribución importante del BCB a las políticas sociales orientadas a mejorar la salud y la redistribución del ingreso es el financiamiento del BJA creado por DS N°066 de 3 de abril de 2009. El objetivo de esta política social es coadyuvar a reducir la mortalidad materno-infantil y la desnutrición crónica en los menores de dos años mediante la transferencia de hasta Bs1.820 a madres bolivianas, condicionada a que estas realicen sus controles pre natales, el parto y la atención médica de sus niños o niñas menores a dos años en centros autorizados (Cuadro 4.5)

Entre 2009 y 2014 el número de beneficiarios del BJA fue de 1.287.336 madres y niños y se ejecutó un presupuesto de más de Bs614 millones.

4.2.3 Fondo para la Revolución Industrial Productiva

El FINPRO financia la inversión de emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes económicos, mediante la otorgación de créditos a empresas públicas o a las que sean conformadas con participación mayoritaria del Estado. Este fondo se administra a través de un fideicomiso firmado entre el MEFP (fideicomitente) y el BDP (fiduciario). Los emprendimientos autorizados por Decreto Supremo con este financiamiento son:

- i) Empresa Pública Productiva Cementos de Bolivia (ECEBOL) D.S. N° 1734 (18/09/2013). Con la construcción de la planta de cemento en el municipio de Caracollo – Oruro, se profundiza la soberanía productiva. Además de ofrecer a la industria de la construcción un producto que cumpla con los estándares internacionales, este emprendimiento generará oportunidades económicas y laborales para los bolivianos y bolivianas.
- ii) Empresa Pública Productiva Lácteos de Bolivia (LÁCTEOSBOL) D.S. N° 1738 (25/09/2013) y D.S. N° 2125 (25/09/2014). Esta empresa,

CUADRO 4.5: BENEFICIARIOS Y MONTO EROGADO PARA EL BJA 2009-2014 (En personas y Bs)

Grupo beneficiario	Número	Monto (Bs)
Madres	522.963	74.865.895
Niños(as) menores de 2 años	764.373	539.221.385
TOTAL	1.287.336	614.087.280

FUENTE: Unidad Ejecutora BJA - Ministerio de Salud y Deportes

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Las cifras del monto erogado corresponden al presupuesto ejecutado hasta diciembre de 2014, el número de beneficiarios hasta el 30 de noviembre de 2014

además de la producción y comercialización de lácteos, contempla la producción de jugos con destino al subsidio prenatal y de lactancia, el desayuno escolar y el consumo en el mercado interno. Con el desarrollo de las dos plantas liofilizadoras de frutas en Cochabamba y La Paz se busca fortalecer la producción de jugos a través de un proceso que consiste en un tipo de congelación de la fruta o la pulpa para conservar sus cualidades.

- iii) QUIPUS D.S. N° 1759 (9/10/2013). Esta empresa se dedica al ensamblaje de computadoras, las cuales son distribuidas entre los estudiantes de unidades educativas fiscales en forma gratuita. Posteriormente Quipus ensamblará portátiles y tabletas a menor costo para el público. Actualmente, la capacidad de producción es de 800 computadoras, la cual será incrementada paulatinamente.
- iv) YACANA D.S. N° 1979 (16/04/2014). Esta empresa fue creada para el desarrollo de productos que forman parte del complejo productivo de camélidos. Entre sus principales proyectos se encuentra la implementación de una planta de transformación de fibra de camélidos en la localidad de Kallutaca – Laja, que permitirá la generación de un mayor valor agregado.
- v) PROMIEL D.S. N° 2001 (16/05/2014) y D.S. N° 2110 (8/09/2014). A través de los dos créditos destinados a esta empresa se busca fomentar el desarrollo del sector apícola con la finalidad de contribuir a la seguridad alimentaria y al mejoramiento de las condiciones de vida de productores y consumidores. Para este fin se implementará una planta procesadora de producción e industrialización de miel de abeja en el municipio de Monteagudo y una planta de procesamiento de stevia en el trópico de Cochabamba con destino al mercado interno y externo.
- vi) HUANUNI D.S. N° 2044 (25/06/2014). Los recursos aprobados serán destinados a la construcción de un ingenio de concentración de mineral de estaño en el departamento de Oruro, para obtener concentrados de este mineral con mayor calidad, los cuales se destinarán

principalmente a la empresa metalúrgica Vinto para su fundición.

- vii) CORANI S.A. D.S. N° 2066 (23/07/2014). A través de la implementación de la segunda fase del parque Eólico de Qollpana en Cochabamba se pretende incrementar la generación de energía eléctrica al interior del SIN, mediante la instalación de aerogeneradores.²⁸
- viii) VINTO D.S. N° 2129 (25/09/2014). Con la adquisición de concentrados de estaño, principalmente a Huanuni, la planta de fundición Ausmelt incrementará la producción de estaño metálico de 12.000TM a 30.000TM por año. Este proyecto, afín a la Agenda Patriótica 2025 y al Plan Estratégico del Ministerio de Minería, posibilitará que la estatal Vinto cumpla con sus metas de producción anual.
- ix) SANK'AYU D.S. N° 2132 (02/10/2014). Con el desarrollo de una planta en Kallutaca para la compra y fundición de chatarra y su procesamiento para la producción de perfiles y otros se ahorrará en el costo de producción de metal-mecánica.

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

La venta directa de Bonos al público por parte del BCB se ha constituido en un mecanismo que mejoró las condiciones de ahorro de la población, ofreciendo a las familias la seguridad de un título del BCB y tasas de interés más altas que las prevalecientes en las EIF. Otro mecanismo para mejorar el ahorro de las personas ha sido la emisión de CD, que permitió elevar el rendimiento de las Administradoras de los fondos del sistema integral de pensiones, beneficiando de esta manera a los aportantes. Adicionalmente, al ser un instrumento alternativo para regular la liquidez y señalar las tasas pasivas del sistema financiero, también indujo mejoras en estas tasas que benefician a los ahorros de la población en general.

Como se mencionó en la sección 3.1.2, los saldos de las colocaciones dirigidas a personas naturales crecieron de manera importante en los últimos años y, en particular en la última gestión. Es de destacar que, desde la creación de estos instrumentos en 2007

²⁸ La primera fase de la planta eólica produce actualmente 3 MW. de potencia.

hasta el cierre de 2014, se llegó a beneficiar a más de 68.000 bolivianas y bolivianos, en todas las capitales de Bolivia y ciudades intermedias, demostrándose de esta manera la mayor confianza que el público tiene en el Ente Emisor.

En 2014 se amplió la cobertura geográfica de las colocaciones de los bonos directos del BCB, llegando no solo a todas las ciudades capitales, sino también a las ciudades intermedias y poblaciones del área rural, por ejemplo: Quillacollo, Uyuni, Tupiza, Yacuiba, Punata, Bermejo, Viacha, Camiri, Sacaba, Colcapirhua, Camargo, Huanuni, Montero, Villa Tunari, Ivirgarzama, Villazón, Llallagua, Coroico, Padilla, Atocha, Uncía, Monteagudo, Charagua, Vallegrande, Vinto y Guanay.

Los beneficios de estos instrumentos son varios: a) la democratización del acceso a los instrumentos de regulación monetaria que anteriormente eran solo para las EIF, permitiendo así que personas de diferentes sectores de la sociedad puedan ahorrar en títulos del BCB; b) los atractivos rendimientos de los bonos de colocación directa del BCB se constituyen en una alternativa a los tradicionales depósitos en las EIF, incentivando de esta manera el incremento de las tasas de interés pasivas; c) mayores rendimientos que incentivaron el ahorro de clientes que anteriormente no mantenían depósitos en el sistema financiero, lo que además de promover la inclusión financiera permite también captar recursos que no estaban en las entidades financieras; y d) los Bonos Navideños, con rendimientos aún más atractivos, permiten postergar un gasto concentrado a finales de año, el cual en su mayoría se realiza en bienes importados, lo que además de promover el ahorro, evita el uso de las RIN.

Además del importante rol que tienen estos títulos en el control de la liquidez de la economía y en la mejora de la transmisión de las políticas del BCB, es de destacar su importante contribución al fortalecimiento de la cultura del ahorro en Bolivia.

4.2.5 Los beneficios de la estabilidad cambiaria

La orientación de la política cambiaria seguida desde 2006 consistente en mini apreciaciones y períodos de estabilidad, fue contraria a la vigente hasta 2005 la cual se caracterizaba por continuas depreciaciones de la MN.

Esta nueva orientación coadyuvó a alcanzar objetivos importantes, como el control de la inflación importada, la promoción de la bolivianización real y financiera y el anclaje de las expectativas en el mercado cambiario. Al mantener un tipo de cambio real en torno a los niveles de equilibrio, acorde a sus fundamentos, no se generó reducciones en la capacidad competitiva de los exportadores en los mercados internacionales; asimismo, contribuyó a la reducción de los costos de bienes intermedios y de capital de origen importado empleados en la industria nacional.

Cabe mencionar también que la apreciación y la estabilidad cambiaria mejoraron el poder adquisitivo de los hogares al haber contribuido a mitigar la inflación de origen externo, siendo especialmente relevantes sus beneficios durante los episodios de incrementos de los precios internacionales de alimentos en 2007 – 2008 y 2010 – 2011.

La prudencia en la administración del tipo de cambio permitió que la volatilidad de la paridad sea baja, a diferencia de economías que mantienen un tipo de cambio flexible. La baja volatilidad favoreció al crecimiento de la actividad real al proporcionar mayor certidumbre a los inversionistas nacionales y extranjeros. De esta manera, el crecimiento promedio de la economía boliviana en los últimos años se situó por encima del de varias economías de la región que experimentaron mayor volatilidad cambiaria.

La estabilidad cambiaria, tanto nominal como real, resulta importante para fomentar el crecimiento de largo plazo, evitando sobrereacciones que puedan ser perniciosas para la actividad económica. Por esta razón y otros motivos (incluyendo los posibles efectos en la inflación), varios países optaron por moderar las presiones hacia la depreciación de sus monedas, interviniendo activamente en sus mercados cambiarios.

4.2.6 Bolivianización para contribuir al control de la inflación y promover el crecimiento

En 2014 el proceso de bolivianización de la economía continuó avanzando y mejoró los mecanismos de transmisión de la política monetaria, permitiendo que el BCB pueda llevar a cabo sus políticas contracíclicas de un modo más efectivo posibilitando un mejor control de la inflación.

Adicionalmente, la Bolivianización incrementó los ingresos por señoreaje (diferencia entre el valor del dinero y el costo de producirlo), antes limitados por la alta dolarización. Asimismo, incrementó el nivel de las reservas internacionales y contribuyó a mejorar la capacidad de pago de las familias y empresas por obligaciones contraídas con el sistema financiero, reduciendo los costos de transacción que implicaba la dolarización, ya que los ingresos de las familias se encuentran denominados en MN. Esto último contribuyó a la estabilidad del sistema financiero, coadyuvando así al crecimiento sostenido de la economía.

V. Perspectivas y riesgos de la inflación

En el contexto internacional, las tasas de crecimiento de la actividad económica global para 2015 y 2016 serán levemente mayores con relación a la expansión de 2014. A pesar del impulso que cobró la actividad en EE.UU. y otras economías, las previsiones recientes suponen también una revisión a la baja respecto a la proyección para 2015 anunciada en el IPM de enero de 2014. Esta revisión se explica por perspectivas menos optimistas sobre el desempeño de un grupo de economías emergentes y en desarrollo como China y Rusia, economías avanzadas como Japón y la Zona Euro, además de países importantes en América Latina, especialmente Brasil.

A pesar que la Fed postergó su decisión de mover su tasa de referencia, se prevé que en los mercados financieros hayan fuertes episodios de incertidumbre a causa de factores vinculados al reacomodo del mercado petrolero mundial así como los resultados que pueda tener la política monetaria de la Zona Euro. Por su parte, se prevé que los bancos centrales mantengan sus políticas expansivas como es el caso de Europa, Japón y China, aunque se espera también que la Fed y el banco central de Inglaterra tiendan a endurecer sus políticas. Similar comportamiento se prevé en América Latina.

En lo concerniente al contexto interno, el crecimiento para 2014 alcanzaría a 5,5% tasa en línea a lo señalado en el IPM de octubre de 2014 (5,7%). Para la gestión 2015, se prevé una tasa de crecimiento de 5%. Este desempeño se fundamenta en un crecimiento sostenido de la demanda interna basado en un fuerte impulso de la inversión pública, en un entorno de menor crecimiento de la demanda externa.

Por su parte, la política monetaria mantendrá la orientación contracíclica para contribuir al crecimiento

económico con un adecuado balance de preservar la estabilidad de precios.

Finalmente, las proyecciones sobre la evolución de la variación de precios en Bolivia señalan que a finales de 2015 la inflación convergería a una tasa alrededor de 5,5%, situándose al interior del rango entre 4,5% y 6,5%. Para el cierre de 2016, se espera que la variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor se encuentre en torno a 5,3%.

5.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

Según proyecciones recientes, la tasa de crecimiento de la actividad económica global será de 3,5% en 2015 y de 3,7% para 2016, implicando una muy ligera recuperación con relación a la expansión que se habría registrado en 2014 (3,3%). No obstante, a pesar de la caída del precio del petróleo y el consiguiente impulso que cobró la actividad en EE.UU, las previsiones recientes suponen también una revisión a la baja de 0,4pp respecto a la proyección para 2015 anunciada en el IPM de enero de 2014 (Cuadro 5.1).

Esta revisión responde a perspectivas menos optimistas sobre el desempeño de un grupo de economías emergentes y en desarrollo como China y Rusia, economías avanzadas como Japón y la Zona Euro, además de países importantes en América Latina, especialmente Brasil.

En este marco, se estima que las economías avanzadas alcancen en 2015 una expansión mayor a la de la gestión precedente, revisándose al alza su proyección de crecimiento en 0,1pp hasta alcanzar una tasa de 2,4%, fundamentalmente por el repunte observado en EE.UU en los últimos meses y la mejora en sus indicadores de empleo. El crecimiento de este grupo de países exceptuando EE.UU. será apuntalado por políticas monetarias expansivas, los impulsos fiscales y los menores costos de la energía. Sin embargo, existen riesgos que podrían afectar este desempeño y que se relacionan con un escenario de estancamiento y deflación en la Zona Euro y Japón.

Por otro lado, las economías emergentes y en desarrollo se encuentran en un proceso de moderación en su crecimiento, debido principalmente a la desaceleración de China que tendrá repercusiones en muchos países de Asia; entre otros factores adicionales cabe mencionar también las débiles perspectivas para Rusia, las condiciones financieras

externas menos favorables y la disminución de las perspectivas de crecimiento de países exportadores de *commodities*. En este sentido, se prevé una ralentización en su dinamismo económico con un crecimiento de 4,3% en 2015, levemente inferior al registrado en 2014 (4,4%).

En el caso de China, para 2015 se espera un crecimiento de 6,8% y uno de 6,3% para el año siguiente. Si bien estas tasas no dejan de ser elevadas, se advierte una tendencia a la desaceleración en las últimas gestiones. En parte, dicha tendencia responde a las políticas orientadas a rebalancear las fuentes de crecimiento de esta economía, favoreciendo aquel basado en un mayor consumo interno; así como a la reducción de las vulnerabilidades asociadas a un excesivo crecimiento de la inversión. Los menores precios del petróleo en 2015 podrían ser un factor de dinamización de esta economía.

De igual forma, las expectativas sobre el comportamiento de las economías de América Latina y el Caribe (AL), apuntan a una baja tasa de crecimiento para 2015 (1,3%), bastante próxima a la observada en la gestión anterior (1,2%). Cabe notar la significativa revisión a la baja de la tasa de crecimiento regional para 2015, menor en 2pp a la anunciada en el IPM de enero de 2014, fundamentalmente por una reevaluación de importancia a las perspectivas de Brasil y Argentina.

El débil desempeño de la región en 2015 sería consecuencia de factores externos e internos, entre los que destaca el moderado crecimiento de la demanda externa, el descenso de los precios internacionales de los *commodities* exportados, además de una contracción de la inversión. Para 2016, se estima una mejora gradual del desempeño aunque manteniéndose en tasas moderadas.

En este contexto, el crecimiento externo relevante para Bolivia alcanzaría en 2015 a 2,5%, ligeramente por encima del registrado en 2014 (1,9%), aunque inferior al anunciado en el IPM de enero de 2014 (3,3%). Mientras, para 2016 se estima una recuperación, con una tasa de 3,2% (Gráfico 5.1).

Por su parte, las expectativas de inflación mundial para el cierre de 2015 son de 3,9%, con cifras inferiores en el caso de las economías avanzadas (1%) y bastante superiores para las economías

CUADRO 5.1: CRECIMIENTO EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS^{1/}
(Variación anual, en porcentaje)

	2013		2014		2015 (p)		2016 (e)
	CF	FMI	CF	FMI	CF	FMI	FMI
Producto Mundial	3,3	2,7	3,3	3,2	3,5	(3,9)	3,7
Economías Avanzadas	1,3	n.d.	1,8	n.d.	2,4	(2,3)	2,4
Estados Unidos	2,2	2,2	2,4	3,0	3,6	(3,0)	3,3
Zona del Euro	-0,5	0,8	0,8	1,1	1,2	(1,4)	1,4
Japón	1,6	0,8	0,1	1,0	0,6	(1,0)	0,8
Economías emergentes y en desarrollo	4,7	n.d.	4,4	n.d.	4,3	(5,4)	4,7
China	7,8	7,4	7,4	7,1	6,8	(7,3)	6,3
India	5,0	5,6	5,8	6,3	6,3	(6,4)	6,5
América Latina y El Caribe	2,8	1,1	1,2	1,9	1,3	(3,3)	2,3
Argentina ^{2/}	2,9	(1,1)	(1,7)	(0,7)	(1,5)	(2,8)	n.d.
Brasil	2,5	0,2	0,1	0,7	0,3	(2,8)	1,5
Chile ^{2/}	4,2	1,9	2,0	3,0	3,3	(4,5)	4,0
Colombia ^{2/}	4,7	4,9	4,8	4,3	4,5	(4,5)	4,5
México	1,4	2,3	2,1	3,5	3,2	(3,5)	3,5
Perú ^{2/}	5,8	2,9	3,6	4,7	5,1	(5,8)	5,5
R.B. de Venezuela ^{2/}	1,3	(3,3)	(3,0)	(2,0)	(1,0)	(2,2)	0,0
E.P. de Bolivia ^{3/}	6,8	5,5	5,0				
PIB relevante para el E.P. de Bolivia^{4/}	3,0	1,9	2,5	3,2			

FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (enero de 2014 y enero de 2015), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (diciembre de 2014) y *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2014)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: Las proyecciones del FMI de 2015 y 2016 corresponden a enero de 2015, última información disponible. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2014

^{1/} Las proyecciones de crecimiento mundial y regional del FMI se basan en las nuevas ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo derivadas de la encuesta de 2011 del Programa de Comparación Internacional (PCI)

^{2/} Datos del FMI actualizados a octubre de 2014

^{3/} En el caso del E.P. de Bolivia se toman las cifras y proyecciones oficiales

^{4/} Crecimiento promedio anual ponderado de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro)

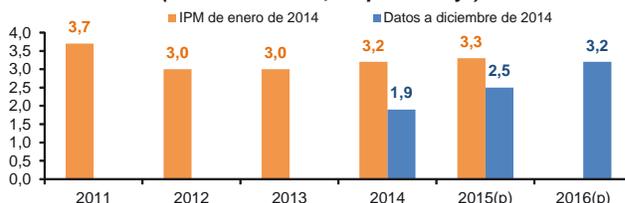
(p) proyectado

(e) estimado

(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecasts*

GRÁFICO 5.1: CRECIMIENTO DEL PIB EXTERNO RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación anual, en porcentaje)



FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países. FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (enero de 2015). *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2014)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio del crecimiento de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia ponderado por su participación en el comercio exterior boliviano

(p) proyectado

CUADRO 5.2: INFLACIÓN EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
(Variación interanual, en porcentaje)

	2013	2014	2015 (p)		2016 (e)
		FMI	CF	FMI	FMI
Economía Mundial	3,6	3,9 (3,8)	2,9	3,9 (3,6)	3,7
Economías Avanzadas^{1/}	1,4	1,4 (1,9)	n.d.	1,0 (1,9)	1,5
Estados Unidos	1,3	0,8 (1,9)	1,7	2,0 (1,9)	2,3
Zona del Euro	0,8	-0,2 (1,4)	0,9	1,0 (2,0)	1,3
Japón	1,4	2,4	1,8	3,0	1,4
Economías emergentes y en desarrollo^{1/}	5,9	5,4 (5,5)	9,3	5,7 (5,1)	5,4
China	2,5	1,6	2,5	2,5 (3,0)	3,0
India	8,3	4,3	6,1	7,3 (7,8)	6,7
América Latina y El Caribe	7,8	n.d.	n.d.	n.d. (5,7)	n.d.
Argentina	10,9	23,9	24,5	n.d. (10,8)	n.d.
Brasil	5,9	6,4	6,4	6,0 (5,0)	5,3
Chile	3,0	4,6	2,9	3,0 (3,0)	3,0
Colombia	1,9	3,7	3,1	3,0 (3,0)	3,0
México	4,0	4,1	3,5	3,5 (3,0)	3,0
Perú	2,9	3,2	2,6	2,2 (2,0)	2,0
R.B. de Venezuela	56,2	68,5	79,6	55,9 (28,0)	46,4
E.P. de Bolivia ^{2/}	6,5	5,2	5,5		5,3
Inflación relevante para el E.P. de Bolivia^{3/}	-2,2	-1,5	-4,1		3,1

FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial (octubre de 2014 y enero de 2015), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (diciembre de 2014) y *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2014)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: Las proyecciones del FMI de 2015 y 2016 corresponden a octubre de 2014, última información disponible. Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de enero de 2014

^{1/} Las proyecciones de 2015 y 2016 corresponden a la actualización de enero de 2015.

^{2/} En el caso del E.P. de Bolivia se toma en cuenta las cifras y proyecciones oficiales

^{3/} Corresponde al promedio de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia (Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, EE.UU., Japón, México, Perú, Reino Unido, Suiza, Uruguay, R.B. de Venezuela y la Zona del Euro), ponderado por el comercio exterior boliviano con éstos

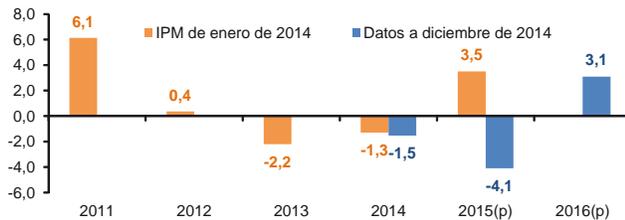
(p) proyectado

(e) estimado

(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecasts*

GRÁFICO 5.2: INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA
(Variación promedio, en porcentaje)



FUENTE: Bancos centrales e institutos de estadística de los países. FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (julio de 2014) y *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2014)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Corresponde al promedio ponderado por el comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia (p) proyectado

emergentes y en desarrollo (5,7%; Cuadro 5.2). Estas proyecciones consideran la existencia de bajos niveles de capacidad utilizada en las economías desarrolladas y correcciones a la baja en los precios internacionales de *commodities*, especialmente del petróleo.

Cabe destacar que las expectativas de inflación en la Zona Euro se redujeron considerablemente, generando temores con relación a los efectos de un escenario de prolongación de la deflación en 2015.

Por el contrario, luego de haber mostrado variaciones negativas en los últimos años, la inflación interanual en Japón aumentó significativamente, debido a las medidas de política monetaria y fiscal expansivas llevadas a cabo desde 2013. Otro factor adicional que contribuyó al incremento de la variación de precios en Japón fue la elevación del impuesto al consumo en 2014, aspecto que también tendría incidencia en los próximos años al anunciarse un futuro incremento del impuesto de 10% hasta abril de 2017.

Bajo este panorama, en 2015 la inflación externa relevante para Bolivia se situaría en niveles negativos (-4,1%), con una magnitud mayor a los registrados en 2014 (-1,5%). Para 2016 se estima un registro positivo, en torno a 3,1% (Gráfico 5.2).

Finalmente, se prevé que los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantengan sus tasas de política monetaria en niveles mínimos y continúen con sus medidas no convencionales para estimular la demanda agregada. Por ejemplo, en la Zona Euro se espera que el BCE intensifique su política monetaria expansiva, principalmente con el plan de flexibilización monetaria para comprar los bonos de los gobiernos que utilizan esta moneda común con el objeto de dinamizar esa área económica y mitigar los riesgos deflacionarios²⁹.

Sin embargo, la excepción a esta orientación será la de la Reserva Federal de EE.UU. y posiblemente el Banco de Inglaterra. En el caso de la *Fed* que ya finalizó su programa de flexibilización cuantitativa en octubre de 2014, se espera un incremento de tasas de interés para 2015. De acuerdo a la última reunión de su Comité de Política Económica sostenida en diciembre de 2014, el incremento de las tasas de interés podría producirse antes de lo esperado si

²⁹ En marzo de 2015, el BCE comenzó a comprar deuda pública de la Zona Euro par impulsar el crecimiento y la inflación, por un monto mensual de €60 mil millones hasta fines de septiembre de 2016.

el mercado de trabajo y la inflación evolucionan favorablemente hacia los objetivos del Comité.

En el caso de las economías emergentes, las perspectivas sobre la orientación de política monetaria continúan diferenciadas y responden principalmente a las particularidades de cada una de ellas. Cabe remarcar que el aumento del costo del dinero en EE.UU., la baja en los precios internacionales del crudo y los conflictos geopolíticos que pudieran presentarse en 2015 podrían generar mayor volatilidad financiera en este grupo de países. En este marco, es probable que los flujos de capital hacia los países emergentes se reduzcan con respecto a lo que se estaba observando en períodos previos.

En América Latina, para 2015 se espera que los bancos centrales mantengan sus tasas de política monetaria, con la excepción de Brasil que todavía tiene una alta inflación, y que además muchos intervengan sus mercados cambiarios para disminuir la volatilidad internacional.

5.2 CONTEXTO NACIONAL

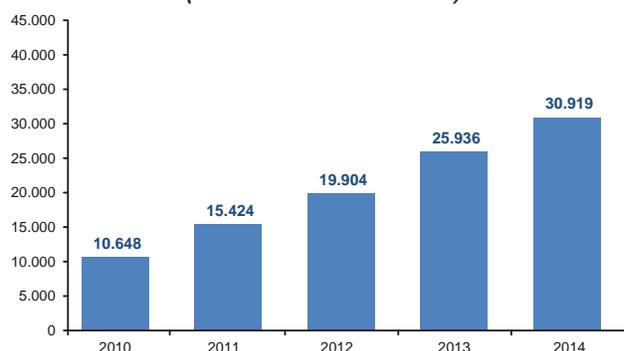
En lo concerniente al desempeño del sector real de la economía del Estado Plurinacional de Bolivia, el crecimiento en 2014 habría sido aproximadamente 5,5% tasa muy próxima a la que se proyectó en el IPM de octubre de 2014 (5,7%). Esta revisión se realiza en consideración a los posibles factores que afectaron el normal desempeño del sector real como resultado de una ralentización del sector externo.

Para la gestión 2015, se prevé una tasa de crecimiento de 5,0% similar al crecimiento promedio del periodo 2006 – 2014 (5,1%), y muy por encima del registrado en el periodo 1997 – 2005 (3,2%). Por el lado del gasto, este desempeño se fundamenta en un crecimiento sostenido de la demanda interna basado en un fuerte impulso de la inversión pública, en un entorno de una menor demanda externa (Gráfico 5.3).

El crecimiento estimado se sustenta principalmente en los siguientes sectores: i) Construcción y Obras Públicas; ii) Industria Manufacturera; iii) Servicios Financieros; iv) Agropecuario; y v) Servicios de la Administración Pública.

El crecimiento previsto en el sector de Construcción y Obras Públicas se sustentará en una fuerte expansión de la inversión pública destinada a incrementar el *stock* de capital, toda vez que

GRÁFICO 5.3: EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA
(En millones de bolivianos)



FUENTE: VIPFE
ELABORACIÓN: APEC-BCB

el Órgano Ejecutivo programó una inversión equivalente a Bs42.387 millones (37% más que el programado en 2014). Las previsiones consideran un alto porcentaje de ejecución, fundamentalmente en proyectos de infraestructura (energía, recursos hídricos y transporte) y productivos (agropecuario, hidrocarburos, industria, turismo y minería). De igual manera, la mayor demanda de edificios residenciales producto de un mayor acceso a créditos de vivienda social con 100% de financiamiento coadyuvó al desempeño de ese sector.

El crecimiento de la Industria Manufacturera estaría fundamentado en la puesta en marcha de proyectos de industrialización de los hidrocarburos, particularmente en el desempeño de la actividad de Productos de Refinación de Petróleo, donde destaca la mayor elaboración de Gas Licuado de Petróleo (GLP) impulsada por el inicio de operaciones de la Planta Separadora de Líquidos Gran Chaco – Carlos Villegas Q.- en el segundo semestre de 2015³⁰ y por el funcionamiento a su máxima capacidad de la Planta Separadora de Líquidos de Río Grande. Asimismo, se estima que la producción de cemento continué con el dinamismo observado en línea con el impulso del sector de la construcción.

Por su parte se espera que en 2015 el sector de Servicios Financieros sea más dinámico y permita la mayor canalización de fondos prestables hacia el sector privado, fundamentalmente productivo y de construcción, en cumplimiento a la Ley N° 393 de Servicios Financieros. La previsión asume que durante gran parte año se mantengan tasas de interés monetarias bajas en línea con la orientación de la política monetaria.

Respecto al desempeño del sector Agropecuario se prevé un mayor dinamismo en línea con los acuerdos entre el sector privado y el gobierno en pro de alcanzar los objetivos planteados en la Agenda Patriótica 2025 buscando como fin la seguridad con soberanía alimentaria del país.

Por su parte, los Servicios de la Administración Pública se constituirían también en un sector que impulse el desempeño de la economía, no solamente por la creciente participación que tiene el Estado en la economía, sino también por su rol en la redistribución del ingreso.

30 En efecto, la construcción de la Planta de Gran Chaco – Carlos Villegas Q. muestra un avance de 91,9% a diciembre de 2014, se espera su finalización para marzo de 2015 y puesta en funcionamiento para julio.

En cuanto a la orientación de las políticas del BCB, manteniendo su carácter contracíclico, éstas contribuirán al objetivo de incentivo al crecimiento económico con un adecuado balance con el de preservar la estabilidad de precios.

El Programa Monetario para la gestión 2015 considera un objetivo de inflación en torno al 5,5% y de crecimiento de la actividad económica de alrededor de 5,0%.

Sin embargo, debido a que las trayectorias de estos agregados no son lineales en el transcurso del año, se prevé que en los primeros meses de 2015 la política monetaria se oriente a recoger excedentes de liquidez que puedan generar posibles presiones inflacionarias. Esta orientación le permite al BCB una importante capacidad para realizar políticas expansivas más adelante, si las condiciones de la economía lo requieren, mediante el vencimiento de los títulos de regulación monetaria y otros.

En base a los supuestos de crecimiento e inflación que constituyen determinantes de la demanda de dinero, se proyecta que en 2015 la emisión monetaria crecerá en 13,3% (Bs5.504 millones).

La política cambiaria estará dirigida a consolidar el proceso de estabilización de la inflación importada, anclar las expectativas de la población, promover la consolidación de la bolivianización para preservar la estabilidad del sistema financiero y la mitigación de los efectos de choques externos evitando desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto a su nivel de largo plazo.

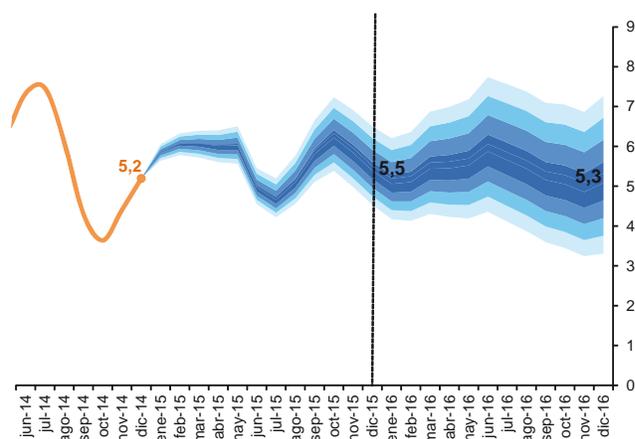
5.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

En esta sección se presenta la trayectoria más probable que podría seguir la inflación en el bienio 2015–2016. Las proyecciones se realizan sobre la base de evaluaciones cuantitativas y cualitativas, considerando factores del contexto interno y externo, en razón de su influencia sobre la evolución futura de los precios domésticos.

En ese sentido, en el escenario más probable, se espera que al cierre del año la inflación converja a una tasa alrededor de 5,5%, al interior de un rango entre 4,5% y 6,5%. Por otro lado, para 2016 se estima que la variación de precios se sitúe en torno a 5,3% (Gráfico 5.4).

Los factores que determinan esta proyección son consistentes con un contexto en el cual la demanda

GRÁFICO 5.4: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA
(Variación a doce meses, en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTAS: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central
La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%

interna, impulsada tanto por el consumo como por las inversiones pública y privada, seguirá constituyéndose en el motor de la economía nacional. Asimismo, las proyecciones de inflación son también consistentes con un entorno internacional caracterizado por una desaceleración de la actividad de los socios comerciales y por disminuciones de precios en los mercados internacionales de *commodities*. En suma, estos aspectos configurarían un entorno externo con menores presiones inflacionarias para el país.

5.4 BALANCE DE RIESGOS

El escenario base de proyección de la inflación para 2015 y 2016 se construyó a partir de una serie de supuestos sobre el comportamiento de diferentes factores internos y externos. No obstante, es importante considerar la presencia de diversos riesgos que, de materializarse, podrían conducir a la inflación a una trayectoria diferente a la prevista, por encima o por debajo de los valores esperados.

Entre los riesgos que podrían sesgar al alza los resultados de la inflación se encuentran: i) nuevos repuntes de precios de alimentos debido a choques de oferta, asociados a la ocurrencia del fenómeno de El Niño durante 2015; ii) ajustes en las tarifas de algunos bienes y servicios regulados; iii) crecimiento del gasto interno por encima de los niveles previstos; y iv) exacerbación de expectativas de inflación y realización de prácticas especulativas.

En sentido contrario, entre los factores a la baja se pueden mencionar: i) disminución de precios internacionales de las materias primas; ii) dinamismo del PIB externo relevante por debajo del esperado; iii) tendencia a mantener las depreciaciones de las monedas en los principales socios comerciales; y iv) efectos de las políticas de abastecimiento y lucha contra la especulación del Gobierno Nacional.

De concretarse alguno de los riesgos mencionados, el Órgano Ejecutivo y el BCB, en el marco de sus competencias y de forma coordinada, aplicarán los instrumentos de política a su disposición para cumplir con el objetivo de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda y, de esta forma, contribuir al desarrollo económico y social de la economía boliviana.

Abreviaturas y siglas de uso frecuente en esta publicación

\$us	Dólares estadounidenses
ABS	Compra de bonos de titularización de activos
AFP	Administradora (s) de Fondos de Pensiones
ALADI	Asociación Latinoamericana de Integración
ALALC	Asociación Latinoamericana de Libre Comercio
ALBA	Alianza Bolivariana para los Pueblos de nuestra America
ANH	Agencia Nacional de Hidrocarburos
APS	Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
BBI	Barriles
BBV	Bolsa Boliviana de Valores
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BCO	Bancos
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BJA	Bono Juana Azurduy de Padilla
Bs.	Bolivianos
BTU	<i>British Thermal Unit</i> (Unidad de Energía)
BUN	Banco de la Unión
CAN	Comunidad Andina de Naciones
CAP	Coefficiente de Adecuación Patrimonial
CD	Certificados de Depósitos a las administradoras de fondos del sistema integral de pensiones.
CELAC	Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
<i>CIF</i>	Costos, Seguros y Fletes (<i>Cost, Insurance and Freight</i>)
CIN	Crédito Interno Neto
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
COMIBOL	Corporación Minera de Bolivia
CONTRACABOL	Confederación Nacional de Trabajadores en Carne de Bolivia
CONAPAABOL	Confederación Nacional de Panificadores Artesanales de Bolivia
CPE	Constitución Política del Estado
DEG	Derechos Especiales de Giro
DPF	Depósito a Plazo Fijo
D.S.	Decreto Supremo
e	Estimado
E.P. DE BOLIVIA	Estado Plurinacional de Bolivia
EASBA	Empresa Azucarera San Buenaventura

EBIH	Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos
ECEBOL	Empresa Pública Productiva Cementos de Bolivia
EE.UU.	Estados Unidos
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EIF	Entidades de Intermediación Financiera
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
ENDE	Empresa Nacional de Electricidad de Bolivia
EPNE	Empresas Públicas Nacionales Estratégicas
ER	Encaje Requerido
FAO	Organización de las Naciones Unidas para la agricultura y la Alimentación (Food and Agriculture Organization)
FBKF	Formación Bruta de Capital Fijo
FED	Banco de Reserva Federal
FINPRO	Fondo de Revolución Industrial Productiva
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOB	Puesto a Bordo (<i>Free On Board</i>)
FONDESIF	Fondo de Desarrollo del Sistema Financiero y Apoyo al Sector Productivo
FONDO RAL	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos
Fondo RAL-ME	Fondo de Requerimiento de Activos Liquidos en Moneda Extranjera
FRUV	Fondo de Renta Universal de Vejez
G7	Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón y Reino Unido.
GAA	Gasoducto al Altiplano
GLP	Gas licuado de petróleo
ICC	Índice del Costo de la Construcción
IED	Inversión Extranjera Indirecta
INE	Instituto Nacional de Estadística
IP	Índice de Precios
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPC-I	Índice de Precios al Consumidor Importado
IPC-MC	Índice de Precios al Consumidor de la Mano de obra Calificada
IPC-MNC	Índice de Precios al Consumidor de la Mano de obra No Calificada
IPC-N	Núcleo Inflacionario
IPC-REM	Índice de Precios al Consumidor de todas las Actividades Remuneradas
IPC-S	Índice de Precios al Consumidor Subyacente
IPC-SA	Índice de Precios al Consumidor Sin Alimentos
IPE	Índice de Precios Externos
IPE-STC	Índice de Precios Externos de cada Socio Comercial
IPM	Informe de Política Monetaria
IPPBX	Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (Considera cotizaciones internacionales excepto para el gas natural)
IPPIM	Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero
IRM	Intensidad de Regulación Monetaria
ITCER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
LACTEOSBOL	Empresa Pública Productiva Lácteos de Bolivia
M1	Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del publico + Depósitos a la vista en MN y UFV
M'1	Agregado monetario conformado por: M1 + Depósitos a la vista en ME y MVDOL
M2	Agregado monetario conformado por: M1 + Caja de Ahorros en MN y UFV
M'2	Agregado monetario conformado por: M2 + Caja de Ahorros en ME y MVDOL

M3	Agregado monetario conformado por: M2 + Depósitos a Plazo y Otros depósitos, en MN y UFV
M'3	Agregado monetario conformado por: M3 + Depósitos a Plazo y Otros, en ME y MVDOL
MDPEP	Ministerio Desarrollo Productivo y Economía Plural
MDRyT	Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
MMBTU	Millones de BTU (<i>Millions of British Thermal Units</i>)
MMm3/d (MMmcd)	Millones de metros cúbicos por día
MN	Moneda Nacional
MUT	Mutuales
MVDOL	Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor respecto
NAFIBO	del Dólar estadounidense Nacional Financiera Boliviana
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
OPEP	Organización de países Exportadores de Petróleo (<i>Organization of the Petroleum Exporting Countries</i>)
OSEA	Obligaciones Sujetas a Encaje Adicional
OSEA -ME	Obligaciones Sujetas a Encaje Adicional en Moneda extranjera
p	Preliminar
p/	Cifras Preliminares
p.e.	Por ejemplo
pb	Puntos básicos o puntos base
PGE	Presupuesto General del Estado
PIB	Producto Interno Bruto
PIL	Planta Industrializadora de Leche
PMI	Índice de Gerentes de Compra (<i>Purchasing Managers Index</i>)
pp	Puntos porcentuales
PYME	Pequeña y Mediana Empresa
R.B. DE VENEZUELA	República Bolivariana de Venezuela
RAL	Requerimiento de Activos Líquidos
RC	Reservas Complementarias
RIB	Reservas Internacionales Brutas
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROE	Rentabilidad sobre patrimonio (<i>Return On Equity</i>)
S&P	Standard & Poor's
SAFI	Sociedade(s) Administradora(s) de Fondos de Inversión
SELA	Sistema Económico Latinoamericano y del Caribe
SIN	Sistema Interconectado Nacional
SPNF	Sector Público No Financiero
TCPP	Tipo de Cambio Promedio Ponderado
TCRE	Tipo de Cambio Real de Equilibrio
TEA	Tasa Efectiva Anualizada
TGN	Tesoro General de la Nación
TM	Toneladas Métricas largas
TRe	Tasa de Referencia
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
UNASUR	Unión de Naciones Suramericanas
WTI	West Texas Intermediate
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos



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