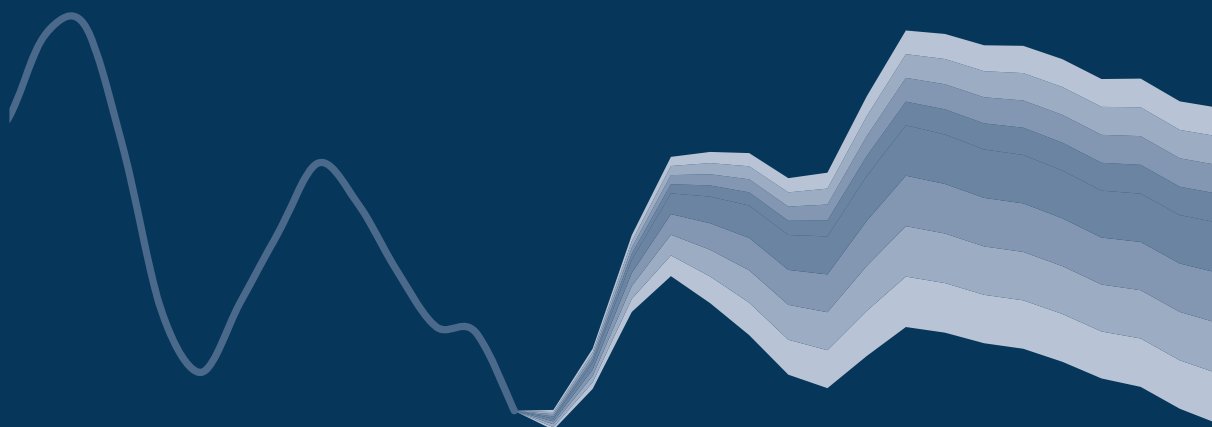


# INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA

JULIO 2015



---

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

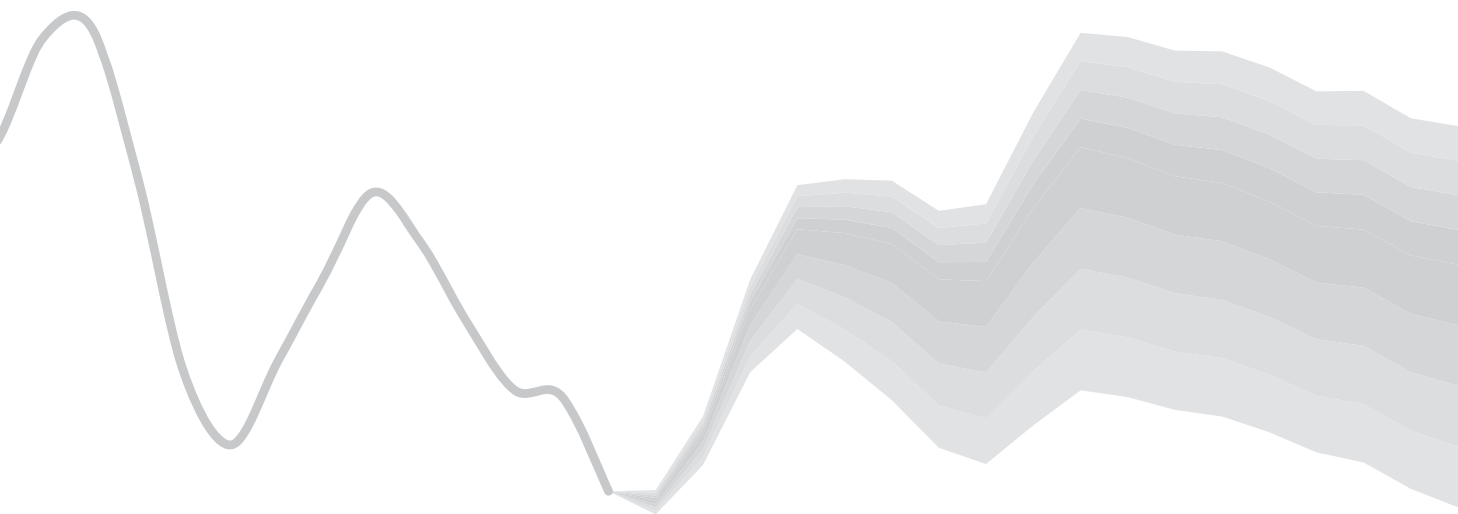
**INFORME *de***  
**POLÍTICA**  
**MONETARIA**

---

JULIO 2015

**Banco Central de Bolivia**





**Informe de Política Monetaria  
Julio 2015**

400 copias impresas

Fecha de Publicación • Agosto 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](http://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](mailto:apec@bcb.gob.bo)

# Índice

<b>PRESENTACIÓN</b> .....	VII
<b>RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	XI
<b>1. ENTORNO INTERNACIONAL</b> .....	1
1.1 Actividad económica mundial.....	2
1.2 Precios de los productos básicos.....	5
1.3 Inflación internacional y orientación de las políticas económicas .....	5
1.4 Movimientos de capitales y mercados financieros .....	7
<b>2. ENTORNO NACIONAL</b> .....	9
2.1 Actividad económica y gasto.....	10
2.1.1 Actividad Económica.....	10
2.1.2 Comportamiento del PIB según gasto .....	14
2.2 Desempeño externo.....	14
2.3 Intermediación financiera .....	16
<b>3. POLÍTICAS DEL BCB</b> .....	19
3.1 Política monetaria.....	20
3.1.1 Programa monetario .....	21
3.1.2 Operaciones de regulación monetaria .....	22
3.2 Política cambiaria .....	28
3.2.1 Orientación de la política cambiaria .....	28
3.2.2 El Bolsín y la venta directa de dólares del BCB.....	29
3.2.3 Comportamiento de los tipos de cambio.....	30
3.3 Otras medidas para el control de la inflación .....	30
3.4 Políticas que contribuyen al desarrollo económico y social .....	32
3.4.1 Financiamiento del BCB a las EPNE .....	32
3.4.2 Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy.....	33
3.4.3 Financiamiento y transferencia del BCB al FINPRO.....	34
3.4.4 Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias .....	34
3.4.5 Política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución .....	35
3.4.6 Políticas para incentivar la bolivianización.....	36

<b>4. ESTABILIDAD DE PRECIOS Y DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL</b> .....	<b>37</b>
4.1 Comportamiento reciente de la inflación .....	38
4.1.1 Contexto y evolución reciente de la inflación .....	38
4.1.2 Indicadores de tendencia inflacionaria .....	40
4.1.3 Inflación por divisiones del IPC .....	41
4.1.4 Inflación por ciudades .....	42
4.1.5 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias.....	42
4.1.5.1 Índice de precios al productor industrial manufacturero .....	43
4.1.5.2 Índice de costos de la construcción .....	43
4.1.5.3 Índice de precios de actividades remuneradas.....	43
4.1.6 Factores que explican la evolución reciente de la inflación .....	44
4.1.6.1 Corrección de precios de un grupo de alimentos .....	44
4.1.6.2 Bajas expectativas inflacionarias .....	45
4.1.6.3 Reducidas presiones inflacionarias externas.....	46
4.1.6.4 Ajustes moderados de precios relativos de ciertos servicios.....	47
4.2 Desarrollo económico y social.....	47
4.2.1 Créditos del BCB a las EPNE .....	47
4.2.2 Transferencias del BCB para el Bono Juana Azurduy .....	51
4.2.3 Fondo para la Revolución Industrial Productiva.....	51
4.2.4 Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias .....	53
4.2.5 Los beneficios de la estabilidad cambiaria.....	54
4.2.6 Bolivianización para contribuir al control de la inflación y promover el crecimiento .....	55
<b>5. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN</b> .....	<b>57</b>
5.1 Contexto internacional.....	58
5.2 Perspectivas del sector real .....	61
5.3 Perspectivas de la inflación .....	63
5.4 Balance de Riesgos .....	63

# Presentación

El Informe de Política Monetaria (IPM) es la principal publicación sobre las políticas del Banco Central de Bolivia (BCB). A través del mismo, se difunde las políticas implementadas recientemente para alcanzar los objetivos propuestos anteriormente, los márgenes y desvíos obtenidos, la orientación de las políticas en los próximos meses y los objetivos previstos para el próximo bienio.

El IPM es elaborado y divulgado desde 2006 de forma semestral, constituyéndose en un medio efectivo a través del cual la principal autoridad monetaria rinde cuentas sobre su desempeño. Este informe es presentado por autoridades del BCB en todo el país a organizaciones sociales, gremios empresariales, profesionales, estudiantes y medios de comunicación.

El IPM de julio de 2015 analiza la evolución de las principales variables económicas durante el primer semestre de la presente gestión, en un contexto internacional diferente, caracterizado por la desaceleración de la mayoría de las economías, la caída de los precios internacionales de las materias primas, menores flujos externos a las economías emergentes y en desarrollo, la depreciación de la mayoría de las monedas y el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Para el caso de Latinoamérica, un tópico especial de interés es la inflación que en la mayoría de los países ha alcanzado niveles superiores a registros previos y, en algunos casos, ha rebasado sus metas.

En dicho contexto, se destaca el fuerte dinamismo de la actividad económica y la baja inflación en Bolivia, ambas las más sobresalientes de Sudamérica. En efecto, el crecimiento a mayo de 4,6% (en variación a doce meses igual a 5,1%) es el más alto y la inflación

acumulada en el primer semestre (1,1%) es la más baja entre los países del continente. Junto con el logro de estos objetivos, las metas del Programa Fiscal Financiero suscrito a principios de este año se encuentran en línea con lo previsto.

Los resultados observados en el primer semestre de la gestión son consecuencia de las políticas monetarias y fiscales contracíclicas, y de la coordinación y complementación adecuada entre ellas. Para el cierre de 2015, se ratifican los objetivos de inflación (5,5%, en un rango de 4% y 6%) y de crecimiento (alrededor de 5,0%) anunciados a principios de año.

En esta dirección, para el segundo semestre se mantendrá la orientación expansiva de la política monetaria observada en el segundo trimestre, realizando un balance cuidadoso entre preservar una inflación baja y dinamizar la actividad económica, conforme al objetivo constitucional del BCB de mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social. 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).

Mantener un ambiente macroeconómico estable, una inflación baja y mitigar los choques del ciclo económico y financiero internacional son tareas en las que estamos empeñados y que contribuyen al vivir bien de las bolivianas y bolivianos.

La Paz, julio de 2015





## Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 31 de julio de 2015. Por lo tanto, la información expuesta es preliminar y podría estar sujeta a revisiones posteriores.



# Resumen Ejecutivo

En el primer semestre de 2015, el crecimiento de la actividad económica mundial se caracterizó por la desaceleración de varias economías principalmente las emergentes. Las economías, desarrolladas continuaron con un débil proceso de recuperación. En el caso de Estados Unidos, el crecimiento para 2015 fue revisada a la baja, a causa de un desempeño económico menor al esperado en el primer trimestre. La recuperación en la Zona Euro y Japón es todavía muy lenta. En los países emergentes y en desarrollo, la actividad económica continuó su desaceleración, especialmente en América Latina, destacando la contracción en Brasil. En este contexto, el crecimiento de Bolivia se situó de acuerdo a lo esperado, constituyéndose nuevamente en el más alto de Sudamérica.

En este marco, caracterizado por menores precios de las materias primas y una débil recuperación económica, la inflación global se mantuvo en niveles moderados en las economías avanzadas. Contrariamente, en varios países emergentes y en desarrollo, la inflación tendió a incrementarse por la depreciación de sus monedas, como fue el caso en América Latina. Por el contrario, la variación de precios en Bolivia acumulada durante el primer semestre fue la más baja de la región.

La desaceleración y el incremento de la inflación en América Latina supuso un reto adicional para las políticas; muchos países optaron por ser contractivos y otros expansivos. En tal sentido, el caso de Bolivia es particular, ya que mantiene un fuerte dinamismo de su actividad y una baja inflación, en virtud a la implementación oportuna de impulsos fiscales y monetarios sin descuidar el objetivo de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional.

Los mercados financieros internacionales mostraron fuerte volatilidad por las expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la depreciación de la mayoría de las monedas, la reversión de los flujos de capital a los mercados emergentes, la caída del precio de las materias primas y la incertidumbre respecto de la situación fiscal de Grecia.

Pese a este contexto, el crecimiento de Bolivia fue sobresaliente (4,6% a mayo, y en variación a doce meses igual a 5,1%) y se constituyó en el más alto de Sudamérica. Todas las actividades aportaron a este desempeño con excepción de Petróleo Crudo y Gas Natural. Desde la perspectiva del gasto, la demanda interna continuó siendo el principal determinante de este dinamismo.

A pesar del contexto internacional menos favorable, el sector externo presentó resultados positivos en el primer trimestre de 2015 con un superávit en el saldo global de la Balanza de Pagos que determinó un incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN). El déficit en la Cuenta Corriente fue más que compensado por el superávit en la Cuenta Capital y Financiera destacando el financiamiento al sector público y los flujos de Inversión Extranjera Directa. En el segundo trimestre, la disminución de las RIN se explicó principalmente por el saldo negativo de la balanza comercial.

Las operaciones de intermediación financiera continuaron mostrando un importante dinamismo, la orientación expansiva de la política monetaria en el segundo trimestre generó considerables vencimientos de títulos de regulación monetaria que se trasladaron a depósitos en las Entidades de Intermediación Financiera (EIF); lo anterior, más los vencimientos de

los títulos en poder de dichas entidades incrementó sustancialmente la liquidez determinando caídas en las tasas monetarias y de intermediación financiera y, con ello, el aumento significativo de la cartera que, en valores absolutos, representó el flujo semestral históricamente más alto. La bolivianización continuó avanzando y los indicadores de solvencia y liquidez de las EIF reflejan la solidez del sistema financiero.

En el primer semestre de 2015, la política monetaria mantuvo una orientación contracíclica; fue contractiva en el primer trimestre para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta frente a elevados registros de inflación a principios de año por choques de oferta y una abundante liquidez estacional por los pagos excepcionales de sueldos a fines de la gestión pasada. En el segundo trimestre la orientación fue claramente expansiva, en un contexto de baja inflación y ralentización de la actividad económica mundial, retomando la política iniciada en el segundo semestre de 2014.

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 establece la Constitución Política del Estado (CPE). Al primer semestre, todas las metas del Programa Fiscal – Financiero presentaron márgenes con excepción de las RIN y del resultado fiscal, las cuales registraron ligeros desvíos explicados por operaciones extraordinarias.

El tipo de cambio se mantuvo estable en el primer semestre de 2015. La estabilidad cambiaria desde finales de 2011 guardó relación con el descenso de los precios internacionales; no afectó a la competitividad externa ya que no se generaron desalineamientos persistentes del tipo de cambio real; además, permitió moderar las expectativas de la población, apoyó al proceso de bolivianización de la economía y contribuyó a mantener la fortaleza y estabilidad del sistema financiero.

Se destaca también las diversas medidas que el Órgano Ejecutivo implementó para el control de la inflación apoyando al sector productivo del país y asegurando el acceso a productos de primera necesidad a precios justos.

En el marco de las políticas heterodoxas implementadas por el Ente Emisor, en 2015 se continuó financiando a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas y a programas sociales como el Bono Juana Azurduy. Asimismo, en 2015 el Fondo para la Revolución Industrial y Productiva (FINPRO), constituido con recursos provistos por el BCB, continuó otorgando créditos para emprendimientos productivos, además continuaron las políticas para incentivar el ahorro de las familias en instrumentos del BCB, entre otras.

Durante la primera mitad de 2015 y tras registrar su nivel más alto el mes de enero (5,9%), la inflación interanual mostró un comportamiento descendente, alcanzando en junio una tasa de 3,2%, por debajo de la meta central establecida para esta gestión (5,5%). El comportamiento de la inflación mensual entre enero y junio de 2015 estuvo explicado principalmente por la evolución de los precios de un grupo de alimentos, en particular el tomate, papa y carne de pollo. A inicios de año, los precios de estos bienes presentaron cierta volatilidad, ocasionada por choques de oferta. Posteriormente éstos tendieron a corregirse, observándose descensos sistemáticos en los meses siguientes.

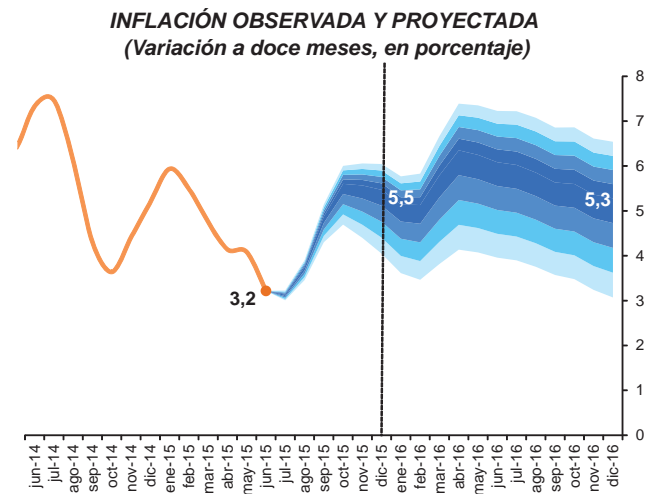
La tendencia decreciente de la inflación también estuvo determinada por moderadas expectativas inflacionarias, menores presiones inflacionarias externas y por ajustes moderados de precios relativos de ciertos servicios. Los indicadores de tendencia inflacionaria registraron variaciones interanuales por debajo de la inflación total, presentando una tendencia hacia la baja y/o estabilidad durante el semestre.

En lo que concierne a las perspectivas para 2015, se estima que el producto mundial tendría una leve desaceleración (3,3% frente a 3,4% en 2014) y en 2016 un ligero repunte (3,8%), en un marco en el que las economías desarrolladas seguirían recuperándose gradualmente, mientras los países emergentes y en desarrollo ralentizarán su crecimiento en 2015 con una mejora en su desempeño en 2016.

Para el caso de Bolivia, se espera un crecimiento de la actividad de 5% al cierre de 2015, ratificando la tasa anunciada en el IPM de enero de 2015, lo que permitiría obtener nuevamente el mayor crecimiento de la región. Este dinamismo se sustentaría en los sectores de: i) Industria Manufacturera; ii) Transporte y Comunicaciones; iii) Servicios de la Administración

Pública; iv) Sector Agropecuario y v) Servicios Financieros.

También se ratifica la meta de inflación para finales de 2015 (5,5%, en un rango entre 4% y 6%), menor a la de la gestión anterior (5,7%), con un descenso adicional en 2016 (5,3%). La meta de inflación para 2015 permite un margen de acción para que el BCB continúe implementando los impulsos monetarios al igual que lo realizado en los últimos meses.



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%

En un contexto de ralentización de la actividad económica mundial, la política monetaria mantendrá su orientación expansiva en el segundo semestre de 2015 para apuntalar el crecimiento sostenido del país, sin descuidar el objetivo de preservar la estabilidad de precios. La política cambiaria, además de evitar desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto de su nivel de equilibrio de largo plazo, continuará orientada a profundizar el proceso de bolivianización, anclar las expectativas de la población y preservar la solidez del sistema financiero. Ambas políticas, en el marco de lo dispuesto en la CPE, mantendrán la coordinación con las del Órgano Ejecutivo mediante los mecanismos ya institucionalizados en los últimos años.

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 estos 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

In the first half of 2015, global economic growth was characterized by a slowdown in many economies, mainly the emerging ones. Developed countries continued showing signs of weak recovery. A setback to United States (US) economic activity during the first quarter, achieving a growth rate below the one expected, led to a downward revision to global growth for 2015. Moreover, the recovery in the Euro Zone and Japan is still very slow.

Regarding emerging and developing countries, the growth slowdown continued, especially in Latin America being noteworthy the contraction in Brazil. Within this context, during the first semester Bolivian economy showed a good performance, as expected. Once again, the growth rates of the country were the highest in South America.

In this context, characterized by low commodity prices and weak economic recovery, inflation remained at moderate levels in advanced economies. On the contrary, in many emerging and developing countries inflation tended to rise due to the depreciation of their currencies, as it was the case in Latin America. It must be noticed that, up to the first half of the year, cumulative price variation in Bolivia was the lowest in the region.

The activity slowdown and rising inflation in Latin America represented an additional challenge for policy makers in the region. Many countries chose to be contractionary while other opted to be rater expansionary. In this regard, the case of Bolivia is distinctive because it maintained a strong dynamism of its activity with a low inflation, as a result of the opportune implementation of fiscal and monetary stimulus without neglecting the objective of preserving the purchasing power of the national currency.

Furthermore, international financial markets showed higher volatility due to expectations and announces of normalization in US monetary policy, depreciation of most currencies, reversal of capital flows to emerging markets, falling prices of commodities, as well as uncertainty about the fiscal situation in Greece.

Despite this context, growth of Bolivian economy was outstanding (4.6% up to May and 5,1% on an annual basis), the highest in South America. All activities contributed to this performance except for the sectors of Crude Oil and Natural Gas. From the expenditure side, domestic demand remained the main determinant that boosted economic growth.

Despite the less favorable international context, the external sector showed positive results during the first quarter of 2015, with a surplus in the Balance of Payments which determined an increase in the Net Foreign-Exchange Reserves (NIR). The current account deficit was more than offset by the surplus in the Capital and Financial Account, being noteworthy the public sector financing and foreign direct investment flows. Later, during the second quarter, the decline in the NIR was largely explained by the negative results of the balance of trade.

Financial intermediation operations continued showing a good performance. The accommodative monetary policy in the second quarter led to significant maturities of monetary securities that were transferred to Financial Intermediaries. Accordingly, liquidity increased significantly, producing a decrease in monetary interest rates as well as in rates of the financial system. These issues contributed to obtain the largest increase in credit flow (in absolute terms) observed historically during the first half of the year. Additionally, the dedollarization process exhibited

further improvements and the indicators of solvency and liquidity of the Financial System reflected its soundness.

In the first half of 2015 monetary policy maintained its countercyclical nature. More precisely, during the first quarter monetary policy was contractionary to prevent second-round effects related to high inflation rates at the beginning of the year (originated by supply shocks and abundant seasonal liquidity at the end of 2014). In the second quarter, monetary policy was rather expansionary (returning to the direction adopted in the second half of 2014), in a context of low inflation and weak global economic activity. The accommodative monetary policy expanded liquidity significantly, prompting declines in interest rates to stimulate economic activity.

As it was established by the Political Constitution of the State, the objective of preserving the stability of the purchasing power of the domestic currency was reached by using unorthodox instruments, maintaining the countercyclical nature of monetary policy, and with the proper coordination with National Government.

In the first half of the year, all macroeconomic targets of the Fiscal-Financial Programme 2015, agreed between the Ministry of Economy and Public Finance and the BCB, showed favorable margins except for the NIR and the fiscal deficit, which recorded slight deviations explained by extraordinary transactions.

The exchange rate remained stable in the first half of the year. The exchange rate stability since the end of 2011 was related to the decline in international prices. Moreover, its behavior did not affect external competitiveness as there were not persistent misalignments of the real exchange rate with respect to its long-term equilibrium. The stability also contributed to anchor population expectations, to deepen the dedollarization process and to preserve the stability of the financial system.

In addition, the Executive Branch of the Government carried out several measures to control inflation, to support the productive sector and to ensure the supply of basic products at fair prices.

In the setting of heterodox policies implemented during recent years, the Monetary Authority continued funding Strategic National Public Enterprises (EPNE, for its acronym in Spanish) and social programs such

as the Juana Azurduy Bond scheme. Moreover, the Fund for Productive Industrial Revolution (FINPRO, for its acronym in Spanish), established with funds supplied by BCB, continued granting loans to productive enterprises. The Central Bank also continued using policy instruments to encourage household savings, among others.

During the first half of 2015, after reaching its highest level in January (5.9%), annual inflation showed a downward trend, reaching a rate of 3.2% in June (below the target established for this year, 5.5%). The evolution of monthly inflation rates was mainly affected by the price evolution of a group of foods, including tomato, potato and chicken meat. Indeed, at the beginning of the year, prices of these goods reflected some volatility caused by supply shocks. Afterwards, these prices experienced a downward correction, showing systematic declines in the following months.

The decrease in inflation was also determined by moderate inflation expectations, low external inflationary pressures and slight adjustments in relative prices of some services. Furthermore, inflationary trend indicators showed a descending behavior and stability during the semester, characterized by variations below overall inflation.

Regarding the outlook for 2015, it is projected that global growth would have a slight decrease (3.3% versus 3.4% in 2014) and in 2016 a moderate rebound (3.8%). Developed economies are expected to continue recovering gradually, whereas growth in emerging and developing countries will slow in 2015 with a pickup in 2016.

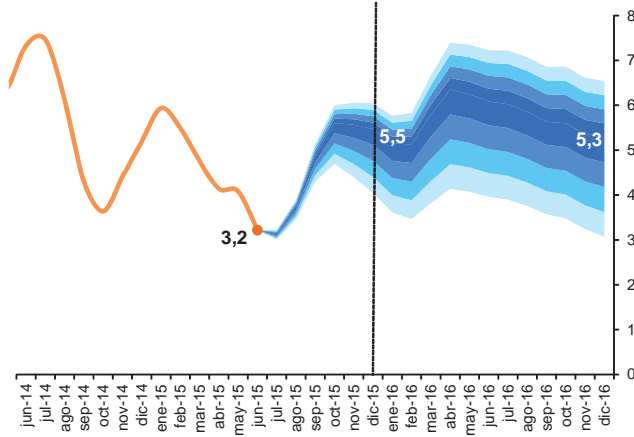
As regards Bolivian economy, growth is projected to reach a rate of 5% by the end of 2015, confirming the figures announced in the Monetary Policy Report (IPM for its acronym in Spanish) of January 2015. Once more, Bolivia will be the country with the highest growth rates in the region, largely on account of the good performance of the sectors of: i) Manufacturing; ii) Transport and Communications; iii) Public Administration Services; iv) Agriculture; and v) Financial Services.

The BCB also confirms the inflation target for 2015 (5.5%, within a range between 4% and 6%), below the one of the previous year (5.7%), with a further decline in 2016 (5.3%). The inflation target for 2015 provides



enough space for the Central Bank to implement monetary impulses as it has been done during recent months.

**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%

In a context of weak global economic activity, monetary policy will continue to be expansionary

during the second half of 2015, in order to boost economic growth without overlooking the objective of preserving domestic price stability. Exchange rate policy will continue to avoid persistent misalignments of the real exchange rate with respect to its of long-term equilibrium level. That way, this policy will contribute to deepen the dedollarization process, to anchor population expectations and to preserve the soundness of the financial system.

Both policies, in line with the procedures established in the Political Constitution of the State, will take place in a framework of coordination with the Executive Branch of the Government through the mechanisms already institutionalized in recent years.

The evolution of inflation during the following months is not exempted from risks, which could lead this variable to a different path than the one outlined in this report. If any of these risks would take place, the National Government and the BCB will continue using the policy instruments at their disposal to attain the stated objectives.

# Ch'umthapiyata Arunaka

Nayriri suxta phaxsinakana pä waranqa tunka phisqhani maranxa, uraqpachana qullqituqi jiltawixa janikipuniwa askinkawaykiti akatjamata jani walt'awinaka utjatapata. Kawkiri markanakatixa askisjama sartapkana ukanakaxa juk'akwa kutikipstawayapxi. Estados Unidos markanxa nayriri kimsa phaxsinakana jan walt'awinaka utjatapaxa janikipuniwa jutiri phaxsinakanxa askinkawaykiti, tasa de crecimiento satakisa ukaxa pä waranqa tunka phisqani maranxa aynachankawayiwa. Zona Euro ukatxa Japón uksa markanakana kutjtawixa juk'ata juk'atakipuninwa. Kawkiri markanakatixa juk'ata juk'ata sartapkana ukampisa nayraqataru mistsupkana ukanakanxa sartawixa pachpankawayakipuniwa jilpachaxa América Latina uksana, Brasil markanxa contracción ukawa utjawayi. Ukhamakasinxa Bolivia markaxa kunamatixa suyatakana ukarjamawa puriwayaraki, Sudamérica ukankasinxa nayrankawayiwa.

Taqi ukanakaxa ukhamankawayiwa materias primas ukanakana chaninakapa pisinkatapata ukampisa juk'ata askinjama nayraqataru sartawi utjatapata, inflación global satakisa ukaxa pachpanjamwa amuyasiwayi qullqituqi askinjama sartiri markanakana. Maysatxa walja markanakawa qullqituqi sartawinjama ukatxa en desarrollo satakisa ukanjamsa inflación ukaxa jilxattawayi uksa markanakana qullqipa jani ancha munataxatapata, kunamatixa América Latina uksa markanakana ukjawaykana. Maysatxa, Bolivia markana chaninaka jan pachpankatapatxa nayriri suxta phaxsinakanxa taqpacha aynachtuqina utjasiri markanakanxa aynachtuqinkawayiwa.

Pisiqtawi ukatxa inflación jilxattawixa América Latina uksa markanakanxa aski amtanaka utjañapatakiwa uñtawinakaxa utjawayi, walja markanakawa

contractivos ukhamankawayapxi yaqha markanakaxa saratatawayapxarakiwa. Ukhamakipanxa, Bolivia markanxa askinkawayiwa lurawinakaxa ukampisa juk'akinwa inflación ukaxa, taqi ukanakatakixa impulsos fiscales ukhamaraki monetarios satakisa ukanakawa pachaparjama utjayatana jani jaytanukusa aski amta poder adquisitivo uka utjayasa markasana qullqipa askinkañapataki.

Mercados financieros internacionales ukanakaxa uñacht'ayawayapxiwa jasaki qullqixa t'unjtatapa normalización de la política monetaria ukanaka Estados Unidos markana utjatapata, qullqixa walja markanakanwa jani munataxanti, reversión de flujos de capital ukanakaxa mercados emergentes ukanjamwa kutikipstayatana niyakixaya materias primas satakisa ukanakana chanipasa pisiqtawayarakchisa, ukjaruxa pächasiwisa utjawayarakchinsa khayasa Grecia markana situación fiscal uka jan askitapata.

Ukhamakasinxa, Bolivia markana jiltawixa askinkawayiwa (4,6% ukjankawayiwa nayriri cuatrimestre uksana) Sudamérica ukch'pachanxa wali alayankawayiwa. Taqpacha lurawinakawa yanapt'awayiwa ukhamañapatakixa, Petróleo ukatxa Gas Natural ukanakakiwa jani uksankawayapkiti. Alañataki qullqi irtawixa markasa taypinxa pachpankawayiwa ukawa jilpachaxa taqi ukanakxa askinkayawayi.

Anqaxa markanakata sipanxa, sector externo ukaxa uñacht'ayawayiwa aski sartawinaka nayriri kimsa phaxsinakana pä waranqa tunka phisqani marana, superávit ukaxa Balanza de pagos ukanjamxa jilxattawayiwa Reservas Internacionales Netas (RIN) ukanjama. Cuenta Corriente satakisa ukanjamxa déficit ukaxa yanapt'atanwa superávit utjayasa

Cuenta Capital ukatxa Financiera ukanakanjama sector público jachanchayasa ukatxa flujos de Inversión Extranjera Directa utjatapatsa. Pâyiri kimsa phaxsinakanxa RIN ukaxa pisinkawayiwa, taqi ukanakaxa qhanañchasiwayiwa salgo negativo balanza comercial uksana utjatapata.

Operaciones de intermediación financiera satakisa ukanakaxa uñacht'ayasiwaykakiwa aski sartawinaka, política monetaria ukaxa pâyiri kimsa phaxsinakanxa títulos de regulación monetaria ukanakwa jiltayawayi, taqi ukanakaxa depósitos ukanjamawa Entidades de Intermediación Financiera (EIF) uksaru puriwayi, nayraqataki ukata títulos satakisa ukanaka pachpa entidades ukanakanjama liquidez ukasa jilxattawayi tasas monetarias ukanakana ukankawayarakiwa intermediación financiera ukasa, jilxattawixa uñjasiwayiwa valores absolutos ukanjama, taqpachatxa jichhapuniwa ukhama wali alayankawayisa. Bolivianización ukaxa sartayatakiskanwa solvencia ukatxa liquidez uñtawinakaxa EIF ukanjamxa ch'amañchawayiwa sistema financiero ukarusa.

Nayriri suxta phaxsinakanxa pä waranqa tunka phisqani maranxa qullqituqita amtanakaxa sarani jutaniwa, jan walt'awinaka qullqituqina utjañapatakixa pâyiri kutjtawiwa utjawayi inflación ukanjama nayriri phaxsinakana, niyakixaya tupthaptawinakasa utjawayarakchisa oferta ukatxa liquidez estacional utjatapata payllawinaka pagos excepcionales ukanjama utjayasa pasiri mara tukuyana. Payiri kimsa phaxsinakanxa lurawinakaxa askinkawayiwa, niyakixaya jani anchakarakchinsa inflación ukaxa ukakipkaraki relantización ukasa uraqpachana qullqi apnaqawinxaxa, ukhamata payiri suxta phaxsinakanxa pä waranqa tunka pusini marana qalltatakana ukaru uñtatasa, wali ch'amampiwa ch'iqinuqtawayi liquidez ukaxa, ukanjamawa tasas de interés satakisa ukanakaxa aynacht'awinkawayiwa ukhamata qullqituqi sartawixa askinkañapataki.

Ukatjamawa, jivasana qullqisa pachpankayaña amtasa utjayatarakina ukhamata qullqituqi sartawiru yanapt'añataki ukakipkaraki markasarsa, taqi ukanakaxa instrumentos heterodoxos ukanjamawa phuqhatana carácter contracíclico satakisa ukaxa Órgano Ejecutivo uksankirinakampi amuyt'atañapataki, kunamatixa CPE, tayka kamachixa siski ukhamarjama. Nayriri suxta

phaxsinakanxa Programa Fiscal ukatxa Financiero uksana amtanakapaxa RIN ukatxa resultado fiscal uksanxa askinjamawa uñjasiwayi, ukanakawa mä juk'a jan walt'awinakaruxa askinkawayi.

Qullqina turkawipaxa pachpankawayiwa nayriri suxta phaxsinakana pä waranqa tunka phisqani maranxa. Estabilidad cambiaria satakisa ukaxa niya pä waranqa tunka mayani maranxa chikachasiwayiwa precios internacionales ukanakana aynachankawayatapata; ukampisa janiwa competitividad externa ukaruxa aynacht'awayakiti niyakixaya desalineamientos satakisa ukanakasa qullqi turkawinxaxa janiwa mayjt'awayakiti, antisasinsa askinkawayiwa markachirinaka askipataki, bolivianización ukaruwa yanapt'awayi ukhamata askinkañapataki sistema financiero ukaxa.

Ukampisa Órgano Ejecutivo uksankirinakaxa uñstayawayapxiwa wali jak'ata uñjañataki inflación uka ukhamata achuyirinakaru yanapt'añataki ukakipkaraki jasaki aski manq'anaka chaniparjama aljatañapataki.

Políticas heterodoxas ukanjamxa Ente Emisor ukanjamawa pä waranqa tunka phisqani maranxa Empresas Públicas Nacionales Estratégicas ukanakaruxa qullqimpixa yanapt'atakiskanwa ukakipkaraki programas sociales ukanakarusa sañani Bono Juana Azurduy uka. Ukakipkaraki pä waranqa tunka phisqani maranxa Fondo para la Revolución Industrial ukatxa Productiva (FINPRO) ukarusa BCB ukana qullqipampixa créditos ukanaksa utjayaskakinwa, ukanjamwa créditos ukanakasa achuyirinakaruxa churatarakinsa, ukampisa sartayatakiskanwa aski amtanakaxa ukhamata BCB uksana familianakana imasita qullqi askinkañapataki.

Nayriri chika marana pä waranqa tunka phisqani maranxa enero phaxsiwa taqi phaxsinakata sipanxa wali askinjama qillqanta jilxatasiwayi (5,9%), inflación interanual satakisa ukaxa aynachatuqinkawayiwa, junio phaxsinxa tasa ukaxa puriwayiwa 3,2% ukjakama, aka maranxa wali aynachtuqinkawayiwa (5,5%). Enero ukatxa junio phaxsinakanxa pä waranqa tunka phisqani maranxa inflación mensual ukaxa mä qawqha manq'añanakana chaninakapaxa irxattawinkawayiwa, yamakisa tomate, ch'uqi, wallpa aycha ukanakana. Mara qalltanxa akiri yänakana chaninakapaxa janiwa askinkanti niyakixaya oferta

satakisa ukasa uñch'ukisiwinkarakchinsa. Ukata mä qawqha pacharuxa askichasiwayarakiwa jutiri phaxsinakanxa. Inflación ukaxa wali jak'ata uñch'ukitanwa, expectativas inflacionarias utjayasa taqi ukaxa yaqha presiones inflacionarias externas utjatapata ukhamaraki servicios uksanakana chaninakapa askichasina. Tendencia inflacionaria satakisa uka yatiñatakixa variaciones interanuales ukawa uñakipata inflación total ukata aynachtuqinkatapata, ukanjamawa aynachankiti jan ukaxa pachpankawayicha suxtiri phaxsinxa taqi ukanakasa yatitarakina.

Pä waranqa tunka phisqani marana uñtawipanxa, niyapuniwa amutayarakí uraqpachana achunakaxa mä juk'a desaceleración ukankawayiwa (3,3% ukjata 3,4% ukjakama pä waranqa tunka pusini marana) ukatxa pä waranqa tunka phisqani maranxa niyapuniwa (3,8%) ukjankawayarakchispasa, askinjama qullituqi sartiri markanakaxa juk'ata juk'atwa askinjama sartapxarakchispasa, ukatxa kawkiri markanakatixa emergentes satakisa ukatxa en desarrollo ukhamapkisa uka markanakaxa pä waranqa tunka phisqani maranxa askinkawayapxaniwa ukhamata pä waranqa tunka suxtani marana juk'ampi askinkañapataki.

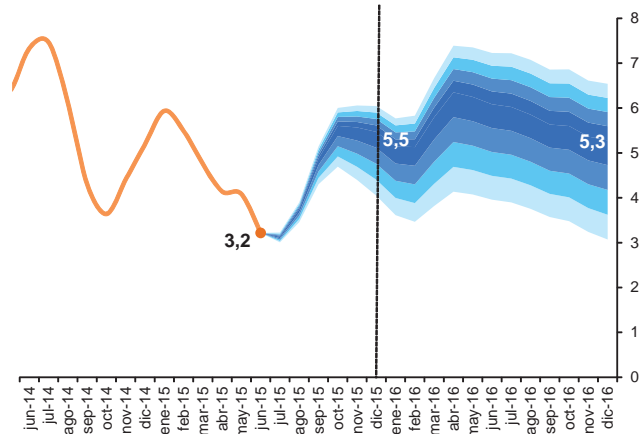
Bolivia markanxa, suyataskiwa jiltawinakaxa niya 5% ukjakama puriñapa pä waranqa tunka phisqani marana ukhamata iyawsañataki kunamatixa IPM ukanjama tasa ukaxa enero pä waranqa tunka phisqani marana pachpankañapataki, ukhamaspana ukjaxa mayampi jiltawixa ukxa markanakanxa askinkawayaspawa. Akhama sartawinakaxa akiri lurawinakanwa utjayataspana: i) Industria Manufacturera ukanjama; ii) Transporte y Comunicaciones; iii) Servicios de la Administración Pública; iv) Utachawinaka Utjayasa; ukatxa v) Servicios Financieros.

Inflación ukaxa niya pä waranqa tunka phisqani mara tukuyanxa (5,5%, ukjatxa mä rango utjayasaxa 4% ukatxa 6%) ukjaruwa purispana, ukaxa saña muniwa pasiri marata sipanxa qhipankatapa (5,7%), descenso adicional ukawa utjayawaspana pä waranqa tunka suxtani maranxa (5,3%). Meta de inflación ukaxa pä waranqa tunka phisqani maranxa utjayaspawa

mä margen de acción ukanaka BCB ukanjama, kunamatixa qhipa phaxsinakana utjayatakana ukhamarjama.

### INFLACIÓN UKAXA UÑCH'UKITA UKATXA NAYRAQATARU UÑTATA UKHAMAWA

(Mayjt'awinakaxa tunka payani phaxsinakatakiwa porcentaje ukanjama amuyata)



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 uñchayati

Ralentización satakisa ukanjamawa uraqpachana qullqituqita sartawixa askinkawayani payiri suxta phaxsinakana pä waranqa tunka phisqani marana ukhamata nayraqataru sartawi markasana utjañapataki, ukaxa saña muniwa jani achunakana chaninakapa ina ch'usaru amuyañataki. Turkakipawi amta ukatxa desalineamientos tipo de cambio ukana utjatapatxa askina sartawixa pachpankañapataki ukhamata bolivianización ukaxa juk'ampi ch'amañchatañapataki, markachirinakana amtanakapasa askinkañapataki sistema financiero ukanjama. Paypacha amtanakawa kunamatixa CPE ukana arski ukhamarajama Órgano Ejecutivo uksankirinakampi mayachataraki qhipa maranakansa.

Jutiri inflación ukanjama sartawixa janiwa kuna jan walt'awinaka utjaspana ukanakata jark'aqatakiti ukanjamawa riesgos satakisa ukanakasa utjayawaspana kunamatixa yatiyawí taypina yatiyataki ukarjama. Uka jan walt'awinakatixa utjaspana ukjaxa Órgano Ejecutivo ukatxa BCB uksankirinakawa lurawinakapa ukatxa amtanakaparu jaysasa phuqhaxañapaspana.

# Tuymichi wanllapa

Kay 2015 watapi, ñawpa sujta killata, tukuy jallp'api qullqi apaykachanaqa, astawampis chay emergentes suyukunapi qhipaman puririn. Jaqay suyukunapi economías desarrolladas nisqawan, wiñariyqa ñaq'ayta kutirishan. Ñawpa kinsa killakunapi Estados Unidos suyu mana allinta wiñanchu, chanta qhipan killakunapi kutiririn, chaypis mana yanapanchu, chayrayku tasa de crecimiento 2015 watapaq uraykunampaq jina qhawashanku. Zona Euro chiqan, Japon suyuwan allillanmanta kutirishanku. Kay emergentes jinataq en desarrollo suyukunapi qullqi apaykachanaqa qhipapaq suchun, astawampis America Latina chiqampi, Brasil suyupitaq contracción nisqa qullqi apaykachanaqa juch'uyachin. Kayjina chawpipi Bolivia suyu maychus suyakusqanman jina wiñarin, watijmanta tukuy sudamerica chiqanmanta pataman chayaspa.

Kayjinapi, materias primas nisqamanta precio chaniqa uraykushallanpuni, qullqi apaykachanaqa ñaq'ayta kutirishan, inflación global nisqataq, economías avanzadaswan suyukunapi niveles moderados chiqanllapi apaykachakushan. Chanta wakin emergentes y en desarrollo suyukunapi, kay America Latina chiqanmanta, inflación yapakun, qullqinku uraykusqanrayku. Bolivia suyupitaq variación de precios acumulada nisqa, ñawpa sujta killapi, pisillata uraykun.

Kay América Latina chiqampi desaceleración qhawakusqanrayku, inflación nisqa yapakusqanrayku, llank'aj churakunku, políticas allin apaykachaqa kanampaq, wakin suyukuna contractivos nisqaman kutipunku, wakinkunataq expansivos nisqaman. Kay chawpipi Bolivia suyu sumajta tarikun, tukuy llank'aykunasnimpis allinta puririshan, mana ni imapis wiharishanchu nisunman inflación nisqaqa pisi,

imaraykuchus impulsos fiscales jinataq monetarios nisqata maychus kananta apaykachakushan chantapis qullqinchismanta poder adquisitivo nisqata allinta jark'akushan mana uraykunampaq.

Jinallataq jawa suyukunapi, mercados financieros internacionales qullqi wasikuna, urmanankupaq jina qhawachikunku, imajtinchus Estados Unidos suyu política monetaria qullqinta kallpawan apaykachashan, kaywantaq wakin suyukunaq qullqinkumanta valornin uraykun, flujos de capital nisqataq chay mercados emergentes chiqanman kutiykun, chayllapi materias primas nisqamanta precio chani urmaykun, chantapis mana yachakunchu imaynachus situación fiscal Grecia suyumanta qhipakunqa.

Kayjina chawpipi kaspapis Bolivia suyu wiñallanpuni, (ñawpa tawa killapi 4,6% porcentokama chayaspa) Sudamerica chiqanmanta pataman chayaspa. Kayjinata wiñanampaq tukuy llank'aykuna sumajta yanapanku, chanta Petroleo crudo jinataq Gas Natural mana yanapanchu. Gasto chiqanmanta pacha qhawaspa, demanda interna nisqa sumajta yanapan wiñanapaq.

Jawa llajtakuna, contexto internacional nisqa mana allinta wiñaspapis, 2015 watapi ñawpa kinsa killakunata walijllata puririn chayrayku Balanza de Pagos ukhumanta saldo global tukuy qullqi puchujqa Superavit nisqaman chayan kaywantaq Reservas Internacionales netas (RIN) ashkhata yapaykukun, kay Cuenta Corriente chiqanman qullqiqua, Superavit ukhumanta chay Cuenta Capital jinataq Financiera nisqamanta apaykunku, kaymanta llajtamasiqunamanpis ashkha qullqita mañakun jinallataq qullqiqua kay Inversion Extranjera Directa chiqanmanta yaykumullantaq. Qhipan kaj killakunapi

RIN nisqakuna uraykun imaraykuchus Balanza Comercial ukhupi, saldo negativo qhawakusqanrayku.

Kay intermediación financiera qullqi wasikunapi sumajta llank'akun, chayrayku iskay kaj trimestre killakunapi política monetaria nisqa tukuy chiqanman wiñarín, kaywan títulos de regulación monetaria nisqa atipachikunku, ajinamanta Entidades de Intermediación Financiera (EIF) qullqi wasikunaman apanku jallich'anapaq; política monetaria wiñasqanrayku, títulos de regulación monetaria atipachikusqankurayku qullqi wasikunaj makimpi, liquidez nisqa yapaykukun, kaywantaq tasas monetarias nisqa jinataq intermediación financiera urmaykun, kaykunataq cartera nisqa

ukhuman yapaykullantaq, valores absolutos nisqapi, niyta munan flujo semestral ni jayk'aj pachapipis chay jina pataman chayaraqachu kunan pachapi jina. Bolivianización nisqa ñawpajman puririllashanpuni boliviano qullqinchislataña apaykachaspa chayrayku indicadores de solvencia jinataq liquidez EIF ukhumanta, kay sistema financiero chiqampi sumaj turuta sayarishan.

Kay 2015 wata ñawpa sujta killakunapi política monetaria chiqan, orientación contracíclica ñanta purirín; kay niy munan ñawpa kinsa killakunapi uraykun, efectos inflacionarios nisqamanta jark'anapaq, imaraykuchus kay wata qallarishajtin, tukuy ima wicharinampaq jina qhawakurqa, tukuy imapi oferta kasqanrayku, chantapis ashkha liquidez estacional rikhusqanrayku imajtinchus wata tukukushajtin tukuy pis ashkha qullqiyuj kanku sueldos excepcionales pagusta jap'isqankurayku. Iskay kaj trimestre killakunapitaq, inflación nisqa uraykun, actividad económica mundial kicharikusqanrayku, kayqa 2014 khuskan watata tukukushajtinña qallarirqa, chayrayku liquidez nisqa tukuy chiqampi qhawakun, chay jucharayku tasas de interés urman, actividad económica qullqi apaykachana astawan llank'anampaq.

Ajinamanta, llajtanchis ukhupi qullqinchis mana wicharinampaq, desarrollo económico jinataq social suyunchispi qhawakunampaq, instrumentos heterodoxos nisqata apaykachakun, política monetariata maychus kajta apaykachaspa, chaypajqa Organo ejecutivo chiqanwan parlakun, maychus CPE kamachisqanman jina.

Kay wata ñawpa sujta killakunata, tukuy ruwaykunasnimpí Programa Fiscal – Financiero wakichiy márgenes nisqata rijsichin, maykamachus llank'ayninwan chayan chaykunata, chanta RIN, jinataq resultado fiscal ruwaykunasninta mana rijsichinchu jinapis llank'ayninkumanta willanku.

Kay 2015 watapi ñawpa sujta killakunata, qullqinchismanta tipo de cambio nisqa mana kuyunchu. 2011 watamantapacha estabilidad cambiaria chayllapi, astawampis precios internacionales uraykusqanman jina, khuska pacha purirín; competitividad externa nisqaman mana chayanchu, imaraykuchus tipo de cambio real

nisqapis mana kuyunchu; kaywan bolivianización nisqata yanapakun, boliviano qullqillataña apaykachaspa, kaywantaq sistema financiero chiqanta jark'akun kallpawan sayarinampaq.

Jinallataq rijsina Organo Ejecutivo ukhumanta llank'ayninta, maykunatachus puririchin, inflación mana kanampaq, chaypaq suyunchismanta sector productivo chiqanta yanapan ajinamanta tukuy runakuna, productos de primera necesidad nisqata atinanchispaq rantikuyta.

Ajinamanta, Ente Emisor maychus políticas heterodoxas nisqata puririchisqanman jina, 2015 watapi, Empresas Públicas Nacionales estratégicas chiqankunata, Programas sociales wakichiykunata ima, Bono Juana Azurduy jina, qullqiwán yanapashallanpuni. Chantapis 2015 watapi Fondo Para la revolución Industrial y Productiva (FINPRO) sutiyuj, maytachus BCB qullqi wasi, qullqinwan sayarichin, créditos nisqata mañashan emprendimientos productivos llank'aykunata yanapanampaq, jinallataq yawarmasikunata yanapakushallanpuni, BCB wasikunapi qullqita waqaychanankupaq.

Kay 2015 ñawpa khuskan watata, enero killapi inflación interanual nisqa (5,9%porcientokama), may pataman chayan, chaymantaqa uraykun, junio killapi (3,2% porcientokama) chayaspa, kay wataqa (5,5% porcientokama) chayan karqa, kaymantaqa apenas khuskankama chayasqa. Inflación mensual enero killamanta junio killakama kay 2015 watapi imaynatachus qhawakurqa chayqa yachakun, mikhunasmanta precios chanikunapi, astawampis tomate, papa, wallpa aychapi. Kay wata qallarishajtin

kaykunamanta precio chanikunaqa, uraykuntaq wicharintaq, kayta qhawakun choques de oferta kasqanrayku. Qhipapitaq, kay precio chanikuna manaña kuyunñachu, qhipan killakunapi astawan uraykuspa.

Ajinamanta inflación mana anchata qhawakunchu, uj chhikanta wichariyta munan, jawamanta presiones inflacionarias pisillata chayamujtin, ajustes moderados wakin serviciokunaman ruwakujtin.

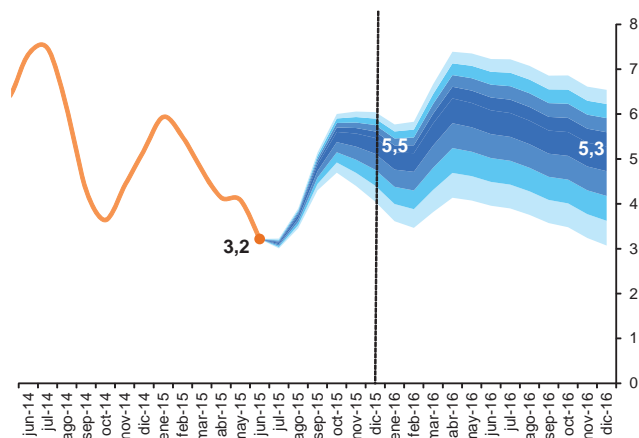
Maychus indicadores qhawachisqanman jina tendencia inflacionaria, uj chhikanllata kuyurin, astawampis uraykunampaq jina qhawakun, sujeta killantinta chayjinalata apaykachakun.

Kay 2015 watapaq imaynatachus qhawakushan, nishanku tukuy producto mundial uj chhika leve desaceleracionwan rik hukunqa (2014 watapi 3,3%porcientomanta, 3,4% porcientokamalla chayarqa) 2016 watapajtaq (3,8% porcientokama) chayanman kasqa, chaykama economías desarrolladas chhikaman chhika kutirillanqankupuni, chanta emergentes y en desarrollo suyukunataq 2015 watapaq wiñariyman uqharikunqanku, 2016 watakama sumajchakunankukama.

Bolivia suyupisuyakushan, 2015 watatukukunankama, tukuy kaj llank'aykunasnimpis 5% porcientokama wiñanampaq, 2015 wata qallarishajtin enero killapi IPM ukhupi maykamachus tasa karqa chay kikinta apaykachaspa, kayqa kay chiqan jallp'api, watijmanta kuraq wiñayniyuj qhawachiwanchis. Kayjina kanampaq kay chiqankunapi sayarin: i) Industria Manufacturera; ii) Transporte y Comunicaciones; iii) Servicios de la Administración Pública; iv) Sector Agropecuario; y v) Servicios Financieros.

Jinallataq 2015 wata tukukunankama maykamachus inflación chayanman karqa chay kikin kanqa (5,5% porcientomanta 4% jinataq 6% porcientokama), qhipan watamanta pisilla (5,7% Porcientolla karqa), 2016 watapaq (5,3% porcientokamalla chayanqa). 2015 watapaq kay meta de inflación qhawachin uj margen de acción nisqata, maywanchus BCB qullqi wasi yanapallanqapuni kay impulsos monetarios nisqawan, qhipan killakunapi yanapan, kikinta yanapaspa.

**INFLACION MAYKAMACHUS QHAWAKUN, MAYKAMACHUS CHAYANQA**  
(Watantinta porcentajespi imaynatachus kuyunqa)



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 porcientokama chayaspa

Tukuy jallp'api actividad económica qullqi apaykachanaqa watijmanta uqharikunqa, política monetaria nisqapis, kay 2015 watapi ñawpa sujeta killakunata wiñallanqapuni, suyunchis chay ñampi wiñanampaq, precio chanikunapis mana kuyunanchu tiyan chayllapi kaspas. Kay política cambiaria nisqamanta parlaspa, maychus tipo de cambio real kasqanman jina jap'ikunqa, chaypaq proceso de bolivianización apakullanqapuni boliviano qullqinchisllataña apaykachaspa, qullqinchisllawanña llajtamasi kuna apaykachaspa amañaykunankupaq, ajinamanta sistema financiero chiqan turuta sarunqa. Kay politikakunataq maychus CPE jatun mama panqa kamachisqanman jina apaykachakunqa, chaypaq Organo ejecutivo ukhuwan parlakunqa, imaynatachus kay qhipan watakunapi ruwakushan kikinta.

Imaynatachus jamuj pachapi inflación puririnqa, mana yachakunrajchu, ujina kajtin wicharijtin, manaqa uraykujtin trayectoria ujina kanqa mana kay informe willaypi kikinchi. Sichus inflación jamuj pachapi kuyunman, chay pachapi Organo Ejecutivo khuska BCB qullqi wasiwan, llank'anqanku, instrumentos de política tiyapusanman jina, chaykunata apaykachaspa, sumaj llank'ayta taripanankukama.

# Ñamomichi ñemongeta

Tenondete yasi arasa 2015 rupi, opaete mbaraviki korepoti regua teta tuicha rupi vae oyeapo kavi oime ogueyi opaño mbae reta jepi ramo kuae emergentes jee vae jekopeguarupi. Korepoti reta ikavi uguata vae jekuae yae mbegue rupi uguata yoguiraja. opaete kuae mbae reta mbaeti ipuere tenonde òe vae jaeko tēta guasu Estados Unidos tenondete yasi rupi ngaraa ikavi mbate jechako oimeta raniko omborecupera iru yasi rupi jare tasa de crecimiento arasa 2015 peguara mbaetiko ikavi yae. Ipuere vaera ikavi uguata Zona Euro jare Japón mbegue yae uguata. Tēta reta emergentes rupi jare okuakua rupi vae, mbaraviki economía regua jekuayae oñemomirata ojo, kuae oñemee America Latina pe, oechauka rambueve Tēta Brasil. Kuae ñemongeta rupi, tēta Bolivia okua kua vae ojo oñemboi jae reta oipora rami, jaeramoko ñande puere yae chupe anyave rupi òi tetondete Sudamérica.

Kuae ñemongeta rupi oyeapo kavi mbae reta jepi igui rupi materias primas jare oatague yae ipuere vaera oñemopüa, inflación global jokorupiño begue rupi uguata ojo economía avanzadas rupi. Iru ye vae, jeta teta reta emergentes jare okuakua rupi vae, inflación jekuae yae jeta rupi kuae jaeko korepoti jeko pegua ramo, America Latina pe oasa rami. Jaerambue, jeta mbae mbae reta oyoavi teta Bolivia pe opaete kuae oasako tenondete yasi rupi jetape yae ogueyi.

Jeta pe yae ogueyi yave jare oyeupi inflación America Latina pe oñemo metei ipuere vaera oyapo mbaraviki política regua, jeta tēta reta tuicha vae oñemongeta ikavi vaera uguata, jae rambue, ñamae rambueve teta Bolivia re, jaeko ikavi rupi uguata mbaraviki reta ndive jare igui rupi yae inflación, kuae reta oñemee oime implementación imambae fiscales jare monetarios rambue opaete kuae ñemongeta oyapo vae jaeko aniara ñakañi poder adquisitivo de la moneda nacional jee vae.

Opaete mercados financieros internacionales reta oechauka mirata reve opaete jae reta oyapo vae políticas monetarias Estados Unidos, jeta rupi yae oyeapo kavia opaete korepoti ndive, opaete oyeapo capital mercados emergentes reta pe vae, ogueyi rambueve materias primas reta jare incertidumbre yaecha rambueve kereira oiko fiscal Grecia pegua.

Yepeteimona ñamae opaetere, Bolivia okuakua vae jekuae yae tenonde uguata ( 4,6% tenondete irundi yasi rupi) jare jeta pe yae okuakua jaeko Sudamérica iarambueve òi. Opaete mbaraviki reta oporombori kuae mbaeapoape erei oyapoa vae jaeko Petroleo Crudo jare Gas Natural. Oyeecha rambueve gasto reta, ñemboavaireta jekuavei tenonde yoguiraja iru ara rami.

Ñamae rambueve contexto internacional re mbovi yae, sectores reta oechauka mbaraviki ikavi oyapo vae tenondete yasi rupia rasa 2015 jeta rupi omogana balanza de pagos je vae re kuae omoiru ipuera vaera oime Reservas Internacionales Netas (RIN). Ñamae rambueve mbaeti ikavi òi Cuenta Corriente jekuae jeta rupi Cuenta Capital jare Financiera yaechauka rambueve financiamiento sector publico jare flujo de inversión Extranjera jeevae. Mokoia yasirupi yaecha jetape ogueyi RIN jee vae kuae oñeomosaka oime saldo mbaeti ikavi òe ramo balanza comercial gui vae.

Jekuae vaera oyapo opaete mbaraviki financiera regua ima rupi oechauka guiraja ikavi vae, opaete tape rupi kavi ojo vae jaeko política monetaria mokoi yasi rupi oechauka kereira oyeapo títulos de regulación monetaria ndive opaete kuae reta oyereraja iru oñeñovatua rupi jaeko Entidades de Intermediación Financiera (EIF); iruyevae jaeko, opaguire mbae reta oasa títulos regua jaeko oasa opaete entidades reta ipope jaerambue jetape yae oyeupi liquidez jee vae kuae jekopegua ramo jetape yae ogueyi tasas



monetaria jare intermediación financiera jare, jokuae ndive, oñemoirumi cartera reta, kuae valores absoluto ndive, jokuae ndive ðe tetonde flujo semestral iru ara rami. Bolivianización jekuae ojo tenonde jare indicadores de solvencia jare liquidez EIF oechauka tape solidez sistema financiero gui.

Tenondete yasi rupi rasa 2015 política monetaria oñuvatü metei ñemongeta contracíclica jee va nive; jaeko ikavi yae ðe vae tenondete yasi gui kuae jaeko aniara oime ñemboavai inflacionario jee vae iru rupi opaete jeta rupi jaeramo oime registro de inflación arasa oñemboipi ramo yave oime rambueve choque de oferta jare jeta yae liquidez estacional oñemboepi rambueve opaete sueldos reta kutigua arasape. Mokoï yasi rupi orientación oñemosaka kaviko, metei ñemongeta inflación igui rupi jare ralentización jee vae mbaraviki korepoti arasa ñavo vae, yaecharambueve política mokoï yasi rupi arasa 2014, jeta okukua liquidez jee vae, kuae jeko pegua jetape yae oveyi tasas de interés ipuera vaera imambae oyapo mbaraviki economía regua

Jaerambue, ñande puere vaera ikavi yayapo jaeko poder adquisitivo interno jee vae korepotigui ipuere vaera jekuae tenonde ojo económico jare social teta guasu rupi, oyepitiukako empleo de instrumentos heterodoxos ndive, ipuera vaera jekuae jeko contracíclico política monetaria jare oñemongetareve Órgano Ejecutivo ndive mborokuai guasu jei rami CPE. Tenonde yasi rupi, opaete oipiti Programa Fiscal – Financiero oechauka tupapire reta erei oyoavi RIN jare resultado fiscal gui, opaete kuae reta oikuatiaka imambae rupi omoesaka reve operaciones extraordinarias.

Tipo de cambio jokoropiño oikavi tenonde yasi rupi arasa 2015. Oñemomirata vae ambueyeta arasa 2011 iyapi rupi oñuvatü oñemoiru vae oime mbovi yae jepi internacionales rupi; kuae omboavaimi competitividad externa mbaeti ipuere rambueve oyapo desalineamientos jee vae täta rambueve tipo de cambio real; jokoraiñovi, oyapo kavi opaete yoguireko jokope vae iñemongeta, oporombori ipuere vaera oyapo

bolivianización de la economía jare jokoraiñovi oporombori jekuae vaera ojo tenonde estabilidad del sistema financiero.

Ñande puere yae oime jeta ambueye vae Órgano Ejecutivo ramio yapo kavi ipuere vaera oime control

de inflación ombori reve opaete sector productivo teta retagui jare omoerakua reve oime vaera productos reta jepi jupirupi.

Oimerambueve políticas heterodoxas oyeapo kavi vae jaeko Entre Emisor, arasa 2015 jekuae yae oyeapo financiamiento reta opaete Empresas Públicas Nacionales Estratégias jare programas sociales reta peguara Bono Juana Azurduy rami. Jokoraiñovi arasa 2015 pe Fondo para la Revolución Industrial jare Productiva (FINPRO) oyeapo kavi korepoti BCB ndive jare jekuae yae omee créditos ipuere vaera omaeti, jokoraiñovi jekuae políticas ipuere vaera oyeapo kavi ahorro de las familias tenonde guiraja vae jaeko BCB, iru ndive.

Yaecharambueve arasa 2015 mbite rupi jare oyecha rambueve metei nivel ivaterupi yasi enero gui va jaeko (5,9%) inflación interanual oechauka jeko kavi vae, oipiti reve yasi junio metei tasa de 3,2%, meta central igui rupi yae oyeapo vae kuae arasa peguara (5,5%) ñamae rambueve inflación arasa ñavo enero jare junio 2015 gui oyeapo omoesaka reve evolución opaete mbae reta jepi vae opaete grupo de alimentos pe, tenondete jaeko tomate, papa jare iru isoo. Arasa ombopi yave, opaete kuae reta jepi vae oechauka jupi vae votalidad, oñemee vae mbae reta jepi vae re. Jokogui kuae ñemongeta reta oyeapo kaviko, oñemae kavi reve descensos sistemáticos iru yasi reta rupi.

Kuaereta oñemeeko inflación gui jokoraiñovi oi kavi opaete oñemae vae re inflacionarias jee vae, oime mbovi yae presiones inflacionarias externas jare ajuste moderados jepi ramo opaño mbae reta oyeporu vae. Indicadores reta de tendencias inflacionaria oikuatiako opaño mbae interanuales regua igui rupi inflamación total gui, oechauka vaera metei tendencia ojo ði igui rupi vae mbaeti yave estabilidad yasi retagui.

Oipotavae jaeko oime ñemoatagatu arasa 2015 peguara, ñamae yave producto mundial oimeta guinoi ikavi vae desaceleración (3,3% iruvae jaeko 3,4% 2014 pe) arasa 2016 pe oimeta (3,8%) kuae ñemongeta rupi economías desarrolladas jekuaeta okukua mbegue rupi, yaecha rambueve iru teta emergentes jare desarrollo jetata mee mbae reta arasa 2015 kuae ikavi ñemongeta ndive oyapõara arasa 2016 pe.

Tëta Bolivia peguara, oimetako okuakua mbaraviki reta 5% 2015 iyapipe, oechauka rambueve tasa

anunciada IPM enero arasa 2015 gui, kuae oimeta oyeapo kavi oime vaera ipiau vaera tuicha rupi okuakua opaete rupi. Kuae ñemoiru reta oyeapotako opaete sectores ndive: i) Industria Manufacturera; ii) Transporte y Comunicaciones; iii) Servicios de la Administración Pública; iv) Sector Agropecuario; y v) Servicios Financieros.

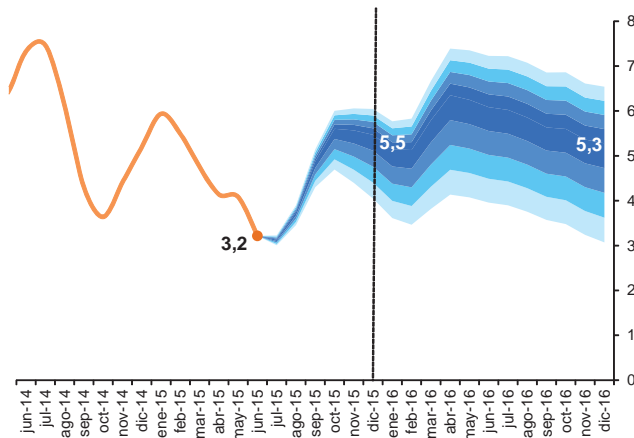
Jokoraiñovi oyeapo kavi inflación arasa 2015 iyapi rupi (5,5% metei mbite rupi 4% jare 6%) arasa oasa gui vae iguirupi (5,7%), metei descenso adicional jee vae arasa 2016 pe

(5,3%) oyeapo kavi vaera inflación arasa 2015 peguara oimeta metei margen de acción ipuere vaera BCB jekuae omomirata opaete korepoti reta oyeapo vae yasi iyapi rupi vae.

Jaerambue oyeapo vaera ralentatización opaete mbaraviki teta rupi gui vae, polfítica monetaria oimeta guinoy ñemongeta reta ikavi vae mokoi yasi rupi 2015 ipuere vaera omae kereita okuakua vae omaereve tēta re, erei ñamae reve kavi oime vaera jupi rupi mbae reta jepi. Política ipuereta ambueye, erei oimetavi desalineamientos tāta vae oime vaera cambio real iruye jaeko oimeta metei nivel de equilibrio imarupi, jekuaeta omoesaka ikavi vaera òe proceso de bolivianización, ñemongeta ikavi ndive opaete peguara jare oñuvatu kavi vaera solidez del sistema financiero. Kuae políticas reta oimetako òi mborokuai guasu CPE, oimetako coordinación Órgano Ejecutivo ndive opaete metei ñemongeta ndive institucionalizados arasa iyapi rupi.

Ikavi uguata vae inflación mbaetiko ñemoavai ipuere vaera oyeapo kavi ipueretako ambue rupi guiraja iru ñemongeta rupi oyeapo kavia vae ndive kuae kuatiape. Ipueretavi oime iru riesgos, Órgano Ejecutivo jare BCB, jae reta imborokuaie jei rami competencias jee vae jare ñemongeta ndive, jekuae yeta oime instrumentos de política jee vae ipuere vaera oyapo kavi opaete jae reta jeirami.

**YEMBOTUICHA OYEKUAVAE JARE OYEYAPOTAVAE**  
(Yuavi pañandepo mokoiyasiregua, ñejäkape)



OMOERÄKUAVAE: Banco Central Voriviapegua  
 OYAPOVAE: BCB – Asesoría de Política Económica  
 ECHA: Kuae oyekua ivatevae jupiko yaroviavaerä echa oyeypoko jendapetei  
 Jokuae jesäka oyekuavae oyeyapokaviko ofëaro reve 90%



# 1. Entorno internacional

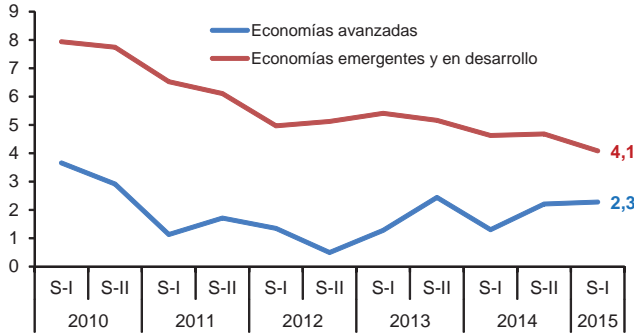
*En la primera mitad de 2015, el crecimiento de la actividad económica mundial continuó siendo moderado y se caracterizó por un desempeño heterogéneo de las economías avanzadas y emergentes. Este comportamiento se debió en gran medida a la divergencia de las políticas monetarias aplicadas y al impacto diferenciado del descenso de los precios internacionales de las materias primas.*

*En el ámbito de las economías desarrolladas se advirtió un proceso de recuperación. Si bien el dato de crecimiento de Estados Unidos en el primer trimestre fue menor al esperado, se considera que esta contracción será transitoria; asimismo, se observó signos de mejora en la Zona Euro.*

*En los países emergentes y en desarrollo, la actividad económica continuó ralentizada, especialmente por la desaceleración del crecimiento de América Latina, destacando por su importancia la contracción en Brasil. En este contexto regional el crecimiento de Bolivia se situó de acuerdo a lo esperado, constituyéndose nuevamente en el más alto de Sudamérica.*

*Ante este panorama, caracterizado por descensos en los precios de los commodities y un todavía débil contexto de crecimiento, la inflación global se mantuvo en niveles moderados, con tasas más bajas en las principales economías avanzadas. En los países emergentes y en desarrollo, principalmente en América Latina, las tasas de inflación tendieron a incrementarse por la depreciación de sus monedas. Pese a ello no se prevé presiones inflacionarias importantes en el corto plazo. La variación de precios en Bolivia durante el primer semestre fue la más baja de la región.*

**GRÁFICO 1.1: CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL (Variación semestral porcentual)**



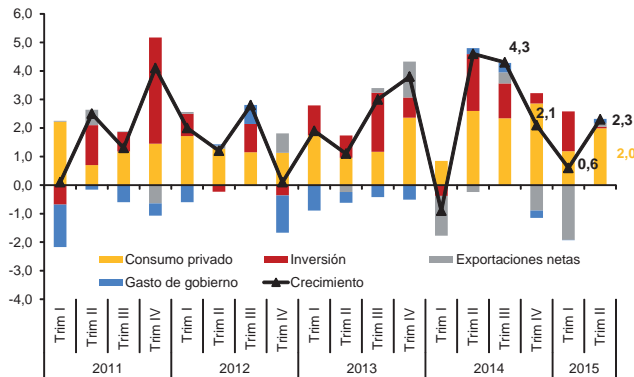
FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (abril 2015)  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En lo que se refiere a los mercados financieros, éstos mostraron episodios de volatilidad por varios factores: incertidumbre respecto de la situación fiscal y política de Grecia, expectativas acerca de la futura subida de tasas de política monetaria por parte de la FED, depreciación de la mayoría de las monedas por el robustecimiento del dólar estadounidense, moderación de los flujos de capital a los mercados emergentes y caída del precio de las materias primas.

**1.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL**

En la primera mitad de 2015, la actividad económica mundial se caracterizó por la continuidad de la desaceleración de varias economías, principalmente las emergentes y en desarrollo (Gráfico 1.1).

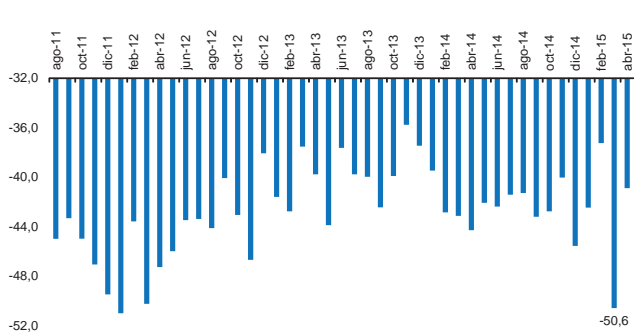
**GRÁFICO 1.2: CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB DE EE.UU. (Tasa anualizada e incidencias en porcentaje)**



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

En lo que respecta a las economías desarrolladas, destacó el mayor dinamismo del crecimiento en Estados Unidos en el segundo trimestre; de igual manera en la Zona Euro y Japón se observaron signos de recuperación, aunque en la primera esta fue diferenciada por países. Por su parte, las economías emergentes mostraron una desaceleración (por ejemplo China) e incluso contracciones (Brasil y Rusia). En Sudamérica, una de las regiones con mayor ralentización en su desempeño, Bolivia nuevamente destaca al obtener el mayor crecimiento.

**GRÁFICO 1.3: SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL DE EE.UU. (En miles de millones de dólares estadounidenses)**



FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

En lo que respecta a la economía estadounidense, luego de haber registrado en 2014 un crecimiento anual de 2,4%, en el primer trimestre de 2015 tuvo un débil crecimiento para posteriormente mostrar una mayor recuperación entre los meses de abril y junio (Gráfico 1.2). El comportamiento en el primer trimestre se explica principalmente por la caída en sus exportaciones netas (debido a la apreciación de su moneda) y por el menor crecimiento del consumo privado y de la inversión a raíz de condiciones climáticas desfavorables. Asimismo, la inversión empresarial no fue tan dinámica como el trimestre anterior.

El aporte negativo de las exportaciones netas en el primer trimestre se reflejó en el déficit comercial de la economía estadounidense, cuyo valor máximo en más de dos años se registró en marzo de 2015 (\$51 mil millones; Gráfico 1.3).

Sin embargo en el segundo trimestre volvió a tomar fuerza el consumo privado y el empleo. El mercado laboral en EE.UU. continuó mejorando. Entre enero

y junio de 2015, las nóminas de empleo (excluyendo al sector agrícola) se incrementaron en 1,3 millones de puestos de trabajo; concordantemente la tasa de desempleo disminuyó de 5,6% a finales de 2014 a 5,3% en junio de 2015 (Gráfico 1.4).

Por su parte, la actividad económica en la Zona Euro mostró una mejoría con un crecimiento anualizado de 1,6% en el primer trimestre, el más alto de los últimos cuatro años (Gráfico 1.5). Este resultado se explica principalmente por la recuperación del consumo privado (gracias al efecto ingreso por los menores precios de combustibles), la recuperación de las exportaciones netas debido a la depreciación del euro y la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE). No obstante, cabe mencionar que la recuperación de la Zona aún dista de estar consolidada debido a la baja inversión y a los problemas en Grecia (ver Recuadro 1).

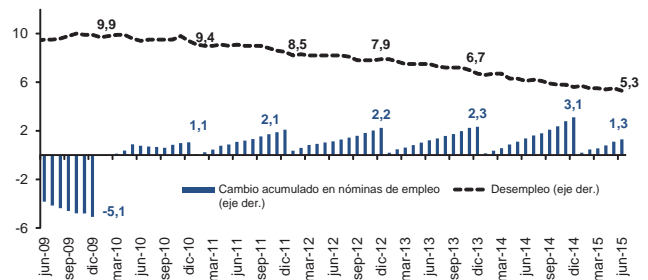
Analizando el crecimiento por país, en el primer trimestre del año destaca la recuperación de España y Francia y la salida de la recesión de Italia; mientras que Alemania tuvo un crecimiento menor al promedio regional (Gráfico 1.6). El desempeño positivo de España se debió en gran parte al dinamismo del consumo privado y público, a la recuperación de sus exportaciones netas y del turismo. En el caso de Francia, se explicó principalmente por la recuperación de su consumo privado. En Italia fue determinante la recuperación del consumo, el incremento de los pedidos de la industria, así como la creación de nuevos puestos de trabajo gracias a la reducción de las cotizaciones y a la reforma laboral.

Otro aspecto que contribuyó a la mejora del consumo privado fue la caída de la tasa de desempleo en la Zona Euro (11,1% en mayo de 2015), principalmente en Grecia, España y Portugal; a pesar de dicha reducción, estas economías continuaron exhibiendo los niveles de desempleo más altos de la región equivalentes a 25,6%, 22,7% y 13%, respectivamente (Gráfico 1.7). La situación del empleo juvenil continúa siendo preocupante con tasas de desocupación de 50% en España y Grecia y de 31% en Portugal.

En el primer trimestre el crecimiento de Japón recuperó levemente (tasa anualizada de 2,4%) gracias al aumento de la inversión empresarial, del consumo privado y de las exportaciones netas. Con

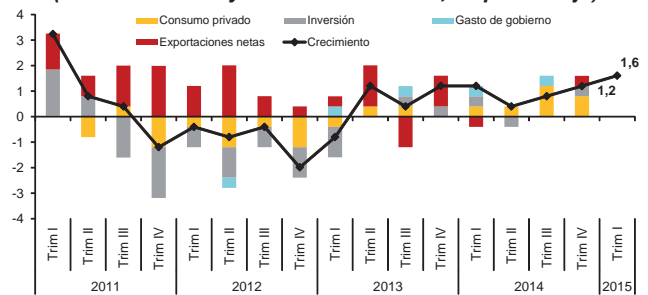
**GRÁFICO 1.4: INDICADORES DEL MERCADO LABORAL EN EE.UU.**

(En millones de puestos de trabajo y en porcentaje)



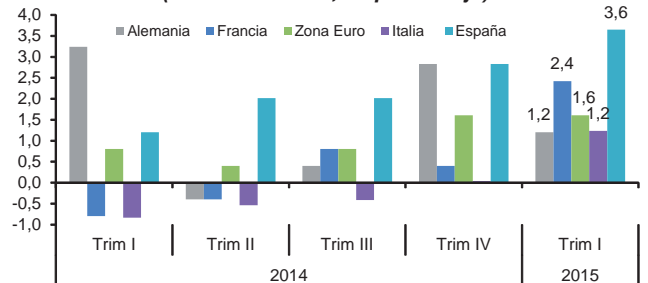
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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



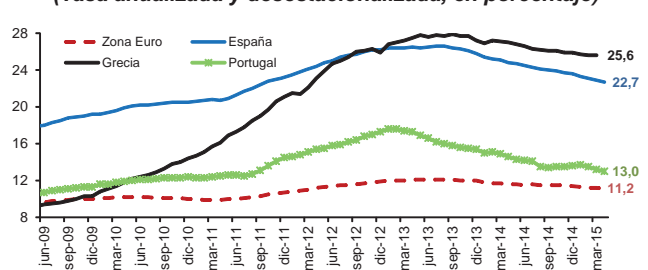
FUENTE: Banco Central Europeo  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Las barras corresponden a las incidencias

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



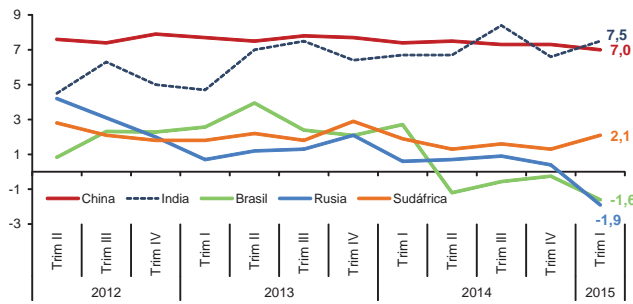
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: El último dato para Grecia es de marzo de 2015

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

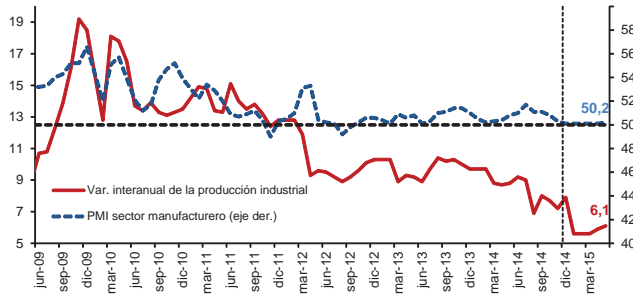


FUENTE: Bloomberg y bancos centrales  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

el propósito de no afectar la recuperación de su economía, el gobierno japonés pospuso el segundo incremento del impuesto al consumo (de 8% a 10%) de octubre de 2015 hasta 2017.

Respecto a los países emergentes y en desarrollo, en la mayoría de éstos se advirtió la continuidad del proceso de desaceleración de la actividad económica. En particular, en el primer trimestre del año, la República Popular de China registró el crecimiento más lento de los últimos 6 años (7%), mientras que Brasil y Rusia registraron caídas (Gráfico 1.8).

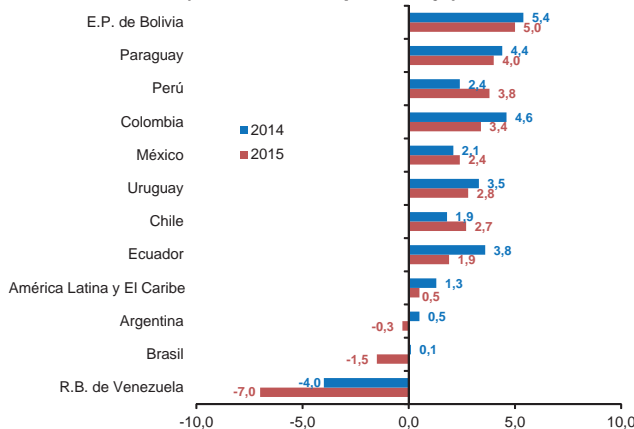
**GRÁFICO 1.9: ÍNDICE DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL EN CHINA (Tasa interanual, en porcentaje)**



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

La desaceleración china se refleja en el índice de producción manufacturera que muestra una tendencia decreciente y actualmente se encuentra en un nivel cercano a los 50 puntos, signo de que su producción industrial estaría estancada (Gráfico 1.9). El gobierno chino continúa llevando a cabo esfuerzos para establecer un nuevo modelo de crecimiento sostenible basado en la demanda interna en el mediano plazo, con reformas estructurales en los sectores financiero, gubernamental e industrial, entre otros. Para el corto plazo, su objetivo de crecimiento en 2015 es de 7%.

**GRÁFICO 1.10: CRECIMIENTO ECONÓMICO 2014 Y ESPERADO EN 2015 EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS DE AMÉRICA LATINA (Tasa anual, en porcentaje)**



FUENTE: Fondo Monetario Internacional  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

La mayoría de los países de América Latina continuaron desacelerándose, principalmente los exportadores de materias primas (Gráfico 1.10). Este resultado se debe fundamentalmente a la menor inversión, salidas de capital, mayores tasas de interés y menor demanda externa. A pesar de este contexto, el crecimiento esperado de Bolivia es el más alto de Sudamérica.

En los primeros tres meses de 2015, Brasil registró por cuarto trimestre consecutivo un crecimiento negativo (-1,6%), principalmente por la contracción industrial, la menor inversión, la caída del sector servicios, las políticas de austeridad, así como el incremento de las tasas de interés. La economía Argentina creció en 1,1% en el mismo periodo, en virtud a un impulso del consumo interno. En el caso de Chile, el menor crecimiento de los primeros tres meses de 2015 (2,4%) con relación a similar periodo de 2014 se debió sobre todo a la contracción de la inversión en 1,7%. La economía peruana también se desaceleró en el primer trimestre (1,7%) especialmente por la

menor producción minera y la caída de la inversión pública (Gráfico 1.11).

### 1.2 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN

En el primer semestre de 2015, el Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación de Bolivia (IPPBX) mantuvo la tendencia decreciente observada desde 2012, con una caída de 21% respecto al cierre de 2014 (Gráfico 1.12). Este resultado se explicó por la caída de los precios internacionales de materias primas, principalmente de los hidrocarburos (27,1%) y, en menor medida, de los productos mineros (6,9%) y agrícolas (5,4%).

Los precios internacionales de minerales que registraron los mayores descensos fueron los del estaño (23%), que cayó a su nivel más bajo en siete años (\$us6,54 la libra fina); del plomo (3,7%); y del zinc (3%), principalmente por la menor demanda de China, que representa cerca de la mitad del consumo global.

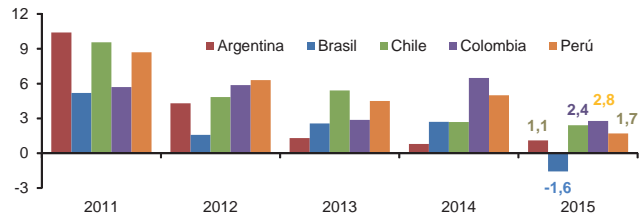
Según el Índice de Precios elaborado por la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por su sigla en inglés), los precios de los alimentos cayeron en 11,2% en los seis meses de 2015, alcanzando los niveles más bajos en los últimos 5 años (Gráfico 1.13). Destacan las caídas en los precios del azúcar (18,7%), la carne (13,5%) y los cereales (11,3%).

Si bien el precio internacional del petróleo registró una fuerte caída entre finales de junio a diciembre de 2014 (50%), se observó un leve repunte y una estabilización en 2015 (Gráfico 1.14). Este repunte se debe principalmente a que los consumidores están reaccionando positivamente a los bajos precios de los combustibles con lo cual la demanda mundial de petróleo está alcanzando a 1,5 millones de barriles por día, cifra que duplica la tasa de crecimiento de la demanda del año pasado.

### 1.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL Y POLÍTICA MONETARIA

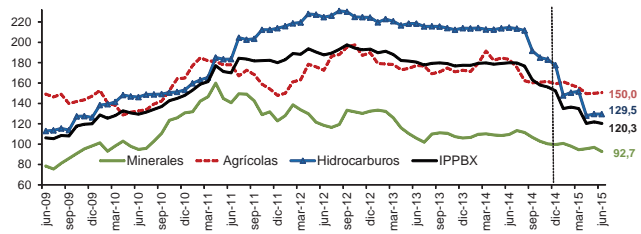
Ante la disminución de los precios internacionales de las materias primas y el débil contexto global de actividad económica, la inflación en las principales economías avanzadas permaneció en niveles

**GRÁFICO 1.11: CRECIMIENTO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS DE AMÉRICA LATINA**  
(Tasa interanual de los primeros trimestres, en porcentaje)



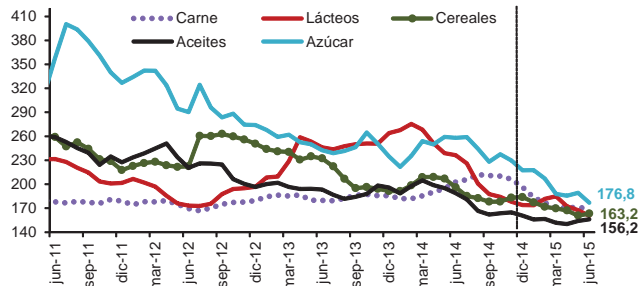
FUENTE: Bloomberg y Bancos Centrales  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 1.12: PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA**  
(Índices, base diciembre 2006=100)



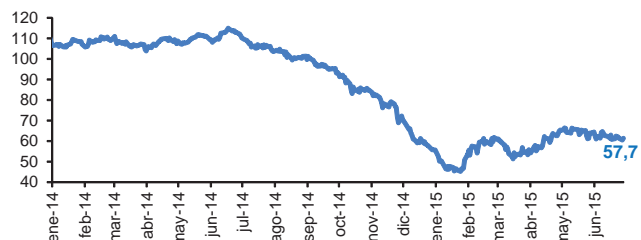
FUENTE: Bloomberg y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB)  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 1.13: ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO**  
(Índices, 2002-2004=100)



FUENTE: FAO  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

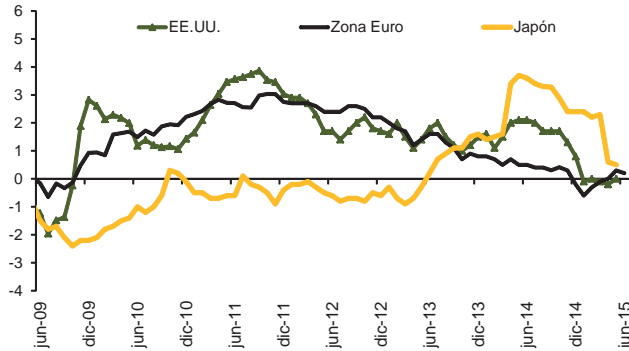
**GRÁFICO 1.14: PRECIO DEL PETRÓLEO (BRENT)**  
(Precio en dólares por Barril)



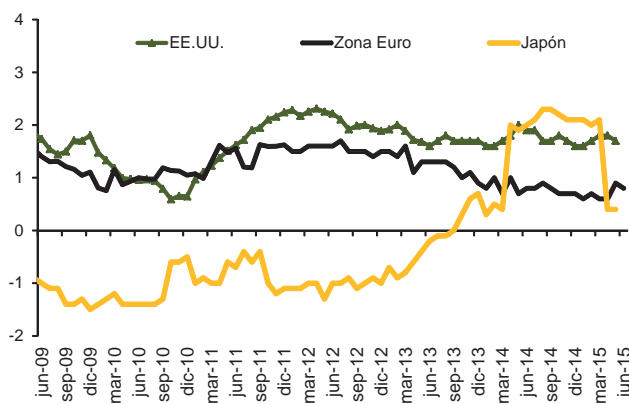
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: El Brent es un tipo de petróleo que se extrae principalmente del Mar del Norte  
Marca la referencia en los mercados europeos



**GRÁFICO 1.15: INDICADORES DE INFLACIÓN DE ECONOMÍAS SELECCIONADAS (Variación porcentual interanual)**  
**a) Inflación Total**



**b) Inflación subyacente**



FUENTE: *Bloomberg*  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

controlados y no se prevé presiones inflacionarias importantes en el corto plazo (Gráfico 1.15).

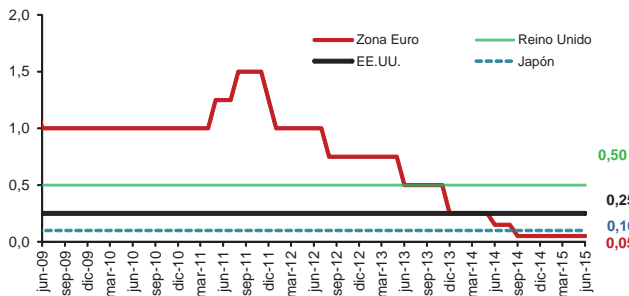
A partir de mayo la Zona Euro volvió a registrar una variación de precios positiva que se mantuvo en junio (0,2%), principalmente por el programa de compra soberana de bonos implementado por el BCE y la depreciación del euro. En EE.UU. la inflación general a doce meses registró un valor de 0,1% en junio, por debajo de la meta de la Reserva Federal (2%). La variación de precios en Japón alcanzó una tasa interanual de 0,5% en mayo, igualmente por debajo de su meta (2%).

En los países avanzados, la inflación subyacente se mantuvo controlada y en niveles bajos. Sin embargo, en el caso de Japón, en el mes de abril, la inflación subyacente en el mes de abril se desaceleró fuertemente, por lo que el gobierno se vio obligado a recortar su meta de inflación de 2% para el 2015.

En este contexto, los bancos centrales de las principales economías avanzadas continuaron con una política monetaria expansiva, manteniendo las tasas de interés de referencia en niveles bajos (Gráfico 1.16).

Si bien la FED, en su más reciente reunión de junio de 2015, decidió mantener la tasa de interés de referencia en 0,25%, los anuncios que realiza esta institución sobre el comportamiento de la economía de EE.UU. provocan movimientos en los mercados financieros y en las tasas de interés.

**GRÁFICO 1.16: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS (En porcentaje)**



FUENTE: *Bloomberg*  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Debido a la lenta recuperación de muchas economías europeas y los temores de deflación en la Zona Euro, el BCE decidió reducir la tasa de interés de referencia a un mínimo histórico de 0,05%. Además, realizó otras medidas importantes para inyectar recursos a la economía: disminución de otras tasas de interés relevantes y la compra mensual de €60.000 millones de bonos de gobiernos de la zona.

En el caso de las economías latinoamericanas, en general las tasas de inflación interanuales tendieron a incrementarse por la depreciación de sus monedas. Destacan los casos de Venezuela y Argentina, con las tasas más altas de la región, por problemas estructurales. Por otra parte, los índices de precios

de Brasil y Uruguay se incrementaron por encima del 8%, (8,9% y 8,5% respectivamente) hasta el mes de junio. La mayoría del resto de países sudamericanos también registraron incrementos en su inflación, en gran parte de los casos por encima de sus metas. En cambio en Bolivia la variación general de precios se encuentra controlada y por debajo de la meta establecida para la gestión (Gráfico 1.17).

En un contexto caracterizado por desaceleración, mayor déficit fiscal e incremento de la inflación, existe una disyuntiva para las políticas económicas. En efecto, las políticas fiscal y monetaria que deberían tener una orientación expansiva en un periodo con menor crecimiento, se ven limitadas por el poco espacio fiscal existente y el repunte de la inflación.

En este sentido, algunos países optaron por ser contractivos para controlar la inflación (por ejemplo, Brasil y Colombia) aumentando la tasa de interés de política y contrayendo el gasto fiscal, mientras que otros apuntan a ser expansivos (por ejemplo, Chile y Perú) realizando políticas en la dirección contraria (Gráfico 1.18).

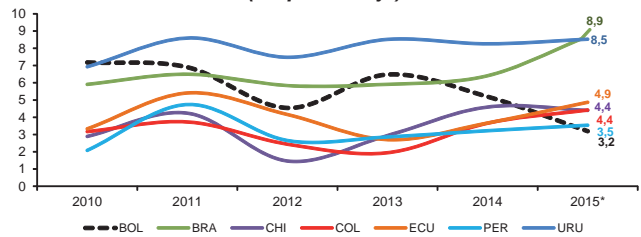
#### 1.4 MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y MERCADOS FINANCIEROS

Las expectativas sobre el crecimiento en EE.UU. y el alza de las tasas de interés de referencia en esta economía, desde mediados de 2013, determinaron menores flujos externos hacia las economías emergentes.

A medida que los capitales se dirigieron a la economía estadounidense, se produjo un robustecimiento de su moneda con la consiguiente depreciación del resto de las divisas. En este sentido, el índice 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) muestra un crecimiento desde mediados de 2014, hecho que produjo una mayor volatilidad en los mercados cambiarios (Gráfico 1.19).

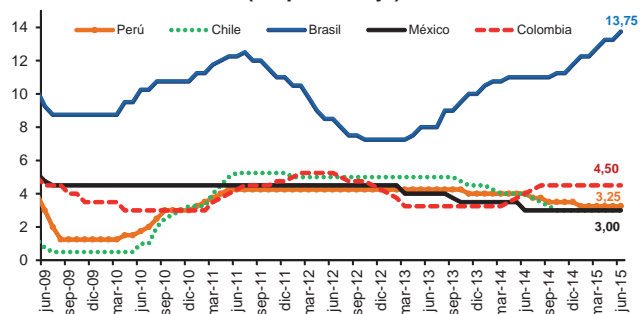
En este sentido, en el primer trimestre de 2015 la mayoría de las monedas latinoamericanas continuaron depreciándose respecto al dólar

**GRÁFICO 1.17: TASAS DE INFLACIÓN INTERANUAL EN PAÍSES SELECCIONADOS DE SUDAMÉRICA (En porcentaje)**



FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: Los datos a 2015 a junio

**GRÁFICO 1.18: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA DE LAS ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS SELECCIONADAS (En porcentaje)**



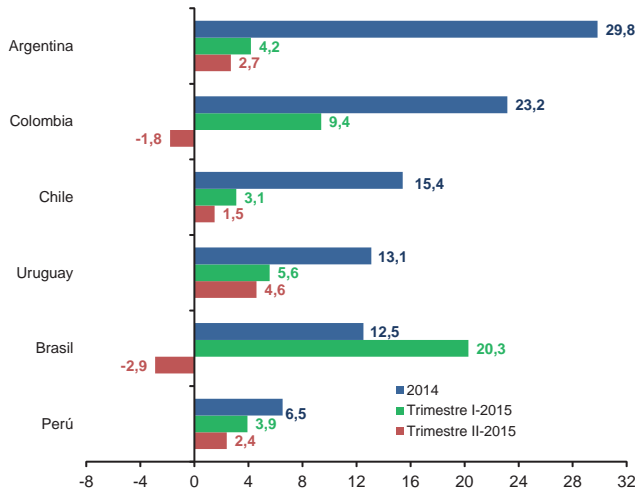
FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 1.19: ÍNDICE DEL VALOR DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE FRENTE A UNA CANASTA DE LAS PRINCIPALES MONEDAS E INDICADOR DE VOLATILIDAD DE DIVISAS DEL G7 (Enero 1980=100; En puntos porcentuales)**



FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 1.20: MOVIMIENTOS CAMBIARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Variación respecto al dólar estadounidense, en porcentaje)



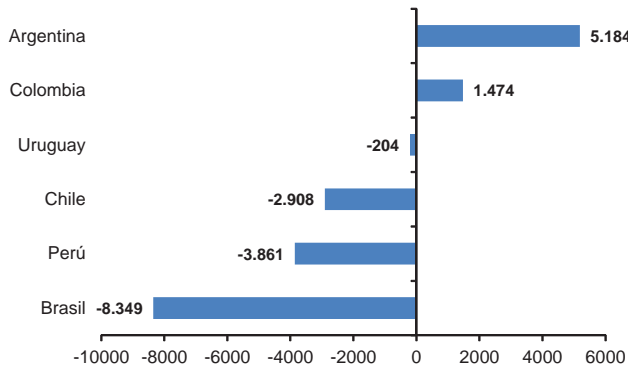
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Una variación negativa significa una apreciación, una variación positiva significa una depreciación

estadounidense. En el segundo trimestre tendieron a estabilizarse (Gráfico 1.20).

Para atenuar la pérdida de valor de sus monedas, varios países intervinieron en sus mercados cambiarios mediante la venta de divisas. Asimismo, la disminución de las Reservas Internacionales en la mayoría de estos países se debió también a la depreciación de las monedas de reserva diferentes del dólar y las menores cotizaciones del precio del oro. En el caso de Argentina y Venezuela se introdujeron medidas para tratar de normalizar los mercados cambiarios y contener la fuerte caída de las reservas. (Gráfico 21).

En resumen, en el primer semestre del año se observó una desaceleración en las economías emergentes, principalmente las latinoamericanas, aunque el desempeño es diferenciado. Por su parte, los precios de las materias primas mantuvieron la tendencia decreciente, que se explica por la moderación del crecimiento de la economía China y la elevada producción mundial. Asimismo, el fortalecimiento del dólar estadounidense ocasionó que la mayoría de las divisas se depreciaran frente a esta moneda.

**GRÁFICO 1.21: RESERVAS INTERNACIONALES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS**  
(Variación interanual junio 2014 – junio 2015, en miles de millones de dólares estadounidenses)



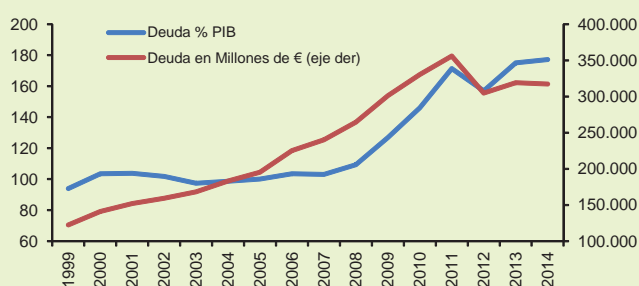
FUENTE: Bloomberg y Bancos Centrales  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

## RECUADRO 1: LA CRISIS DE DEUDA GRIEGA

Un hecho que afectó el comportamiento de los mercados financieros en 2015 fue el relativo a la Crisis de deuda de Grecia. Se estima que en 2014 la deuda pública griega ascendió a 317.094 millones de euros, equivalentes al 177% de su PIB (Gráfico 1.22). Entre los acreedores de Grecia se encuentran los países de la Zona Euro (donde Alemania es el mayor acreedor, seguido por Francia e Italia), el FMI, el Banco Central Europeo y, en menor medida, bancos locales.

La cuantía de su deuda y un limitado acceso a fuentes de financiamiento dificultan de sobremano el pago de las obligaciones del país. Según evaluaciones del FMI la deuda se tornó altamente insostenible, esperándose que alcance a 200% del PIB en un horizonte de dos años; la recomendación es que se ponga en práctica medidas de alivio de la deuda con el fin de posibilitar una sostenibilidad a mediano plazo.<sup>1</sup>

**GRÁFICO 1.22: DEUDA GRIEGA**  
(En porcentaje del PIB y en millones de Euros)



FUENTE: Eurostat  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Cuando la crisis financiera global limitó el acceso griego al crédito y ante el temor del impacto de un *default*, la Unión Europea y el FMI aprobaron en mayo de 2010 el primer paquete de ayuda de 110.000 millones de euros; posteriormente, un segundo rescate (*bailout*) elevó la cifra total a 240.000 millones de euros. Cabe enfatizar que la otorgación de los rescates estuvo condicionada a medidas de austeridad por parte del Gobierno griego: recortes de gasto público; mayores impuestos; reformas al sistema de pensiones; y ajustes al mercado laboral.

La evaluación del efecto de estos rescates reporta resultados diversos. Por una parte, los préstamos habrían contribuido a reducir el impacto de la crisis griega sobre la moneda común, situación que beneficia mayormente a los países de la Zona y no así a Grecia. Por el contrario, diversos analistas consideran que las medidas no propiciaron mejoras de los fundamentos macroeconómicos de Grecia, acentuando incluso su dependencia de empréstitos externos.

A partir de la implementación de las medidas de austeridad, se estima que el PIB de Grecia se contrajo en cerca de 25%. Adicionalmente, en los últimos tres años cerca de una cuarta parte de la fuerza laboral está desocupada, la tasa más alta de la Unión Europea, y que en el caso de la población joven sobrepasa el 50%.

En los últimos meses, el gobierno griego intentó renegociar algunas de esas condiciones. Sin embargo, ante la falta de acuerdos, Grecia no logró honrar un pago de 1.500 millones de euros adeudados al FMI y se encontró con el vencimiento del último programa de ayuda financiera. No obstante, posteriormente, en julio de 2015 Grecia logró pagar la totalidad de sus atrasos con el FMI (por un monto equivalente a cerca de 2.000 millones de euros), logrando salir del estado “en mora” en el que se encontraba. En medio de estos acontecimientos y ante la posibilidad de un retiro masivo de fondos por parte de la población, el gobierno impuso restricciones al retiro de fondos (“corral financiero”).

<sup>1</sup> FMI (2015). “Greece, an update of IMF staff’s preliminary public debt sustainability analysis”, IMF Country Report No. 15/186, July 2015.

Tras la realización de un referéndum donde la población rechazó las exigencias del FMI, BCE y Unión Europea que pedían mayores ajustes fiscales para extender un programa de ayuda financiera, el gobierno de Grecia retomó las negociaciones con sus acreedores. Se arribó a un acuerdo que, para muchos analistas, impuso condiciones incluso más duras que las inicialmente negociadas y que fue justificado como la única forma de evitar una salida desordenada del Euro por parte de la economía griega.

La Unión Europea y los parlamentos de los países de la Zona y Grecia aprobaron el nuevo plan de rescate de 85.000 millones de euros. Las nuevas condiciones impuestas contemplan: un aumento inmediato del impuesto al consumo; nuevas medidas tributarias; un agresivo plan de privatizaciones; el fortalecimiento del tratamiento penal de la evasión fiscal; reformas en las pensiones y la Seguridad Social; la garantía de la independencia de la oficina de estadísticas griega; y la creación de una autoridad fiscal que vigilará que no existan desvíos en los objetivos fiscales. Asimismo, el sector fiscal debe mantener superávit primarios por encima del 3,5% del PIB por un largo período.

En virtud a la severidad de las nuevas condiciones impuestas, es previsible que no mejoren las condiciones de la economía griega, en detrimento de su población y con efectos significativos en el largo plazo. Las recetas empleadas son de naturaleza ortodoxa y, como muestra la experiencia, su implementación no genera necesariamente resultados positivos. Las discusiones al respecto son varias, tanto en el plano académico, como en los círculos de política económica, siendo evidente la necesidad de considerar soluciones alternativas a la ortodoxia tradicional.

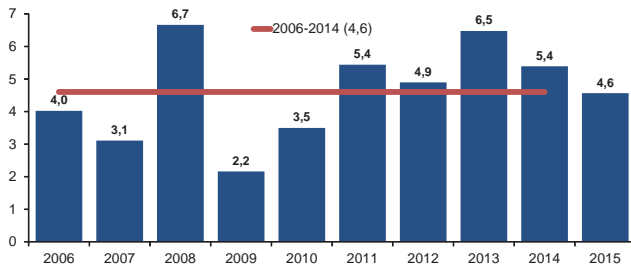
## 2. Entorno Nacional

*En los primeros meses de 2015, el desempeño económico de Bolivia fue destacado. El crecimiento de la actividad económica fue el más alto de Sudamérica (4,6% a mayo, y en variación a 12 meses 5,1%). Todas las actividades aportaron al crecimiento con excepción de Petróleo Crudo y Gas Natural; además la demanda interna continuó siendo su principal determinante.*

*A pesar del contexto internacional menos favorable, el sector externo presentó resultados positivos en el primer trimestre de 2015 con un superávit en el saldo global de la Balanza de Pagos que determinó un incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) de \$us75 millones. El deterioro en la Cuenta Corriente fue más que compensado por el superávit en la Cuenta Capital y Financiera destacando el financiamiento al sector público y los flujos de la Inversión Extranjera Directa (IED) bruta en hidrocarburos, industria y minería. En el segundo trimestre, el saldo negativo de la Balanza Comercial se reflejó en una disminución de las RIN acumulando una pérdida de \$us235 millones en el semestre. A tipo de cambio de fin de período, la disminución fue de \$us415 millones debido a la depreciación de algunas monedas de reserva diferentes al dólar y a la caída en la cotización internacional del oro.*

*Durante el primer semestre, las operaciones de intermediación financiera, tanto activas como pasivas, continuaron mostrando un importante dinamismo sobre todo con los resultados observados en el segundo trimestre. En efecto, la orientación expansiva de la política monetaria en dicho trimestre generó significativos vencimientos de títulos de regulación monetaria en poder de los Fondos de*

**GRÁFICO 2.1: EVOLUCIÓN DE LA VARIACIÓN ACUMULADA DEL IGAE**  
(En porcentaje y promedio, al mes de mayo de cada gestión)

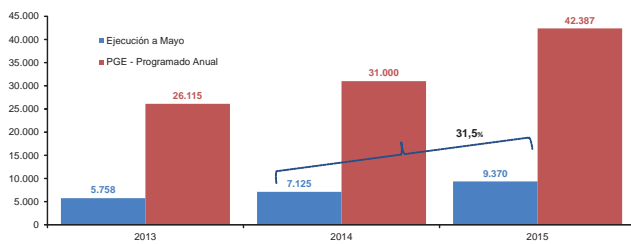


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

*Pensiones (AFP), Fondo de Renta Universal de Vejez (FRUV) y familias que se trasladaron a las Entidades de Intermediación Financiera (EIF) haciendo crecer los depósitos; lo anterior, más los vencimientos de los títulos en poder de las EIF incrementó sustancialmente la liquidez determinando caídas en las tasas monetarias y de intermediación financiera y, con ello, el importante aumento de la cartera que en valores absolutos representó el flujo semestral más alto históricamente. Es de destacar también el incremento de la cartera regulada, en particular el crédito al sector productivo en cumplimiento a lo dispuesto en la Ley 393 de Servicios Financieros. La bolivianización continuó avanzando y los indicadores de solvencia y liquidez de las EIF reflejan la solidez del sistema financiero.*

## 2.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y GASTO

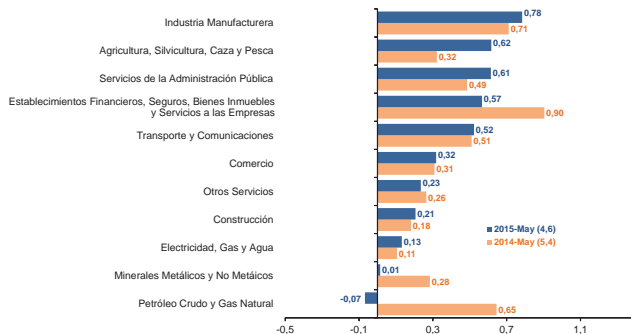
**GRÁFICO 2.2: INVERSIÓN PÚBLICA PROGRAMADA Y EJECUTADA**  
(En millones de bolivianos, al mes de mayo de cada gestión)



FUENTE: Ministerio de Planificación del Desarrollo  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Al mes de mayo de 2015, la variación acumulada del Índice Global de Actividad Económica (IGAE) muestra que la economía boliviana creció en 4,6%, cifra menor a la alcanzada en mayo de la pasada gestión (5,4%), pero superior en 2,4pp a la observada en 2009 (2,2%), año en el que la economía nacional enfrentó un *shock* de términos de intercambio desfavorable; similar al que se observa actualmente (Gráfico 2.1). Si se mide el crecimiento a 12 meses, la economía registró una tasa de expansión de 5,1%.

**GRÁFICO 2.3: INCIDENCIAS DE ACTIVIDADES EN EL CRECIMIENTO DEL IGAE**  
(En puntos porcentuales, al mes de mayo de cada gestión)



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

El menor dinamismo de la actividad económica en los primeros 5 meses del año es el resultado de una menor demanda externa como consecuencia de la desaceleración de gran parte de las economías desarrolladas y emergentes. Sin embargo, el impulso de la demanda interna fue determinante para reducir los efectos adversos del actual contexto externo; en su interior destaca la ejecución de la inversión pública que a mayo de 2015 superó en más de 30% a la registrada en similar periodo en 2014 (Gráfico 2.2).

### 2.1.1 Actividad económica

La variación acumulada del IGAE de 4,6% al mes de mayo de 2015, fue resultado del buen desempeño de los sectores económicos; el mayor aporte provino de la Industria Manufacturera, seguida de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca; Servicios

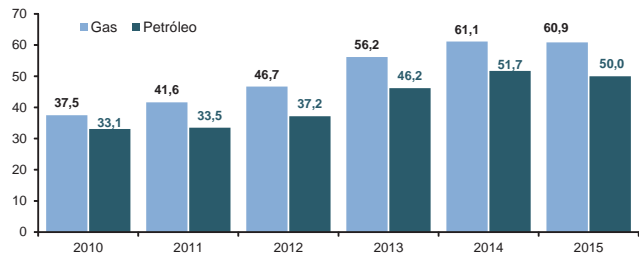
de la Administración Pública; Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas. No obstante, la actividad de Petróleo Crudo y Gas Natural presentó un aporte negativo (Gráfico 2.3).

La producción de gas natural y de petróleo crudo en los primeros 5 meses de 2015 fue menor a la de similar periodo de 2014, lo que determinó una incidencia negativa en el crecimiento. La producción promedio diaria de gas natural registró una ligera reducción de 0,4% en comparación con la alcanzada a similar periodo del año anterior, lo propio ocurrió con la producción de petróleo crudo que disminuyó en 3,3% (Gráfico 2.4).

Como resultado de la disminución del volumen exportado hacia Argentina, las exportaciones totales de gas natural a mayo de 2015 mostraron una reducción del 0,7% con relación a 2014. No obstante, se destaca que las exportaciones se encuentran en niveles elevados reflejando un menor margen para el crecimiento de este sector (Gráfico 2.5).

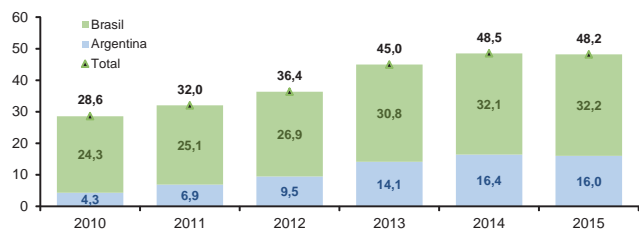
En cuanto al sector minero, la variación acumulada del IGAE de Minerales Metálicos y No Metálicos al mes de mayo de 2015 (0,28%), fue inferior en 5,02pp a la observada en similar periodo de 2014 (5,29%). El menor ritmo de crecimiento de este sector se explica por una reducción de la demanda externa, principalmente en el mercado asiático, y menores precios internacionales de los minerales, lo que repercutió en la producción de zinc y plomo, principalmente (Gráficos 2.6 y 2.7).

**GRÁFICO 2.4: PRODUCCIÓN DIARIA PROMEDIO DE GAS NATURAL Y PETRÓLEO**  
(A mayo de cada gestión, en millones de metros cúbicos día y miles de barriles día)



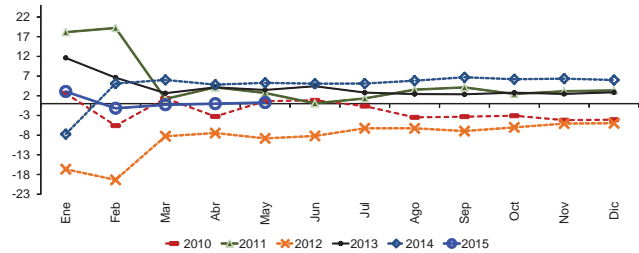
FUENTE: Agencia Nacional de Hidrocarburos – Yacimiento Petrolíferos Fiscales Bolivianos  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 2.5: EXPORTACIONES DE GAS NATURAL EN EL MERCADO EXTERNO**  
(En millones de metros cúbicos día, acumulado al mes de mayo de cada gestión)



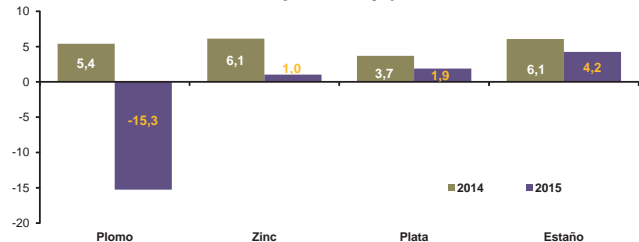
FUENTE: Agencia Nacional de Hidrocarburos  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRAFICO 2.6: IGAE DE MINERIA**  
(Variación acumulada, en porcentaje)



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

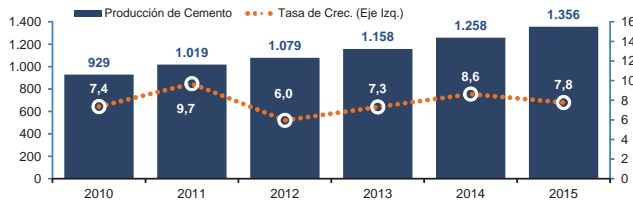
**GRAFICO 2.7: PRODUCCIÓN DE MINERALES**  
(Variación acumulada al mes de mayo de cada gestión, en porcentaje)



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



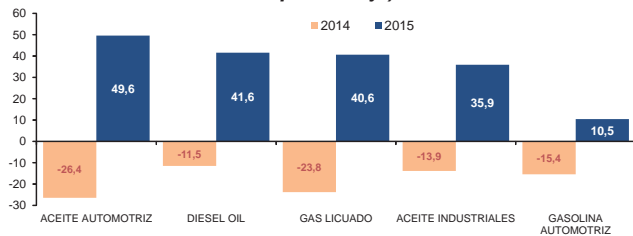
**GRAFICO 2.8: PRODUCCIÓN DE CEMENTO**  
(Acumulado al mes de mayo de cada gestión, en miles de toneladas y en porcentaje)



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

El resto de los sectores vinculados a la demanda interna mostraron un aporte positivo al crecimiento global, destacando el desempeño del sector de Industria Manufacturera y en su interior el aporte de la actividad cementera y de refinación de hidrocarburos. En el primer caso la producción en los 5 primeros meses registró una tasa de crecimiento del 7,8% respecto a similar periodo de 2014, en respuesta a la mayor demanda de este insumo en el sector de construcción (Gráfico 2.8).

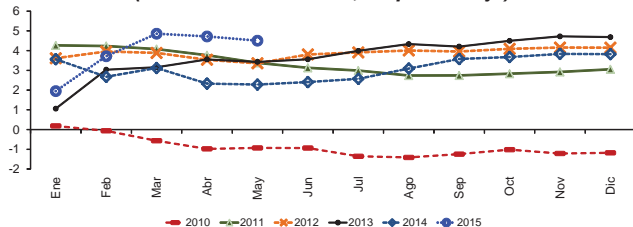
**GRAFICO 2.9: VOLUMEN FÍSICO DE PRODUCTOS REFINADOS DE PETRÓLEO**  
(Variación acumulada al mes de mayo de cada gestión, en porcentaje)



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

En los productos provenientes de la refinación de hidrocarburos, destacan el incremento de la producción de aceite automotriz, diesel oil y gas licuado de petróleo (Gráfico 2.9).

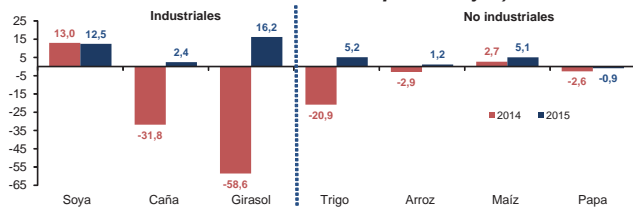
**GRÁFICO 2.10: IGAE DEL SECTOR AGRICULTURA, SILVICULTURA, CAZA Y PESCA**  
(Variación acumulada, en porcentaje)



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

En cuanto al sector Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca, su crecimiento fue sostenido en un entorno climatológico más favorable que el inicialmente esperado, dado que no se registraron efectos considerables por la presencia del Fenómeno de El Niño. En este sentido, la variación acumulada del IGAE agropecuario a mayo de 2015 (4,5%) fue la más elevada comparada con gestiones precedentes (Gráfico 2.10). Los principales productos que reforzaron el crecimiento del sector fueron los agrícolas industriales y no industriales, destacando un incremento en el Valor Bruto de Producción (VBP) de girasol, soya y trigo (Gráfico 2.11).

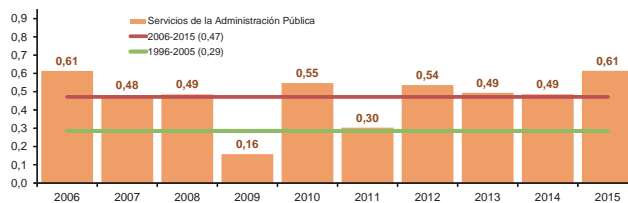
**GRÁFICO 2.11: VBP DE LOS PRODUCTOS AGRÍCOLAS INDUSTRIALES Y NO INDUSTRIALES**  
(Al mes de mayo de cada gestión, variación acumulada en porcentajes)



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

En línea con la mayor participación estatal en la economía, el Estado no sólo apoyó al desarrollo económico con mayor inversión pública, sino también prestando mejores servicios, aspecto que demandó la creación de nuevos ítems para educación, salud, empresas estatales y la administración gubernamental en general. Es así que en el periodo 2006-2015 la incidencia promedio de los Servicios de la Administración Pública en el crecimiento global (0,47pp) fue mayor que en el periodo 1996-2005 (0,29pp; Gráfico 2.12).

**GRÁFICO 2.12: SERVICIOS DE LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA**  
(Incidencia en el crecimiento acumulado a mayo de cada gestión, en puntos porcentuales)



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

Al mes de mayo de 2015, el sector de Establecimiento Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas, continuó aportando a la actividad económica aunque en menor medida que en similar período de 2014 (Gráfico 2.13).

**GRÁFICO 2.13: INCIDENCIA DE ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS, SEGUROS, BIENES INMUEBLES EN EL IGAE<sup>1/</sup>**  
(Acumulada al mes de mayo de cada gestión, en puntos porcentuales)

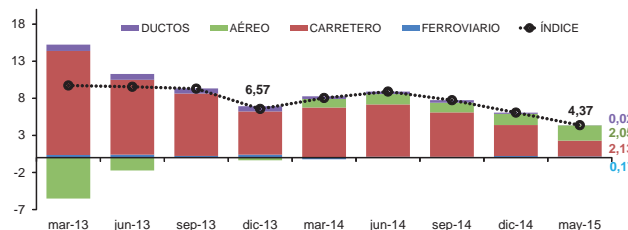


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> El sector está compuesto por Servicios Financieros, Servicios a las Empresas y Propiedad de Vivienda

Esta reducción en el aporte al crecimiento se originó en una caída de la producción imputada (producción asociada a los interés recibidos menos los pagados), debido a que la disminución de la tasa de interés activa en el periodo de análisis más que compensó el aumento de la cartera. Esta reducción de la tasa activa continuará impulsando el crédito a los sectores productivos y el consiguiente crecimiento económico en lo que resta del año.

El sector Transporte mantuvo su dinamismo, destacando la mayor incidencia del transporte aéreo principalmente por la apertura de nuevas rutas y mayor frecuencia de vuelos (Gráfico 2.14).

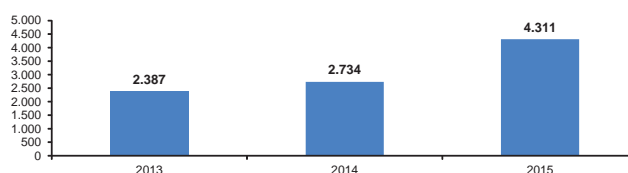
**GRÁFICO 2.14: ÍNDICE GENERAL DE TRANSPORTE, INCIDENCIA SEGÚN MODALIDAD**  
(Tasa de crecimiento acumulado, en porcentaje)



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

Por último, el desempeño del sector de Construcción experimentó un importante impulso debido a la mayor ejecución de proyectos de inversión pública. En este contexto y en línea con la orientación de la política fiscal contracíclica, la inversión pública en infraestructura a mayo de 2015 fue mayor en más de 55% que la registrada en la gestión precedente (Gráfico 2.15).

**GRÁFICO 2.15: INVERSIÓN PÚBLICA EJECUTADA EN INFRAESTRUCTURA**  
(A mayo de cada gestión, en millones de bolivianos)

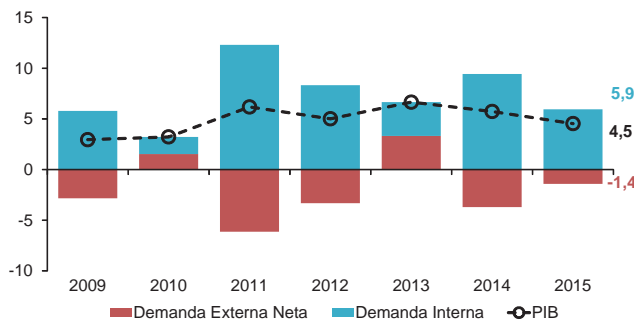


FUENTE: Ministerio de Planificación del Desarrollo  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

### 2.1.2 Comportamiento del PIB según gasto

El impacto negativo de una menor demanda externa fue compensado por el dinamismo de la demanda interna, principalmente por el fuerte impulso de la inversión pública que se tradujo en un importante aporte de la Formación Bruta de Capital Fijo, inﬂujos que coadyuvaron a la expansión del acervo interno de capital (Gráfico 2.16).

**GRÁFICO 2.16: PIB, DEMANDA INTERNA Y EXTERNA**  
(Incidencias acumuladas y crecimiento al primer trimestre en puntos porcentuales y porcentaje)



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

### 2.2 DESEMPEÑO EXTERNO

A pesar del contexto internacional menos favorable, el sector externo presentó resultados positivos en el primer trimestre de 2015 con un superávit global de la Balanza de Pagos (0,2% del PIB) que determinó un incremento de las RIN de \$us75 millones (Cuadro 2.1).

La Cuenta Corriente presentó un déficit de 1,1% del PIB atribuible principalmente a menores precios internacionales de algunos productos exportables. Afectaron también los menores flujos de remesas familiares, aunque de manera menos significativa.

El resultado negativo descrito fue más que compensado por el superávit en la Cuenta Capital y Financiera (1,3% del PIB), destacando el importante financiamiento al sector público (\$us77 millones) explicado por desembolsos de deuda externa y la ejecución de proyectos financiados con el Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO).<sup>2</sup> Adicionalmente en el sector privado se contabilizaron pasivos por \$us370 millones, resaltando los incrementos de desembolsos por deuda privada de mediano y largo plazo, junto con el flujo de IED que se destinó principalmente a los sectores de hidrocarburos, industria y minería.

Con cifras disponibles a mayo de 2015, se observó una Balanza Comercial negativa, a causa de una caída de las exportaciones de 29,7% respecto a similar periodo de 2014. Este comportamiento se explica principalmente por las menores cotizaciones internacionales de las materias primas. Cabe mencionar que la disminución en el valor exportado de hidrocarburos se debe principalmente a la aplicación

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

	Enero - Marzo		
	2013	2014	2015 <sup>P</sup>
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	<b>554,0</b>	<b>245,9</b>	<b>-372,3</b>
1. Balanza Comercial	769,2	628,2	-163,5
Exportaciones FOB	2.866,0	3.027,7	2.169,1
Importaciones CIF <sup>1/</sup>	2.096,8	2.399,4	2.332,5
2. Servicios	-136,3	-217,8	-151,4
3. Renta (neta)	-419,7	-454,4	-317,8
4. Transferencias	340,8	289,8	260,4
d/c Remesas de trabajadores recibidas	286,7	287,7	273,1
<b>II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>-163,4</b>	<b>-297,3</b>	<b>447,4</b>
1. Sector Público	-107,1	39,1	77,0
2. Sector Privado <sup>2/</sup>	-56,4	-336,4	370,4
d/c Inversión extranjera directa bruta	438,4	565,7	353,9
<b>III. BALANCE GLOBAL (I+II)</b>	<b>390,5</b>	<b>-51,4</b>	<b>75,1</b>
<b>IV. TOTAL FINANCIAMIENTO</b>	<b>-390,5</b>	<b>51,4</b>	<b>-75,1</b>
RIN BCB (aumento=negativo) <sup>3/</sup>	-390,5	51,4	-75,1
<b>Items pro memoria:</b>			
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	1,8	0,7	-1,1
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	-0,5	-0,9	1,3
RB en meses de importaciones <sup>4/</sup>	17	14	16

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

<sup>2</sup> Adicionalmente, en la gestión se registró una disminución de los activos externos netos del fideicomiso del FINPRO para financiar la implementación, operación y puesta en marcha de emprendimientos productivos de las empresas Corani, Enatex, Promiel y Lacteosbol.

de la cláusula *Take or Pay* en el marco del contrato de exportaciones a Brasil.<sup>3</sup>

Dentro de las exportaciones no tradicionales se observa un descenso en el valor de las ventas de soya y derivados, debido a menores precios y caída en volúmenes exportados a mercados importantes como Colombia, Perú, Ecuador y Venezuela.<sup>4</sup> En el caso de la soya en grano la disminución en el volumen exportado se vincula con el cese de la excepción temporal de presentación de Certificado de Abastecimiento Interno a Precio Justo, constituyéndose en un requisito para obtener el permiso de exportación.<sup>5</sup>

Respecto a las importaciones se observa una disminución de 4,0% comparado con similar periodo de la gestión precedente. Este resultado se atribuye a una reducción en el valor de las importaciones de Materias Primas y Productos Intermedios. Sin embargo, las compras de Bienes de Capital destinados principalmente a fortalecer el aparato productivo continuaron creciendo. La agregación de estas dos grandes categorías explican más de dos terceras partes de las importaciones totales (Cuadro 2.2).

Respecto a las remesas provenientes del exterior, al mes de mayo de 2015 se observa un ligero retroceso (2,1%) que podría estar asociado por una parte a depreciaciones de algunas monedas como el euro, el real, el peso chileno y el peso argentino respecto al dólar y, por otra parte, al retorno de bolivianos que residían en el exterior (Gráfico 2.17). Las remesas por origen provinieron principalmente de España (40,7%), Estados Unidos (16,0%), Brasil (9,7%), Argentina (9,6%) y Chile (6,2%).

3 La cláusula décimo segunda (*Take or Pay*) del contrato firmado entre YPFB y Petróleo Brasileiro S.A (PETROBRAS) advierte que cuando este último no retire el volumen de energía comprometido, pagará el valor del energético no demandado y podrá tomar estos volúmenes de energía en el futuro. En este sentido, en septiembre de 2014 PETROBRAS empezó a retirar volúmenes ya pagados en años anteriores y, por el rezago en el pago, el primer efecto se dio en diciembre, los cuales se mantuvieron hasta los primeros días del mes de abril de 2015.

4 Esta situación podría deberse en gran parte al Acuerdo de Complementación Económica N°59 suscrito entre los países miembros de MERCOSUR y la CAN, que ha permitido la reducción de aranceles de países competidores en la producción de soya (Argentina y Brasil) en nuestros principales mercados de destino.

5 A fines de 2014, se dejó sin efecto la excepción temporal de presentación de Certificado de Abastecimiento Interno a Precio Justo, constituyéndose en un requisito para la exportación de semillas y habas de soya con el fin de garantizar la provisión en el mercado interno.

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

	Enero - Mayo			Variación %	
	2013p	2014p	2015p	2015-2014	2014-2013
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	1.144	1.191	-192	-116,1	4,1
<b>Exportaciones FOB</b>	4.793	5.189	3.648	-29,7	8,3
Minería	1.422	1.657	1.232	-25,6	16,5
Hidrocarburos	2.710	2.860	1.877	-34,4	5,5
No tradicionales	828	855	663	-22,5	3,3
Otros	-167	-183	-125	-31,9	9,6
<b>Importaciones CIF ajustado<sup>1/</sup></b>	<b>3.649</b>	<b>3.998</b>	<b>3.839</b>	<b>-4,0</b>	<b>9,6</b>
Importaciones CIF	3.657	4.006	3.880	-3,2	9,5
Bienes de consumo	780	837	854	2,0	7,3
Bienes intermedios	1.774	1.855	1.690	-8,9	4,6
Bienes de capital	1.081	1.297	1.316	1,5	20,0
Diversos <sup>2/</sup>	22	17	20	16,1	-22,7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: (p) Cifras preliminares

<sup>1/</sup> CIF (*Cost, Insurance and Freight*) ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores

<sup>2/</sup> Incluye efectos personales

**GRÁFICO 2.17: REMESAS DE TRABAJADORES EN EL EXTERIOR**  
(Flujos acumulados a mayo de cada año en millones de dólares estadounidenses)

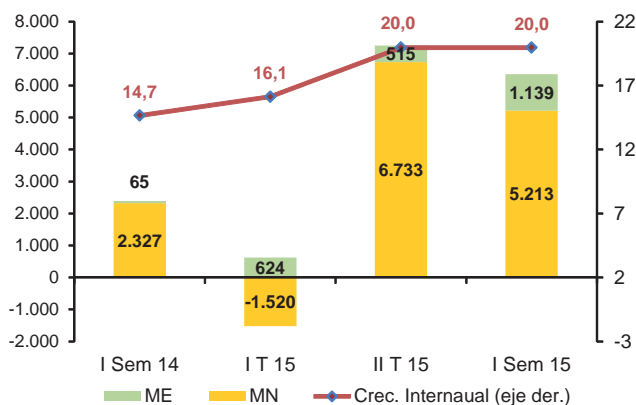


FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

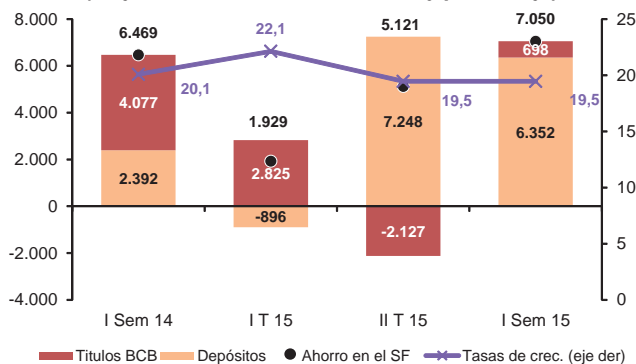
NOTA: (p) Cifras preliminares

**GRÁFICO 2.18: DEPÓSITOS EN ENTIDADES DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA**  
(Flujos en millones de bolivianos y porcentaje)



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

**GRÁFICO 2.19: AHORRO DEL SECTOR PRIVADO EN EL SISTEMA FINANCIERO**  
(Flujos en millones de bolivianos y porcentaje)



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

A fines de junio de 2015, las RIN alcanzaron un saldo de \$us14.708 millones y en términos del PIB representan un 43%, por lo que se constituyen en las más altas de la región latinoamericana. Respecto al cierre de 2014 la pérdida acumulada (2,7%), es superior a la pérdida valorada a tipo de cambio fijo (1,4%), efecto que se explica por la depreciación de monedas de reserva diferentes al dólar y la caída internacional del oro.

Cabe destacar que la reducción de las RIN es un hecho que se registra también en otros países de la región y no solo en Bolivia, además de ser el primer país con reservas en términos del PIB en Sud América, lo cual nos permite cubrir 16 meses de importación. Si se incluyen los activos externos del FINPRO, de las EIF (cuyo principal componente es el Fondo RAL en ME) y del Fondo de Protección al Ahorrista, los activos externos netos consolidados suman \$us18.405 millones.

### 2.3 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Al cierre del primer semestre, las operaciones de intermediación financiera mostraron un crecimiento importante con una dinámica diferenciada por trimestres. La reducción de los depósitos en MN en el primer trimestre se debió principalmente a la regulación monetaria a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) directas y Certificados de Depósito (CD) que desplazaron recursos hacia el BCB. Este comportamiento fue revertido en el segundo trimestre con un crecimiento sustancial de los depósitos debido al cambio en la orientación de la política monetaria (Gráfico 2.18).

En efecto, el ahorro financiero<sup>6</sup> que normalmente ha registrado tasas de crecimiento mayores que las de depósitos en las EIF, tuvo una tasa menor en junio debido al efecto de compensación descrito anteriormente. La importante redención de CD y títulos directos en el segundo trimestre redujo a casi una sexta parte dichas operaciones en el primer semestre de 2015 con relación a las de similar periodo de 2014. De esta forma, se ha liberado liquidez que retornó a la economía como depósitos del público convirtiéndose en una importante fuente de recursos de las entidades financieras para la expansión del crédito (Gráfico 2.19).

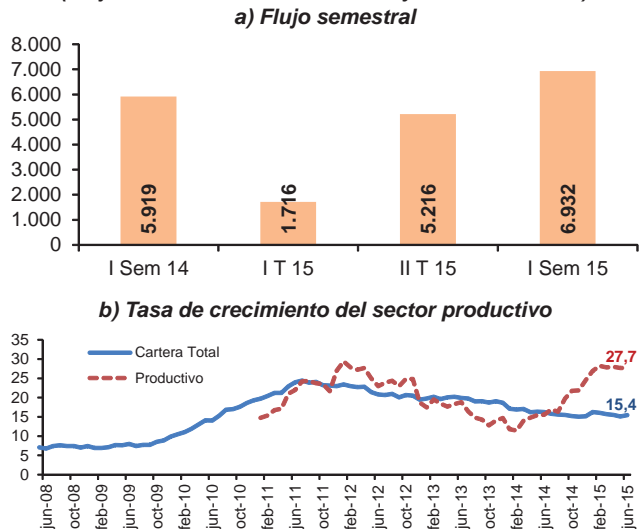
6 El ahorro en el sistema financiero incluye: i) Depósitos en el Sistema Financiero, ii) Certificados de Depósitos (CD) emitidos por el BCB para las administradoras del sistema integral de pensiones y las compañías de seguros y reaseguros y iii) Títulos del BCB en poder del sector privado no financiero que incluyen los Bonos BCB-Directo, BCB-Aniversario, BCB-Navideño y BCB-Plus

El crédito concedido por las EIF al sector privado evidenció un incremento en su dinamismo, registrándose mayores flujos a los observados en el primer semestre de 2014, destacando el fuerte crecimiento del crédito en el segundo trimestre (Gráfico 2.20a). En efecto, durante el segundo trimestre, resultado de los estímulos macroeconómicos introducidos (inyección de liquidez por parte del BCB, reducción de tasas activas y cumplimiento de cupos de cartera productiva y de vivienda social dispuestos en la Ley 393 de Servicios Financieros), el crédito concedido por las EIF al sector privado presentó el mayor flujo histórico, habiéndose registrado una recuperación en la tasa interanual de crecimiento. En particular, destacó el crecimiento de los créditos otorgados al sector productivo, cuya tasa fue notablemente mayor a la del total de créditos (Gráfico 2.20b).

Entre los créditos concedidos al sector productivo destaca el financiamiento destinado a capital de inversión, sobre todo en microcrédito y PYME. Este desempeño apoya las bases para un crecimiento continuo de la actividad productiva (Gráfico 2.21).

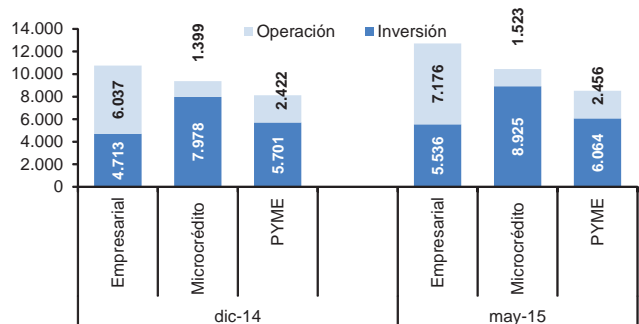
La cartera regulada, compuesta por créditos al sector productivo y para adquisición de vivienda de interés social en los bancos múltiples, PYME y mutuales, aumentó en Bs4.634 millones en los primeros cinco meses del año (Gráfico 2.22). Producto de este desempeño, la cartera regulada de los bancos múltiples alcanzó al 40% respecto al total de su cartera, la de los bancos PYME al 35% y la de mutuales al 13%.

**GRÁFICO 2.20: CRÉDITOS DE LAS EIF AL SECTOR PRIVADO**  
(Flujos en millones de bolivianos y tasa a 12 meses)



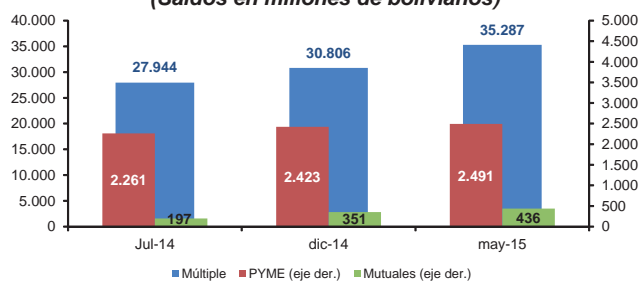
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 2.21: CRÉDITOS AL SECTOR PRODUCTIVO**  
(Saldos en millones de bolivianos)



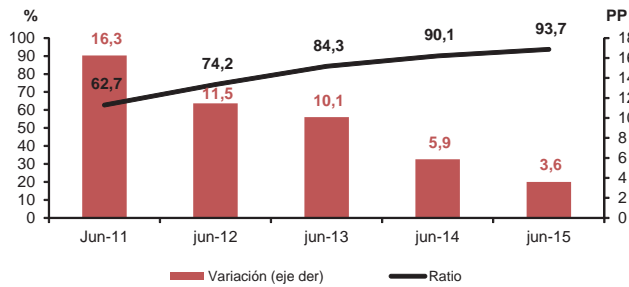
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 2.22: CARTERA REGULADA DE LAS EIF**  
(Saldos en millones de bolivianos)

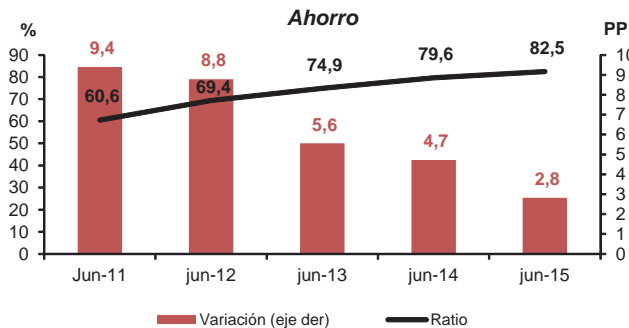


FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Datos ejecutados al 31 de mayo de 2015

**GRÁFICO 2.23: BOLIVIANIZACIÓN**  
(Ratios en porcentaje y variación respecto a similar periodo en puntos porcentuales)  
**Créditos**



El buen desempeño macroeconómico, la estabilidad cambiaria, el encaje legal diferenciado y otras medidas implementadas en coordinación con el Órgano Ejecutivo, han consolidado la confianza de la población en la moneda nacional. En línea con estas políticas, la bolivianización de los créditos llegó a 93,7% del total (3,6pp más que a fines de junio de 2014) y la del ahorro a 82,5% (2,8pp mayor; Gráfico 2.23).



Junto a la bolivianización de la cartera y la estabilidad macroeconómica, el sistema financiero ha mantenido sólidos indicadores de solvencia y liquidez. Destaca la baja pesadez aunque con un ligero incremento en el semestre, el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) continúa por encima del que exige la normativa (10%) lo que significa que las entidades mantienen una solvencia destacable y las posibilidades de apalancar nuevos incrementos en la cartera, el indicador de liquidez presenta un nivel razonable al igual que la rentabilidad de las EIF (Cuadro 2.3).

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

**CUADRO 2.3: INDICADORES DEL SISTEMA BANCARIO**  
(En porcentaje)

	2010	2011	2012	2013	2014	jun-15
Pesadez de Cartera (%)	2,2	1,7	1,5	1,5	1,5	1,6
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) <sup>1/</sup>	11,9	12,3	12,6	12,7	12,3	12,7
ROE <sup>1/</sup>	17,3	19,5	17,6	14,2	16,9	13,8
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	39,0	37,6	37,4	35,5	35,8	33,9

FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero  
ELABORACION: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> Datos a junio de 2015

### 3. Políticas del BCB

*En el primer semestre de 2015 la política monetaria mantuvo su orientación contracíclica; fue contractiva en el primer trimestre para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta frente a elevados registros de inflación a principios de año por choques de oferta y una abundante liquidez estacional por los pagos excepcionales de sueldos a fines de la gestión pasada. En el segundo trimestre, la orientación fue claramente expansiva en un contexto de baja inflación y ralentización de la actividad económica. Retomando la política iniciada en el segundo semestre de 2014, se expandió fuertemente la liquidez lo que propició caídas en las tasas de interés para dinamizar la actividad económica. Destacó la utilización de varios instrumentos heterodoxos y la complementariedad con la política fiscal que permitió realizar un balance adecuado entre preservar la estabilidad de precios y apoyar al dinamismo de la actividad económica.*

*Como resultado, al cierre del semestre las tasas de regulación monetaria se encuentran en niveles bajos y el excedente de liquidez se ha incrementado notablemente; además, existen importantes vencimientos de títulos de regulación monetaria que podrían continuar profundizando estos efectos. Las tasas de intermediación financiera han seguido esta orientación, manteniendo una tendencia decreciente desde mediados de la gestión pasada. Destaca también el incremento del ahorro financiero, debido principalmente a la importante redención de CD que retornó a las EIF como depósitos del público constituyéndose en otra fuente para la expansión potencial del crédito al sector privado en los próximos meses.*

*Al primer semestre, todas las metas del Programa Fiscal – Financiero presentaron márgenes con*



*excepción de las RIN y del resultado fiscal, las cuales registraron ligeros desvíos explicados por operaciones extraordinarias.*

*En el primer semestre de 2015 la política cambiaria mantuvo estable el tipo de cambio. La estabilidad cambiaria desde finales de 2011 guardó relación con el descenso de los precios de origen externo, no afectó a la competitividad externa ya que no se generaron desalineamientos del tipo de cambio real. Además, permitió moderar las expectativas de la población, apoyó al proceso de bolivianización de la economía y dio lugar a que nuestro sistema financiero mantenga su fortaleza y estabilidad en medio del aumento de la volatilidad en los mercados financieros globales.*

*Es de destacar también las diversas medidas que el Órgano Ejecutivo implementó para el control de la inflación apoyando al sector productivo del país y asegurando el acceso a productos de primera necesidad a precios justos. Tomando en cuenta que el IPC es frecuentemente afectado por choques de oferta en determinados productos, medidas puntuales como éstas permiten corregir las distorsiones de precios de forma más eficiente, evitando medidas más generalizadas que pueden tener efectos no deseados en otras variables.*

*El BCB continuó contribuyendo de forma directa al desarrollo económico y social otorgando créditos a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE) y financiando el Bono Juana Azurduy. Asimismo, el Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO), con recursos concedidos por el BCB, dinamizó los desembolsos y, a la fecha son once las empresas apoyadas con estos créditos. Además continuaron las políticas para incentivar el ahorro de las familias en instrumentos del BCB, la política cambiaria mantuvo anclada las expectativas y su efecto redistributivo, por su parte las medidas de bolivianización se complementaron con un conjunto de acciones educativas y de comunicación.*

### **3.1 POLÍTICA MONETARIA**

En el primer semestre, la política monetaria mantuvo su orientación contracíclica. En efecto, en el primer trimestre tuvo una orientación contractiva para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta

frente a una expansión estacional de la liquidez y registros elevados de inflación a principios de año. En los primeros meses de 2015, en un contexto de baja inflación y ralentización de la actividad económica mundial, la política monetaria retomó su orientación expansiva iniciada en agosto de 2014, incrementando fuertemente la liquidez lo que propició caídas en las tasas de interés para dinamizar la actividad económica.

### 3.1.1 Programa monetario

Las políticas específicas del BCB se reflejan en el Programa Monetario y forman parte del Programa Fiscal Financiero elaborado conjuntamente con el MEFP, el mismo que fue incorporado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2015 suscrita públicamente entre ambas instituciones el 11 de marzo de 2015.

Al primer semestre, todas las metas ajustadas<sup>7</sup> del Programa Fiscal – Financiero presentaron márgenes con excepción de las RIN y del resultado fiscal que registraron ligeros desvíos (Cuadro 3.1). Se debe destacar que el ajuste se realiza de acuerdo a lo establecido en el punto cuarto de la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2015 que establece lo siguiente: *“Las metas cuantitativas no limitarán a los Egresos de Capital del SPNF; en la medida en que éstos sean mayores al programado, todas las metas se ajustarán por la diferencia...”*. Por tanto, como la ejecución de los egresos de capital del Sector Público No Financiero (SPNF) al mes de mayo excedió al monto programado, todas las metas fueron ajustadas por esta diferencia.

El desvío en las RIN (\$us72 millones) se explica principalmente por operaciones extraordinarias como el pago a PDVSA por conciliación de deudas (\$us35 millones) y algunos retrasos en el pago por exportación de gas natural (\$us49 millones). Este último aspecto explica también el ligero desvío en la meta ajustada de superávit fiscal (Bs19 millones).

**CUADRO 3.1: PROGRAMA FISCAL - FINANCIERO 2015<sup>1/</sup>**  
(Flujos en millones de bolivianos acumulados a partir del 1ro de enero de 2015)

		Meta Acordada <sup>2/</sup>	Meta Ajustada <sup>3/</sup>	Ejecución (p)	Margen (+) Desvío (-)
<b>VARIABLES FISCALES</b>					
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	-2.646	-1.460	-1.441	-19
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-2.958	-1.772	-2.114	342
<b>VARIABLES MONETARIAS</b>					
Crédito Interno Neto total (CIN-Total)	Bs	-1.731	-544	-1.403	859
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN-SPNF)	Bs	-2.883	-1.697	-2.334	637
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	11	-162	-235	-72

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA:

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

<sup>2/</sup> Programa Fiscal – Financiero acordado entre el BCB y MEFP el 11 de marzo de 2015

<sup>3/</sup> Según lo dispuesto en el punto cuarto de la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero las metas cuantitativas no limitarán los egresos de capital

(p) Cifras preliminares

7 Ajuste realizado con información disponible de egresos de capital a mayo 2015.

El superávit fiscal determinó una acumulación de depósitos del SPNF en el BCB<sup>8</sup> lo que contribuyó a la reducción observada en el Crédito Interno Neto al SPNF (CIN SPNF), CIN Total y financiamiento interno del SPNF. En síntesis, las operaciones vinculadas más directamente al desempeño interno de la economía se cumplieron con márgenes respecto a las metas establecidas a principios de año.

La emisión monetaria al final del semestre registró un crecimiento interanual de 8,7%, menor al del cierre de 2014 (11,8%), lo que no se debió a una contracción del CIN, sino a pérdidas de RIN (explicada en el Capítulo 2, Sección 2.2). El comportamiento de la demanda de dinero estuvo acorde con sus fundamentos; el crecimiento de la actividad económica, la inflación y la bolivianización (Cuadro 3.2).

El comportamiento trimestral refleja el importante rol de la regulación monetaria para compensar otras operaciones realizando un balance cuidadoso entre preservar la estabilidad de precios y apoyar al dinamismo de la actividad económica. Se destaca también la complementariedad con la política fiscal. En efecto, el CIN en el primer trimestre fue contractivo debido a una mayor regulación monetaria (Bs6.595 millones y Bs1.505 millones si se incluyen las operaciones netas con el sistema financiero) en un contexto de elevada liquidez y presiones inflacionarias por choques de oferta; igualmente, las operaciones del SPNF determinaron una contracción neta del CIN.

Por su parte, en el segundo trimestre el CIN fue expansivo por una mayor expansión monetaria (Bs6.207 millones y Bs2.674 millones si se incluyen las operaciones netas con el sistema financiero<sup>9</sup>). En este periodo, las operaciones netas con el SPNF fueron menos contractivas. De esta manera, ambas políticas se complementaron en la dirección requerida para generar impulsos monetarios y fiscales que sostengan el dinamismo de la actividad económica.

### 3.1.2 Operaciones de regulación monetaria

El BCB interviene en el mercado monetario mediante diversos instrumentos de regulación, entre los cuales se cuenta con la colocación o redención de títulos

**CUADRO 3.2: EJECUCIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO EN 2015**  
(Flujos en millones de bolivianos)

	Ene-Mar	Abr-Jun	Ene-Jun
	Ejec	Ejec	Ejec
<b>EMISIÓN MONETARIA</b>	-3.088	76	-3.012
<b>CRÉDITO INTERNO NETO</b>	-3.603	2.200	-1.403
SECTOR PUBLICO	-1.769	-665	-2.434
Cred. Neto del BCB	-1.727	-607	-2.334
Cuasifiscal	-42	-58	-100
SECTOR FINANCIERO	5.058	-3.533	1.525
OTROS	-297	190	-106
REGULACIÓN MONETARIA	-6.595	6.207	-388
<b>RESERVAS INTERNACIONALES NETAS</b>	515	-2.124	-1.609
En millones de dólares	75	-310	-235

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

8 Asimismo, se destinó a la reducción de otros pasivos (deuda flotante y certificados fiscales).

9 Resultado de la diferencia entre la regulación monetaria (Bs6.207 millones) y el CIN al Sistema Financiero (Bs3.533 millones).

públicos en subasta que permiten regular la liquidez del sistema financiero y el volumen de medios de pago de la economía. Complementariamente a partir de 2007, el BCB realiza colocaciones directas de títulos a personas naturales. Adicionalmente, se tienen instrumentos heterodoxos que han permitido reforzar las herramientas que el Ente Emisor utiliza para controlar la liquidez como los CD, las Reservas Complementarias, modificaciones innovadoras del Encaje Legal, Operaciones de Reportos y créditos de liquidez y un nuevo instrumento denominado Depósitos Especiales de Regulación Monetaria (DERM).

La política monetaria, en los primeros siete meses de 2014, mantuvo una orientación contractiva para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta. Entre agosto y octubre, hubo una reorientación expansiva aprovechando las menores tasas de inflación mensual para corregir las tasas de interés hacia la baja. En los últimos dos meses del año anterior y en el primer trimestre de 2015, previniendo expansiones estacionales de la liquidez, se realizó una nueva colocación de CD y se incrementó la oferta de títulos de regulación monetaria (de Bs700 millones a Bs2.500 millones semanales). En los primeros meses de 2015, en un contexto de baja inflación y ralentización de la actividad económica mundial, la política monetaria retomó su orientación expansiva, reduciendo la oferta de títulos públicos hasta Bs1.200 millones.

En efecto, la regulación monetaria fue contractiva en el primer trimestre en Bs6.595 millones y en el segundo trimestre determinó una expansión de Bs6.207 millones. Incluyendo el encaje requerido en títulos en moneda extranjera, que no se refleja directamente en el balance monetario, durante el primer trimestre la contracción monetaria alcanzó a Bs7.126 millones, mientras que en el segundo trimestre la expansión monetaria fue de Bs5.011 millones (Cuadro 3.3).

A continuación se analizan en detalle la implementación de los instrumentos de regulación monetaria<sup>10</sup> utilizados:

#### a) Operaciones de Mercado Abierto (OMA)

A través de OMA, en el primer trimestre, se colocaron

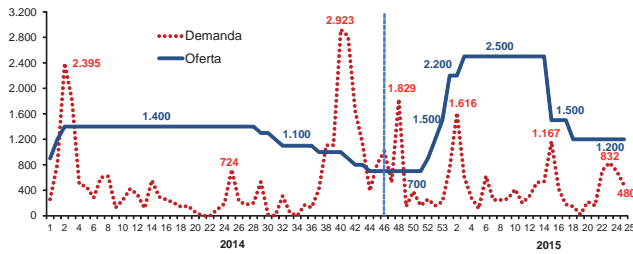
<sup>10</sup> En el periodo de análisis no se emplearon las reservas complementarias, mientras que las ventanillas de reportos y créditos RAL fueron poco significativas.

**CUADRO 3.3: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA 2015**  
(Flujo acumulado del año, en millones de bolivianos)

	Ene-Mar 2015	Abr- Jun 2015
<b>OMA</b>	<b>-3.892</b>	<b>2.447</b>
Colocación de títulos en subasta	-290	-479
EIF	-1.464	297
AFPs y otros	1.174	-777
Colocación directa a personas naturales	-257	22
Certificados de depósitos	-3.345	2.904
Tercera emisión/redención		1.677
Cuarta emisión/redención		1.841
Sexta emisión	-3.345	-614
<b>Encaje legal</b>	<b>-636</b>	<b>59</b>
<b>Reportos, créditos-RAL y otros</b>	<b>-94</b>	<b>1</b>
<b>Depósitos de regulación monetaria</b>	<b>-2.504</b>	<b>2.504</b>
<b>Total</b>	<b>-7.126</b>	<b>5.011</b>

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

**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

Bs3.892 millones, de las cuales aproximadamente dos terceras partes se redimieron en el segundo trimestre (Bs2.447 millones). Se debe destacar que la mayor parte de estos títulos fueron colocados a las AFP, FRUV y Compañías de Seguro que se constituyen también en clientes importantes de las entidades financieras, por lo que en el segundo trimestre el vencimiento de estos instrumentos representó una fuente importante para el incremento de depósitos en las EIF y, por tanto, recursos para canalizarlos al crédito al sector privado.

En cuanto a las operaciones en subasta, luego de haberse incrementado la oferta semanal de títulos en el primer trimestre hasta Bs2.500 millones, en el segundo se redujo a Bs1.200 millones (Gráfico 3.1).

La oferta semanal en el primer trimestre priorizó vencimientos en el corto plazo para reforzar la política expansiva en el segundo trimestre. En línea con la disminución de la oferta de títulos en el segundo trimestre, las modificaciones de los diferentes plazos permitieron obtener una estructura de vencimientos homogénea acorde a la evolución estimada de la liquidez (Cuadro 3.4).

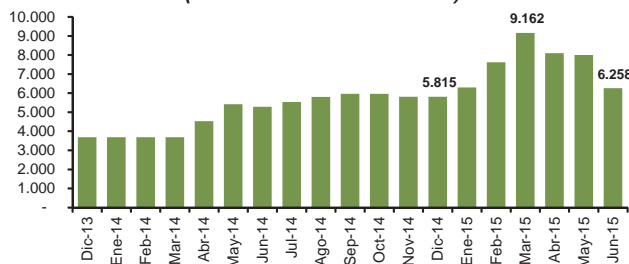
**CUADRO 3.4: OFERTA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN CADA SUBASTA (En millones de bolivianos)**

Plazos	2014 Dic	2015					
		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Junio
91 días	150	150	150	150	100	100	50
182 días	850	950	950	950	550	400	150
273 días	800	900	900	900	500	400	200
1 año	370	470	470	470	320	270	770
2 años	30	30	30	30	30	30	30
<b>Oferta total</b>	<b>2.200</b>	<b>2.500</b>	<b>2.500</b>	<b>2.500</b>	<b>1.500</b>	<b>1.200</b>	<b>1.200</b>

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

Respecto a los CD, en el primer trimestre se efectuaron nuevas emisiones frente a la necesidad de retirar elevados volúmenes de liquidez sin que impliquen alzas pronunciadas en las tasas de rendimientos de los títulos de regulación monetaria ya que este mecanismo resultó ser muy efectivo para recoger volúmenes importantes de liquidez en menor tiempo y costo. En enero de 2015 fue aprobada la sexta emisión de CD por Bs4.000 millones, habiéndose colocado el total de esta oferta. En el segundo trimestre de 2015 destaca el vencimiento de la tercera y cuarta emisión (Bs1.677 millones y Bs1.841 millones, respectivamente) que permitió incrementar la liquidez de manera rápida y en montos importantes; en línea con la reorientación de la política monetaria. El saldo a fines del semestre fue de Bs6.258 millones, de los cuales Bs3.945 millones vencerán en el tercer trimestre profundizando la expansión de la liquidez (Gráfico 3.2).

**GRÁFICO 3.2: SALDO DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS (En millones de bolivianos)**



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

Por su parte, las colocaciones a personas naturales registraron fuertes incrementos en diciembre de 2014 y enero de 2015, debido a la nueva emisión del

BCB Navideño con un rendimiento atractivo del 7%, el saldo a fines de junio alcanzó a Bs1.379 millones (Gráfico 3.3).

## b) Encaje Legal

Adicionalmente, reforzando la política expansiva del segundo trimestre, en mayo se realizaron modificaciones a la normativa de Encaje Legal (Resolución de Directorio No. 59/2015) que aumentó el porcentaje de reservas en moneda nacional en efectivo de 2% a 4% y redujo el de títulos de 10% a 8%. Al mantener el total del encaje requerido inalterado, no se habría tenido el efecto expansivo deseado; sin embargo, al mismo tiempo se incrementó el porcentaje de Fondos en Custodia en moneda nacional de 5% a 50% del encaje requerido en efectivo; es decir, una porción importante de los recursos que las EIF mantenían en caja fueron habilitados como encaje constituido, lo que explica en gran medida el incremento de la liquidez del sistema financiero en mayo (Bs1.690 millones). La misma resolución aprobó un nuevo aumento del porcentaje de encaje requerido en efectivo en moneda nacional de 4% a 6% y una reducción del encaje en títulos de 8% a 6% a partir del 20 de julio, lo que implicará una nueva expansión de la liquidez.

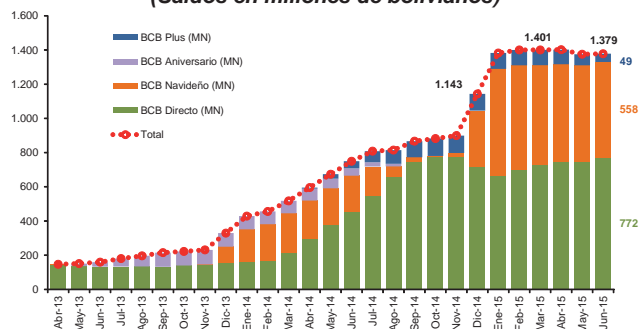
Medidas como la eliminación gradual de la compensación de encaje en MN iniciada en 2014 y el incremento del encaje adicional en ME iniciado en 2012 continuaron con su aplicación, afectando a la liquidez de la manera prevista (ver Recuadro 2).

## c) Depósitos Especiales de Regulación Monetaria

En la misma línea, el Ente Emisor creó un nuevo instrumento de regulación monetaria denominado DERM, que consiste en depósitos a corto plazo que las EIF pueden realizar voluntariamente en el BCB. El Ente Emisor establece la oferta total, el plazo y la tasa de rendimiento de este instrumento. La primera oferta fue realizada desde el 20 de febrero hasta 13 de marzo de 2015 con una oferta total de Bs2.000 millones y vencimiento fijado para el 6 de abril con un rendimiento de 1,2% anual. La segunda oferta estuvo en vigencia entre el 12 de marzo y el 2 de abril con una oferta de Bs2.000 millones, rendimiento de 2% anual y vencimiento fijado para el 10 de junio.

Este instrumento permitió retirar de manera muy rápida volúmenes importantes de liquidez de las EIF en el primer trimestre, y reinyectarlos en el segundo

**GRÁFICO 3.3: OMA DIRECTAS**  
(Saldos en millones de bolivianos)



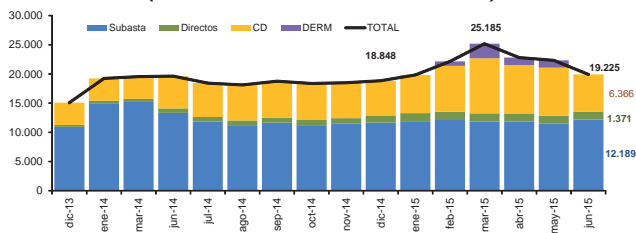
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**CUADRO 3.5: DEPÓSITOS ESPECIALES DE REGULACIÓN MONETARIA**  
(En millones de bolivianos)

	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15
DERM-1	767	650	-1.417	0	0
Colocaciones	767	650	0	0	0
Vencimientos			1.417	0	0
DERM-2		0	1.087	180	-1.267
Colocaciones		1.087	180	0	0
Vencimientos			0	0	1.267
<b>TOTAL</b>	<b>767</b>	<b>1.737</b>	<b>-1.237</b>	<b>0</b>	<b>-1.267</b>
<b>TOTAL (Acum)</b>	<b>767</b>	<b>2.504</b>	<b>1.267</b>	<b>1.267</b>	<b>0</b>

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

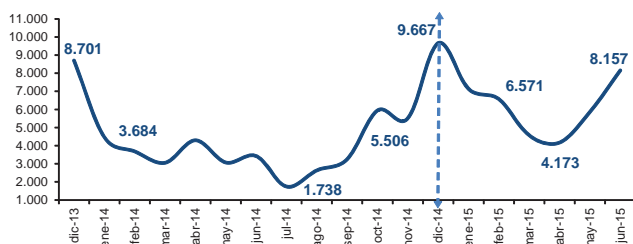
**GRÁFICO 3.4: TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA**  
(Saldos en millones de bolivianos)



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

trimestre (Cuadro 3.5). En efecto, los DERM que se constituyeron en febrero y marzo de 2015 implicaron una contracción de liquidez para las EIF por Bs2.504 millones que, al vencerse en su totalidad en el segundo trimestre reforzaron los efectos expansivos señalados para este periodo.

**GRÁFICO 3.5: LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(En millones de bolivianos)

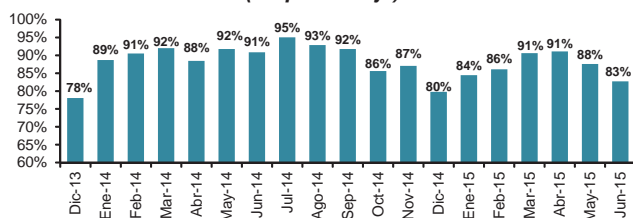


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

El conjunto de instrumentos señalados (sin incluir al Encaje Legal), determinó un incremento de los títulos de regulación monetaria hasta Bs25.185 millones a fines de marzo, cifra que se redujo a Bs19.925 millones al finalizar el semestre. Por tanto, de ser requerido, se puede incrementar la liquidez en un monto significativo en los próximos meses (Gráfico 3.4).

Frente a una alta liquidez estacional a comienzos de año, la regulación monetaria permitió reducir en gran medida la liquidez desde inicios del primer trimestre. Con la reorientación de la política monetaria, en el segundo trimestre los niveles de liquidez se incrementaron gradualmente alcanzando a fines de junio Bs8.157 millones (Gráfico 3.5).

**GRÁFICO 3.6: INTENSIDAD DE LA REGULACIÓN MONETARIA**  
(En porcentaje)

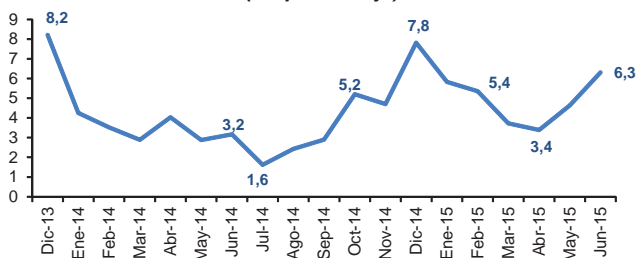


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: Regulación monetaria como porcentaje de la liquidez ex – ante: IRM = (Regulación Monetaria / (Regulación Monetaria + Excedente de Encaje))

Asimismo, el indicador de Intensidad de la Regulación Monetaria (IRM) reflejó la orientación descrita de la política monetaria (Gráfico 3.6). Después de incrementarse durante el primer trimestre hasta 91%, se redujo a 83% al finalizar el segundo trimestre.

Por su parte, el indicador de liquidez (*ratio* excedente de liquidez respecto a los depósitos del público en el sistema financiero) mostró caídas significativas en el primer trimestre. Posteriormente, en función a los cambios de orientación de la política monetaria, este indicador repuntó situándose al final de junio en 6,3% (Gráfico 3.7).

**GRÁFICO 3.7: INDICADOR DE LIQUIDEZ**  
(En porcentaje)



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

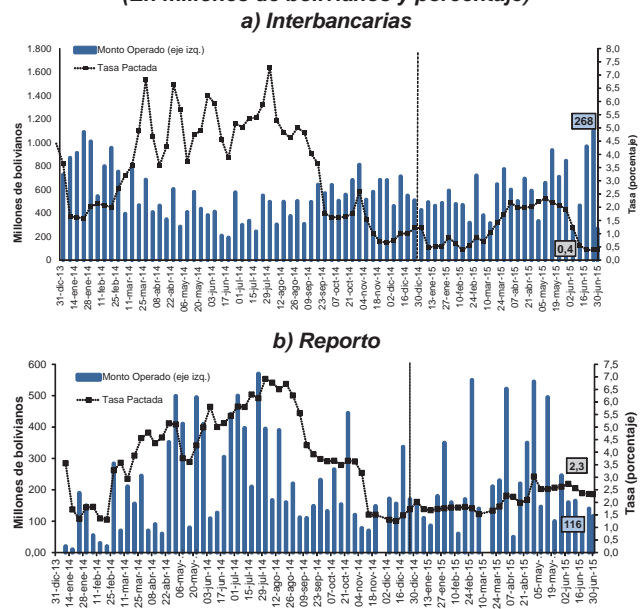
Los altos niveles de liquidez a fines de 2014 determinaron caídas en las tasas interbancarias y de reporto de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV). En 2015, a medida que la liquidez en el sistema financiero fue disminuyendo, aumentaron las tasas (principalmente en las operaciones de reporto que se incrementaron hasta mayo). En el segundo trimestre, fruto de la mayor liquidez, los volúmenes

de operaciones interbancarias disminuyeron; y al cierre del semestre se observaron reducciones significativas de tasas (Gráfico 3.8).

Los cambios señalados en la orientación de la política monetaria también se pueden analizar desde la perspectiva de la inyección bruta e inyección neta de liquidez (Cuadro 3.6)<sup>11</sup>. Durante el primer trimestre de 2015, se redujo la liquidez (Bs5.098 millones) debido a las operaciones contractivas de regulación monetaria frente a una inyección bruta de Bs1.497 millones. En el segundo trimestre, la liquidez aumentó (Bs3.588 millones) debido a las operaciones expansivas de regulación monetaria frente a una inyección bruta negativa de Bs2.619 millones. En este trimestre también resalta el efecto expansivo de los créditos otorgados por el BCB al SPNF (Bs2.226 millones).

Las tasas de interés monetarias se comportaron de acuerdo a la orientación de la política monetaria. En la fase contractiva, aumentaron desde fines de 2012 hasta mediados de 2014, luego, con la postura expansiva disminuyeron registrando caídas importantes llegando a final del año a situarse en casi todos los casos por debajo del 1%. En el primer trimestre de 2015, resulta destacable que se hayan obtenido reducciones considerables de la liquidez sin incrementos importantes de las tasas; además, las alzas observadas fueron corregidas parcialmente en el segundo trimestre,<sup>12</sup> esto fue resultado de la decisión de las autoridades de mantener bajas las tasas previendo la necesidad de apuntalar la actividad económica en un contexto regional de desaceleración (Gráfico 3.9).

**GRÁFICO 3.8: OPERACIONES INTERBANCARIAS Y DE REPORTO EN LA BBV EN MN**  
(En millones de bolivianos y porcentaje)



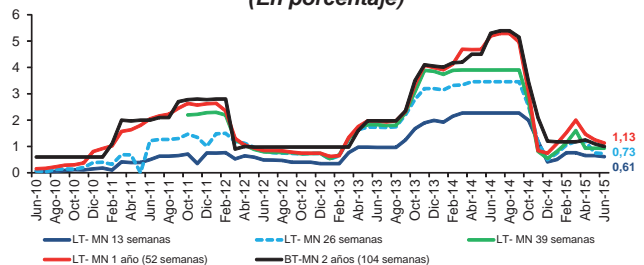
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias

**CUADRO 3.6: INYECCIÓN BRUTA Y NETA DE LIQUIDEZ**  
(Flujos acumulados del año en millones de bolivianos)

	I TRIM	II TRIM
<b>FACTORES DE EXPANSIÓN</b>	1.977	1.031
Crédito al sector público no financiero	931	2.226
Reservas internacionales netas	515	-2.124
Otros (neto)	531	929
<b>FACTORES DE CONTRACCIÓN</b>	-138	3.567
Emisión monetaria	-3.088	76
Depósitos del sector financiero	250	600
Depósitos del sector público no financiero	2.700	2.891
<b>FINANCIAMIENTO CON TÍTULOS (TGN)</b>	617	82
Colocaciones	660	311
Vencimientos	43	228
<b>INYECCIÓN BRUTA</b>	1.497	-2.619
<b>REGULACIÓN MONETARIA</b>	6.595	-6.207
<b>MERCADO ABIERTO</b>	3.892	-2.447
Colocación neta letras y bonos en subasta	290	479
Colocación neta venta directa	3.602	-2.926
Colocación neta particulares	257	-22
Colocación neta CD	3.345	-2.904
<b>RESERVAS COMPLEMENTARIAS</b>	0	0
ENCAJE LEGAL REQUERIDO	105	-1.255
DEPÓSITOS ESPECIALES	2.504	-2.504
<b>PRÉSTAMOS DE LIQUIDEZ</b>	94	-1
<b>INYECCIÓN NETA</b>	-5.098	3.588

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

**GRÁFICO 3.9: TASA EFECTIVA ANUALIZADA DE TÍTULOS PÚBLICOS DE REGULACIÓN MONETARIA**  
(En porcentaje)



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

11 La inyección bruta corresponde a las variaciones de la liquidez exógenas a las decisiones de política monetaria. La inyección neta es igual a la inyección bruta más las variaciones por regulación monetaria que resultan de las decisiones de política de la autoridad monetaria.

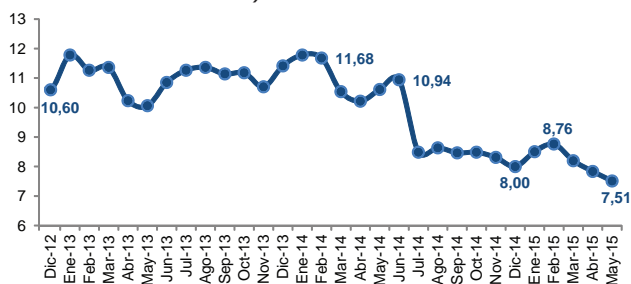
12 En el primer trimestre se incrementaron en 35pb en el plazo de 91 días, 70pb en 182 días, 106pb en 273 días y 126pb en 364 días. En el segundo trimestre descendieron en 15pb en el plazo de 91 días, 47pb en 182 días, 67pb en 273 días y 87pb en 364 días.



**GRÁFICO 3.10: TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO (En porcentaje)**  
**a) Tasas pasivas**



**b) Tasas activas**



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: Tasas efectivas de interés promedio ponderado

**CUADRO 3.7: AGREGADOS MONETARIOS (Variaciones a doce meses, en porcentaje)**

	dic-13	jun-14	dic-14	jun-15
Emisión Monetaria	13,3	11,5	11,8	8,7
Depositos	17,6	14,7	16,7	20,0
M3	21,0	17,6	18,9	20,0
M'3	16,2	13,8	15,6	17,2

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

Las tasas activas y pasivas respondieron al comportamiento de las tasas monetarias. En efecto, las tasas pasivas en el sistema bancario continuaron cayendo desde mediados de 2014. En mayo se incrementaron, sin compensar la caída de los meses previos (Gráfico 3.10a). Por su parte, las tasas activas disminuyeron en el periodo señalado, con un leve repunte en los primeros meses de 2015. La trayectoria de estas tasas responde a la orientación expansiva de la política monetaria y a la regulación de las tasas al sector productivo y al crédito de vivienda social, aspectos que contribuyen a una expansión del crédito, fortaleciendo la actividad económica (Gráfico 3.10b).

No obstante la desaceleración en el crecimiento interanual de la emisión monetaria, el incremento de los depósitos del público en el sistema financiero en el segundo trimestre determinó que los agregados monetarios más amplios (M3 y M'3) muestren mayor dinamismo que el observado a junio y diciembre de 2014 (Cuadro 3.7). En efecto, la importante redención de CD y títulos directos en el segundo trimestre ha liberado liquidez que retornó a las EIF como depósitos del público. También es importante señalar que los agregados que contienen solamente moneda nacional registran tasas de crecimiento mayores, reflejando la profundización de la bolivianización.

### 3.2 POLÍTICA CAMBIARIA

En el primer semestre de 2015 el tipo de cambio continuó estable, manteniendo la estabilidad cambiaria observada desde finales de 2011 que guardó relación con el descenso de los precios de origen externo y no afectó a la competitividad externa ya que no se generaron desalineamientos del tipo de cambio real. Asimismo, logró moderar las expectativas de la población acerca del valor del dólar, apoyó al proceso de bolivianización de la economía y ha permitido que, en medio del aumento de la volatilidad en los mercados financieros globales, nuestro sistema financiero mantenga su fortaleza y estabilidad.

#### 3.2.1 Orientación de la política cambiaria

En el primer semestre de 2015 el tipo de cambio oficial continuó estable (Bs6,96 por dólar para la venta y Bs6,86 para la compra), como viene aconteciendo desde finales de 2011. La política de estabilidad cambiaria permitió moderar las expectativas de la

población acerca del valor del dólar, en un entorno de fuerte volatilidad en las cotizaciones de las monedas de los países vecinos. Dicha orientación guardó relación con una reducción de la inflación importada en el primer semestre 2015 (Gráfico 3.11).

Como se describió en el Capítulo 1, el primer semestre estuvo caracterizado en el tema cambiario por la depreciación de gran parte de las monedas de países de la región con relación al dólar estadounidense. Fue notoria la volatilidad en las cotizaciones junto con la mayor variabilidad en los flujos de capitales producto de las expectativas que movilizaron los mercados financieros como efecto del proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos.

En una retrospectiva de mayor plazo, las cotizaciones nominales en economías con flexibilidad cambiaria no presentan cambios significativos con la paridad en Bolivia, en efecto, partiendo de un mismo punto en 2003 y luego de fuertes fluctuaciones en esas monedas las paridades se encuentran actualmente en niveles muy parecidos (Gráfico 3.12).

La orientación de la política cambiaria desde 2006, caracterizada por la apreciación y la estabilidad de la moneda nacional, además de la ampliación de la brecha entre el tipo de cambio de compra y de venta, entre otros factores, fue determinante para el proceso de bolivianización (Gráfico 3.13).

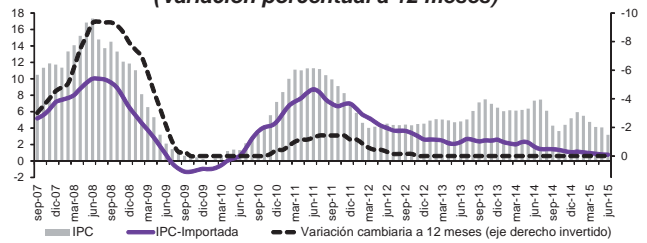
Al igual que en gestiones anteriores, en el primer semestre de 2015 el tipo de cambio real no muestra alejamiento persistente de su nivel de equilibrio, manteniéndose en mayor medida dentro de las banda explicada por sus fundamentos (Gráfico 3.14).

En conclusión, la política cambiaria, además de contribuir al control de la inflación de origen externo, profundizar la bolivianización y mantener ancladas las expectativas, coadyuvó a la estabilidad del sistema financiero en Bolivia; en medio del aumento de la volatilidad en los mercados financieros globales. Además, el tipo de cambio real no se alejó persistentemente de su nivel de equilibrio.

**3.2.2 El Bolsín y la venta directa de dólares del BCB**

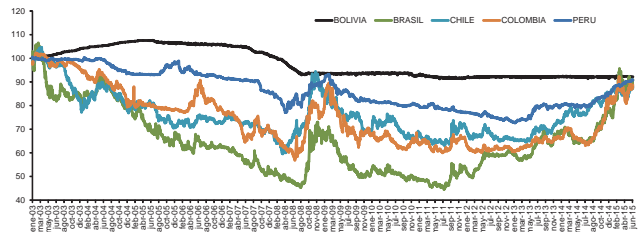
Con el propósito de mantener ancladas las expectativas cambiarias, se han generado mecanismos que

**GRÁFICO 3.11: TIPO DE CAMBIO, INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA**  
(Variación porcentual a 12 meses)



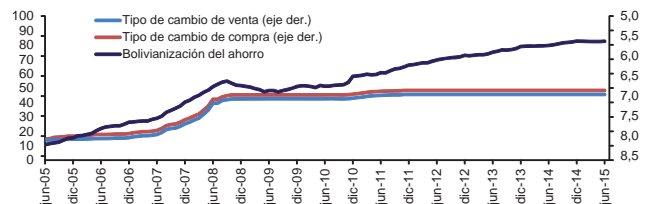
FUENTE: Banco Central de Bolivia - INE  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 3.12: ÍNDICE DE TIPOS DE CAMBIO NOMINALES EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS<sup>1/</sup>**  
(Enero 2003 = 100)



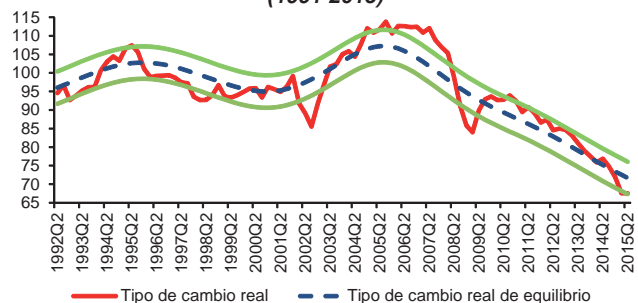
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> Para el E.P. de Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales en el sistema financiero

**GRÁFICO 3.13: TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y BOLIVIANIZACIÓN DEL AHORRO EN EL SISTEMA FINANCIERO**  
(En bolivianos por Dólar y porcentaje)



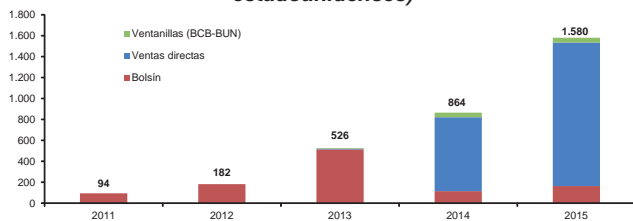
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 3.14: TIPO DE CAMBIO REAL Y TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO<sup>1/</sup>**  
(1991-2015)



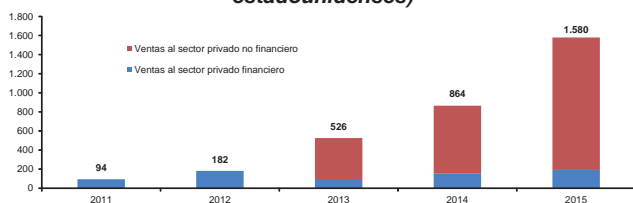
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> ITCER, agosto de 2003 = 100

**GRÁFICO 3.15: VENTA DE DÓLARES DEL BCB POR MODALIDAD**  
(A junio de cada año en millones de dólares estadounidenses)



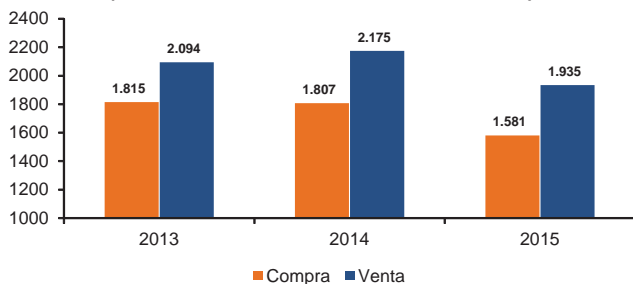
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 3.16: VENTA DE DÓLARES DEL BCB POR SECTORES**  
(A junio de cada año en millones de dólares estadounidenses)



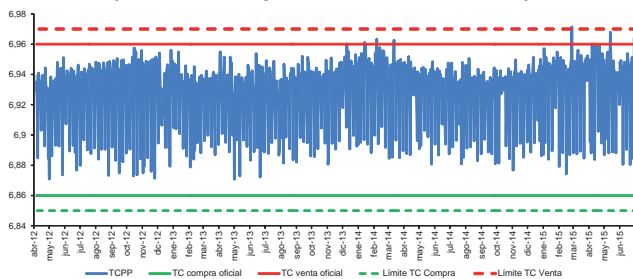
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 3.17: COMPRA Y VENTA DE DÓLARES DEL SISTEMA FINANCIERO AL PÚBLICO AL PRIMER SEMESTRE**  
(En millones de dólares estadounidenses)



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

**GRÁFICO 3.18: TIPOS DE CAMBIO OFICIALES Y DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(En bolivianos por dólar estadounidense)



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

permiten proveer de forma adecuada y oportuna las divisas que demanda la población. En los últimos años el BCB llevó adelante varias medidas para tal efecto; entre ellas las ventas directas que se convirtieron en la modalidad más utilizada por el público. En el primer semestre, las ventas directas de divisas se incrementaron en 83% con relación a las observadas en igual período en 2014, explicado en parte por el déficit comercial analizado en el Capítulo 2 (Gráfico 3.15).

Al igual que en gestiones pasadas, las adquisiciones de dólares por parte del sector privado no financiero son las de mayor volumen, en tanto que las ventas a entidades financieras continúan teniendo una menor relevancia (Gráfico 3.16).

Entre enero y junio de 2015 las ventas de dólares del sistema financiero a sus clientes, en operaciones estándar y preferenciales, fueron superiores a las compras. Ambos tipos de transacciones se redujeron con respecto a 2013 y 2014 (Gráfico 3.17).

### 3.2.3 Comportamiento de los tipos de cambio

El Tipo de Cambio Promedio Ponderado (TCPP) de las operaciones estándar y preferenciales<sup>13</sup> entre las entidades financieras y sus clientes, mantuvo la volatilidad observada en anteriores gestiones, sin embargo, ésta estuvo acotada por la brecha definida por el Ente Emisor (Gráfico 3.18). Esta particularidad hace que el tipo de cambio para las transacciones efectivamente realizadas no sea fijo, ya que diariamente oscila dentro de una banda del 1,8% definida por el tipo de cambio oficial de venta más un centavo y el de compra menos un centavo.

### 3.3 OTRAS MEDIDAS PARA EL CONTROL DE LA INFLACIÓN

En lo que va de 2015, el Órgano Ejecutivo implementó diversas medidas para el control de la inflación, apoyar al sector productivo del país y asegurar el acceso a productos de primera necesidad a precios justos.

<sup>13</sup> Las operaciones cambiarias estándar son realizadas mediante las ventanillas y cajeros automáticos de las entidades financieras y las preferenciales son llevadas a cabo a precios preferenciales con clientes con alta capacidad de negociación debido a los volúmenes de divisas demandados u ofrecidos.

Las acciones llevadas a cabo entre enero y junio de 2015 por el Gobierno para coadyuvar al control de la inflación fueron las siguientes:

- A través del Decreto Supremo No. 2243 del 7 de enero de 2015, se regula y garantiza el abastecimiento oportuno de diesel oil destinado al consumo de los productores agropecuarios.
- Mediante el Decreto Supremo No. 2272 de 18 de febrero de 2015, el TGN destinó Bs30 millones para el pago del subsidio a la prima del Seguro Agrario Universal “Pachamama”, correspondiente a la gestión 2015, con la finalidad de asegurar la producción agraria afectada por fenómenos climáticos y desastres naturales.
- El Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras amplió la cobertura de las ferias del precio justo, llegando a todos los departamentos de Bolivia. En La Paz y Santa Cruz, en el primer semestre de 2015, se llevaron a cabo 28 ferias.
- Mediante el Decreto Supremo No. 2301 de 18 de marzo de 2015, se autorizó al Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural (MDPyEP) la constitución de un fideicomiso a favor Banco de Desarrollo Productivo (BDP S.A.M.), cuyo propósito es financiar la otorgación de créditos destinados a capital de operaciones para la producción de bienes para el mercado interno y exportación con valor agregado.
- Mediante el Decreto Supremo No. 2310 de 25 de marzo, se establece que, en el marco del Fideicomiso para el Desarrollo Productivo, las mujeres tanto en el área rural como urbana podrán acceder al “Crédito Productivo Grupal para la Mujer”.
- Mediante Decreto Supremo No. 2345 de 29 de abril de 2015, el Consejo de Ministros determinó diferir a 0% con carácter temporal, el Gravamen Arancelario para la importación de diesel oil.
- El MDPyEP dio inicio, en el mes de abril, al Programa de Agricultura Urbana y Periurbana con el propósito de incentivar la producción de alimentos, para contribuir a la seguridad alimentaria.
- Asimismo, la Empresa de Apoyo Producción de Alimentos (EMAPA) llevó adelante las siguientes acciones: i) en febrero concedió créditos sin

recargo de intereses a campesinos productores de trigo del Departamento de Tarija; ii) en marzo, informó la apertura de nuevas sucursales en localidades del Departamento de Beni, ampliando la oferta de bienes de primera necesidad a precio justo; iii) en abril inició gestiones con la empresa PIL para renovar el contrato de abastecimiento al mercado interno, e inició la provisión de carne de res en ciudades capitales del país; iv) inició gestiones para retribuir con un precio justo a los productores de trigo con el propósito de incentivar la ampliación de la superficie cultivada; v) en mayo, productores del municipio de Caracollo del Departamento de Oruro dieron cuenta de la primera cosecha con semilla mejorada provista por esta empresa; y vi) puso a disposición de los panificadores 90 mil toneladas de trigo y 1,5 millones de bolsas de 50 kilogramos de harina, con lo que se garantiza la provisión de este insumo.

### **3.4 POLÍTICAS QUE CONTRIBUYERON AL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL**

#### **3.4.1 Financiamiento del BCB a las EPNE**

El BCB continuó otorgando financiamiento a las EPNE, en el marco de disposiciones legales vigentes, con el fin de respaldar la inversión productiva destinada a apoyar la seguridad energética y alimentaria del país, así como de contribuir a la industrialización de nuestros recursos naturales, destacando los siguientes proyectos estratégicos por empresa:

- Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB): cinco contratos para la construcción y ampliación de gasoductos, actividades de refinación y el desarrollo de megaproyectos como las plantas de separación de líquidos en Río Grande (Santa Cruz) y Gran Chaco (Tarija) y la planta de urea y amoniaco (Cochabamba). Estos proyectos tienen por objetivo contribuir a la industrialización de los hidrocarburos. Durante el primer semestre de 2015 se desembolsó Bs858 millones para los proyectos de la planta de urea y amoniaco y para la separación de líquidos en Gran Chaco Tarija I y II.
- 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. Estas medidas también están destinadas 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 (Tarija) y Warnes (Santa Cruz) y las plantas hidroeléctricas de San José (Cochabamba) y Miguillas (La Paz). En el primer semestre se desembolsaron Bs620 millones para el plan de emergencia de abastecimiento de electricidad al Sistema de Interconexión Nacional (SIN), planta de generación termoeléctrica Warnes y proyecto hidroeléctrico Miguillas.
- Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL), cuatro 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. Entre enero y junio de 2015 se realizó el primer desembolso del segundo financiamiento<sup>14</sup> por Bs1.263 millones para el desarrollo integral de la salmuera del salar de Uyuni (Fase II).
- Empresa Azucarera San Buenaventura (EASBA), tres contratos para el desarrollo de un ingenio azucarero en el norte paceño y actividades de industrialización. En el primer semestre se desembolsaron Bs102 millones para la planta de ingenio.

En total, los desembolsos realizados en el primer semestre alcanzaron la suma de Bs2.842 millones, con lo cual el saldo desembolsado al 30 de junio de 2015 alcanza a Bs19.169 millones (Cuadro 3.8).

### 3.4.2 Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy de Padilla

El BCB transfiere al TGN recursos para el pago del Bono Juana Azurduy (BJA) desde 2010. Estos recursos provienen de los rendimientos generados

**CUADRO 3.8: CRÉDITOS DEL BCB A LAS EPNE**  
(En millones de bolivianos)

	Saldo a diciembre 2014	Desembolsos enero-junio 2015	Saldo a junio 2015
YPFB	10.542	858	11.400
EBIH	1		1
ENDE	3.586	620	4.206
COMIBOL	886	1.263	2.149
EASBA	1.311	102	1.413
<b>TOTAL</b>	<b>16.327</b>	<b>2.842</b>	<b>19.169</b>

FUENTE: Banco de Desarrollo Productivo  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

<sup>14</sup> Este crédito fue suscrito el 18 de mayo de 2015 y el monto total autorizado según RD 069/15 y contrato SANO 169/15 alcanza a Bs4.301,2 millones.

por la inversión de las Reservas Internacionales. De este modo, el BCB también contribuye de forma directa a las políticas sociales del gobierno en materia de salud y redistribución del ingreso.

Entre 2010 y junio de 2015, el BCB transfirió al TGN Bs606 millones para el financiamiento del BJA. De este total Bs78 millones fueron transferidos durante el primer semestre de 2015.

### 3.4.3 Financiamiento y transferencia del BCB al FINPRO

En el marco de la Ley No. 232 del 9 de abril de 2012 fue creado el FINPRO con un total de recursos de \$us1.200 millones provenientes del BCB, de los cuales \$us600 millones corresponden a una transferencia no reembolsable y el restante a un crédito otorgado. El FINPRO es administrado bajo la forma de fideicomiso por el BDP y tiene el propósito de financiar emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes y empleo llevados a cabo por empresas públicas u otras que se conformen con participación mayoritaria del Estado.

De acuerdo a la normativa, la asignación de los recursos del FINPRO es destinada a proyectos aprobados por su Comité de Homologación de Proyectos y es autorizada mediante Decreto Supremo. Desde 2013 el Órgano Ejecutivo ha aprobado trece créditos beneficiando a once empresas del país (Cuadro 3.9). Al 30 de junio de 2015, los desembolsos realizados por el FINPRO alcanzaron a \$us286 millones, de este total se desembolsaron \$us90 millones en el primer semestre del año.

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

A partir de 2007 el BCB también realiza colocaciones directas de títulos a personas naturales, democratizando el acceso a instrumentos de regulación monetaria con rendimientos atractivos que inducen incrementos de las tasas pasivas en las EIF. Esta colocación de títulos, además de contribuir a la regulación monetaria, promueve la cultura del ahorro, que es la base de la inversión en la economía.

Desde marzo de 2014 se dinamizaron las colocaciones directas al público ampliando los montos de oferta y

**CUADRO 3.9: CRÉDITOS CON FINANCIAMIENTO DEL FINPRO**  
(Al 30 de junio 2015 en millones de dólares estadounidenses)

Decreto Supremo	Empresa	Proyecto	Moneda origen	Monto (En millones de \$us) <sup>a</sup>				
				Autorizado	2013	2014	2015	TOTAL
DS 1734 18/Sep/2013	ECEBOL	Planta de cemento en el departamento de Oruro	\$us	307	74	22	96	
DS 1738 25/Sep/2013	LACTEOSBOL	Planta liofilizadora de frutas en el trópico de Cochabamba	\$us	7	2		2	
DS 1759 9/Oct/2013	QUIPUS	Planta ensambladora de equipos de computación en el parque industrial de Kallutaca-Laja	\$us	61	0	53	53	
DS 1979 16/Abr/2014	YACANA	Empresa de Transformación Fibra de Camélidos en Kallutaca-Laja	Bs	38	12	10	22	
DS 2001 16/May/2014	PROMIEL	Planta Procesadora Apícola en Chuquisaca	Bs	7	1		1	
DS 2044 25/Jun/2014	HUANUNI	Implementación programa exploración y equipamiento empresa minera Hasuruni	Bs	51	13		13	
DS 2066 23/Jul/2014	CORANI	Parque Edílico Olotpana Fase II	Bs	55		33	33	
DS 2110 8/Sep/2014	PROMIEL	Producción Primería e Implementación de una Planta de Procesamiento de Siewa	Bs	14		3	3	
DS 2129 25/Sep/2014	VINTO	Adquisición de concentrados de estaño e insumos considerados en la actualización del estudio del proyecto "Planta de Fundición Ausmelt-Vinto"	Bs	51	41	10	51	
DS 2125 25/Sep/2014	LACTEOSBOL	Planta Liofilizadora de Frutas en el Municipio de Palos Blancos, Departamento de La Paz	Bs	8		2	2	
DS 2132 2/Oct/2014	SANKAYU	Fundidora de Chatarra en Kallutaca	Bs	35			0	
DS 2280 11/Mar/15	ENATEX	Ampliación de la Capacidad Productiva de la Empresa Pública Nacional TBell	Bs	21		10	10	
DS 2329 15/Abr/15	ENVIBOL	Creación de empresa productiva de Envases de Vidrio de Bolivia (ENVIBOL)	Bs	58			0	
<b>TOTAL</b>				<b>712</b>	<b>0</b>	<b>195</b>	<b>90</b>	<b>286</b>

FUENTE: Banco de Desarrollo Productivo  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

las tasas, generando mayores rendimientos para la población. Al 30 de junio de 2015 el saldo de estos bonos alcanzó a Bs1.379 millones, que representa un incremento de Bs236 millones respecto a diciembre de 2014 (Gráfico 3.19). Asimismo, en junio se alcanzó el cliente número 100 mil, denotando la creciente confianza de las familias en este instrumento.

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

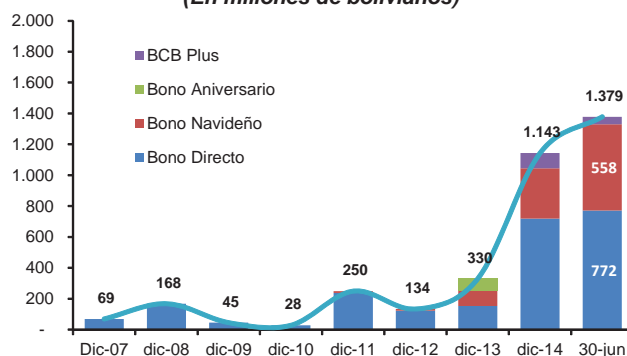
La orientación de la política cambiaria adoptada desde 2006 fue determinante para el control de la inflación importada, la promoción de la bolivianización real y financiera y el anclaje de las expectativas del público sobre la evolución del precio del dólar. En este último caso, ha permitido guiar de manera adecuada las expectativas del público en un entorno de elevada volatilidad de los tipos de cambio, tanto en la región como en otras economías de Europa y Asia y continúa siendo un factor determinante para el buen desempeño de la economía de Bolivia.

La orientación de la política cambiaria incidió positivamente en las decisiones de inversión de los agentes económicos y contribuyó además a la reducción de los costos de insumos y maquinaria de origen importado (rubros que representan aproximadamente el 80% del total de las importaciones de Bolivia).

Es importante destacar también que la política cambiaria contribuyó a los avances sustanciales en la reducción de la pobreza y la desigualdad en los últimos años, ya que la apreciación de la moneda nacional, complementada con la bajas tasas de interés, benefició a los sectores urbanos no transables (servicios y construcción, junto a su entorno) que emplean trabajadores con baja calificación y bajos salarios.

A la vez que la política cambiaria trajo consigo los beneficios mencionados, no produjo ninguna reducción de la capacidad competitiva de los exportadores; ya que no se ha generado desalineamientos persistentes respecto al tipo de cambio real de equilibrio. De igual manera, contribuyó a la reducción de los costos de bienes intermedios y de capital de origen importado empleados en la industria nacional.

**GRÁFICO 3.19 COLOCACIÓN DE BONOS BCB A PARTICULARES**  
(En millones de bolivianos)



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



### 3.4.6 Políticas para incentivar la bolivianización

Desde 2006, las políticas implementadas por el BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, impulsaron significativamente el proceso de bolivianización. Los resultados fueron altamente positivos y, al cierre del primer semestre de 2015, el 93,7% de la cartera y el 82,5% del ahorro financiero están denominados en moneda nacional.

Además de la reorientación y estabilidad de la política cambiaria, junto a la ampliación del Encaje Legal diferenciado, las siguientes medidas también posibilitaron el avance de la bolivianización:

- Ampliación del diferencial cambiario que disminuyó las operaciones de ida y vuelta entre la MN y ME, incentivando a que las personas opten por mantener su dinero en bolivianos.
- Aplicación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) en ME, medida que desincentivó las operaciones en esta moneda y favoreció consecuentemente el uso del boliviano en las operaciones financieras.
- Colocación de títulos públicos de regulación monetaria y de política fiscal exclusivamente en MN.
- Determinación de límites a la posición de cambios que evita el descalce de monedas en las EIF al mantener el control necesario sobre la tenencia de activos y pasivos en ME.
- Diferencial de tasas de interés pasivas en MN respecto a las establecidas para ME. Esta medida generó rendimientos más altos para los activos financieros denominados en bolivianos.
- Estabilidad macroeconómica que fue decisiva para mantener la confianza de la población en la MN.
- Un conjunto amplio de acciones de comunicación y educación que destaca los beneficios de la bolivianización, entre ellas los ensayos escolares, concursos de teatro, cartillas y conferencias.

## RECUADRO 2: ENCAJE LEGAL

El Encaje Legal (EL) es la proporción de los depósitos de personas naturales y jurídicas que las entidades financieras deben mantener como reserva, en el BCB o a través del BCB. Esta reserva tiene como uno de sus objetivos resguardar una porción de los depósitos del público, para su uso en caso de necesidades originadas por iliquidez en el sistema financiero. Sin embargo, en virtud a la política monetaria heterodoxa aplicada por el BCB desde 2006, este instrumento además de coadyuvar al control de la liquidez y mejorar la gestión de riesgos, promueve la bolivianización financiera al imponer tasas diferenciadas por monedas y ha apoyado también al crecimiento de la cartera total y productiva en MN mediante compensaciones del encaje requerido.<sup>15</sup>

En efecto, entre 2006 y 2015 el BCB llevó adelante un proceso de diferenciación del EL según monedas, aplicando mayores tasas a las captaciones en ME, favoreciendo las operaciones en bolivianos tanto de depósitos como de crédito. Esta diferenciación se profundizó a partir de 2012, cuando se estableció un cronograma que ha ampliado periódicamente la base de depósitos sujetos a encaje adicional para ME y MVDOL, cuya culminación está programada para agosto de 2016.

Respecto a la implementación de este cronograma en 2015, en el mes de abril se amplió el encaje adicional para depósitos en ME y MVDOL, con un efecto de reducción de liquidez de alrededor de Bs769 millones. Asimismo, para el segundo semestre del año (en agosto y diciembre) se tiene programados dos incrementos adicionales del encaje en ME, que contribuirían también a incentivar un mayor uso del boliviano en las transacciones financieras.

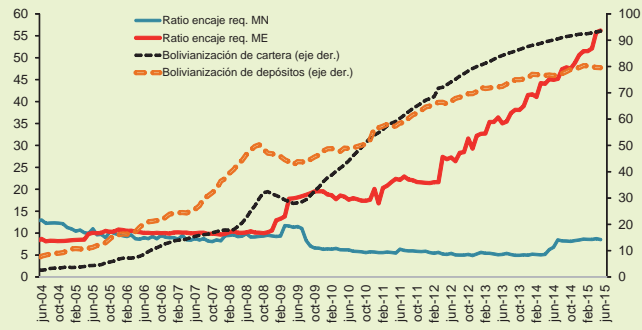
Asimismo, con el fin de contribuir a una mayor inyección de liquidez en el marco de una orientación expansiva de la política monetaria, en abril de 2015 los porcentajes de EL en MN fueron modificados: el porcentaje en efectivo se incrementó de 2% a 6% y para el encaje en títulos se normó una reducción de 10% a 6%. Un aspecto importante es que para la tasa de encaje en efectivo se estableció que las EIF podrán mantener hasta el 50% de su requerimiento de encaje legal en MN en Fondos en Custodia en cualquier plaza (anteriormente sólo podían hacerlo hasta el 5%).

Con ello se reforzó la política expansiva del segundo trimestre de 2015, en virtud a que una porción importante de los recursos que las EIF mantenían en caja fueron habilitados como encaje constituido, lo que determinó que la liquidez del sistema se incremente.

La política de encaje legal diferenciada por monedas contribuyó al proceso de bolivianización de la cartera y de los depósitos, incrementando los costos del uso de la ME e incentivando el ahorro en MN. En 2015 el ratio de Encaje Legal Requerido ME / Depósitos en ME se incrementó en 6pp hasta alcanzar a 56,6%, muy por encima del correspondiente a la MN. Este comportamiento está en línea con lo observado en las últimas gestiones, favoreciendo la profundización de la bolivianización financiera (Gráfico 3.20).

<sup>15</sup> Mediante Resolución de Directorio No. 042/2014, el BCB eliminó gradualmente esta compensación en un contexto de una política monetaria contractiva, medida que se efectivizó para los Bancos Múltiples y Bancos PYMES entre mayo y julio de 2014; mientras que para las Entidades Financieras de Vivienda y las Cooperativas de Ahorro y Crédito la eliminación de la compensación finalizará en noviembre de 2015.

**GRÁFICO 3.20 BOLIVIANIZACIÓN DE DEPÓSITOS Y CARTERA Y REQUERIMIENTOS DE ENCAJE  
(En porcentaje)**



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

## 4. Estabilidad de precios y desarrollo económico y social

*Durante la primera mitad de 2015 y tras registrar su nivel más alto el mes de enero (5,9%), la inflación interanual mostró un comportamiento descendente, alcanzando a finales de junio una tasa de 3,2%. Su evolución estuvo explicada principalmente por el comportamiento de los precios de un grupo de alimentos, en particular el tomate, papa y carne de pollo. A inicios del año, los precios de estos bienes presentaron cierta volatilidad ocasionada por choques de oferta; posteriormente, sus precios tendieron a corregirse, observándose descensos sistemáticos de éstos en los meses siguientes.*

*Con relación a los indicadores de tendencia inflacionaria, en lo que va de 2015 estos mayormente tendieron a registrar variaciones interanuales por debajo de la inflación total, presentando una tendencia hacia la baja y/o estabilidad durante el semestre.*

*La evolución de la inflación también estuvo determinada por bajas expectativas inflacionarias, menores presiones inflacionarias externas y por ajustes moderados de precios relativos de ciertos servicios.*

*Con relación al rol del BCB de coadyuvar al desarrollo económico y social, el Ente Emisor continuó implementando medidas tendientes a este objetivo. Fue así que se otorgó financiamiento a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas y a programas sociales como el Bono Juana Azurduy. En esa misma línea, el Fondo para la Revolución Industrial y Productiva, constituido con recursos del Instituto Emisor, concedió nuevos créditos para emprendimientos productivos en el país. Se implementaron también políticas para incentivar el ahorro de las familias y promover la profundización*

de la bolivianización. Este accionar tuvo lugar en el marco de la coordinación y complementariedad con las políticas del Gobierno.

#### 4.1 COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN

##### 4.1.1 Contexto y evolución reciente de la inflación

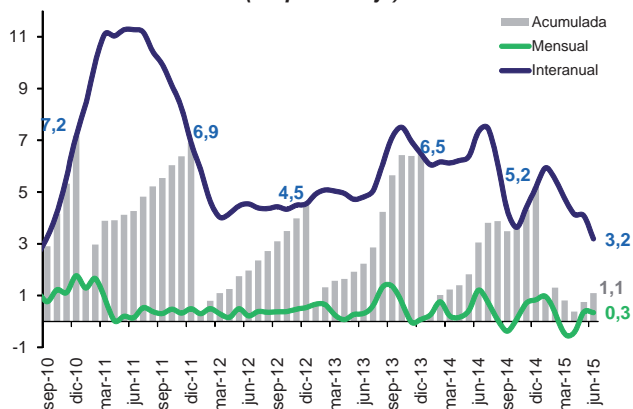
Durante la primera mitad de 2015 y tras registrar su nivel más alto el mes de enero (5,9%), la inflación interanual mostró un comportamiento descendente, alcanzando a finales de junio una tasa de 3,2% (Gráfico 4.1), por debajo de la meta anual (5,5%) y del rango de proyección anunciados en el IPM de enero de 2015. La variación acumulada de precios entre enero y junio de 2015 fue de 1,1%. Cabe mencionar que para 2015 se propuso una meta elevada buscando un mayor espacio para generar impulsos monetarios, considerando el contexto internacional de desaceleración económica.

Salvo el caso de enero, las tasas de inflación mensuales se mantuvieron en niveles bajos, registrándose incluso variaciones negativas de precios en marzo y abril. En términos generales, el comportamiento de la inflación mensual estuvo explicado por un grupo de alimentos, en particular el tomate, papa y carne de pollo, cuya variación de precios exhibió un patrón fluctuante.

En efecto, a inicios del año los precios de estos productos se incrementaron a raíz de choques de oferta acontecidos a finales de 2014 (fenómenos climáticos adversos) y por repuntes estacionales de la demanda de estos artículos. Posteriormente, en febrero y marzo se observó una corrección en el precio del tomate, mientras que en el caso de la papa y carne de pollo, ésta tuvo lugar recién a partir de marzo. Este ajuste (es decir, la reducción de precios luego de incrementos transitorios en meses anteriores), obedecieron a la mayor disponibilidad de estos bienes en centros de abasto, dada la época de cosecha, la menor recurrencia de fenómenos climáticos adversos y, de manera muy importante, las acciones del Órgano Ejecutivo para incrementar la oferta de determinados productos.

En mayo se registró un repunte transitorio del precio del tomate, revertido el siguiente mes debido a una buena producción proveniente de Santa Cruz y

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



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

Cochabamba. En el caso del precio del pollo, éste registró una leve alza en junio como consecuencia del descenso de temperaturas que dio origen a una menor oferta de este producto (Gráfico 4.2).

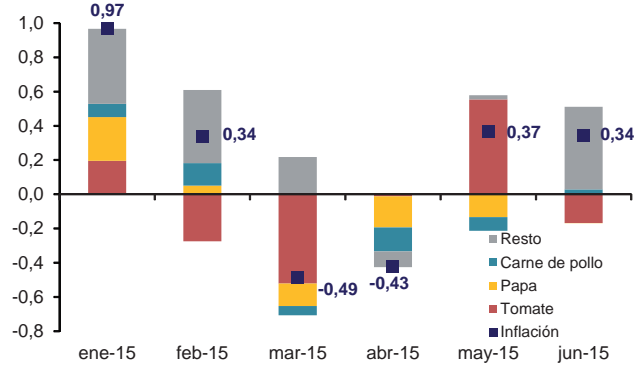
Por su parte, el indicador referente al porcentaje de bienes y servicios que aumentaron de precio respecto al mes anterior reflejó un comportamiento ascendente en enero y febrero, para posteriormente mostrar una tendencia decreciente hasta llegar a 47% en abril, el nivel más bajo de los últimos cinco años. Posteriormente, el indicador adoptó una senda creciente, aumentando hasta 53% a finales del semestre. A su turno, el porcentaje de bienes y servicios que bajaron de precio reflejó una trayectoria ascendente hasta abril, aunque con un descenso hasta 31% a finales del semestre (Gráfico 4.3).

Con relación al contexto regional, en el primer semestre de 2015 Argentina, Brasil y Uruguay presentaron las mayores variaciones acumuladas de precios en Sudamérica con tasas superiores al 5,5%. Uno de los factores que incidió en estos resultados fue la depreciación de sus monedas, lo que encareció los bienes importados. El resto de los países se situaron por debajo del promedio regional de 5,2%. Por su parte, Bolivia fue la economía con menor nivel de inflación acumulada en la región en los primeros seis meses del año (Gráfico 4.4).

Como pudo observarse, en el primer semestre de 2015, la inflación interanual mostró un comportamiento decreciente, tendiendo a situarse por debajo de la meta central establecida para esta gestión (5,5%). Al haberse previsto un crecimiento de la economía de 5% en 2015, dada la coyuntura internacional existente, se determinó seguir una política monetaria expansiva para contribuir al dinamismo de la actividad económica, estableciendo concordantemente una meta de inflación que proporcione al BCB el espacio suficiente para la implementación de los estímulos monetarios.

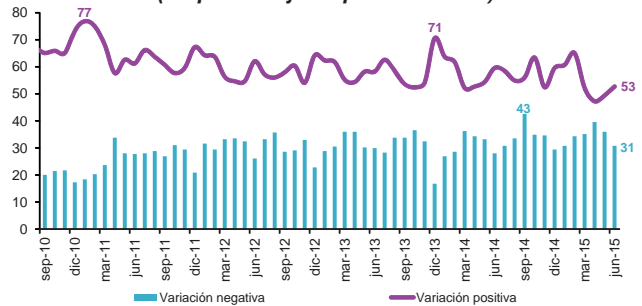
Es también importante mencionar que, en el marco de la complementariedad de las políticas económicas, el Gobierno Nacional llevó adelante diversas medidas para combatir actividades especulativas y garantizar a la población el acceso a productos de primera necesidad a precios justos, acciones que fueron descritas en el Capítulo 3 del presente IPM.

**GRÁFICO 4.2: INFLACIÓN MENSUAL EN 2015 (En porcentaje)**



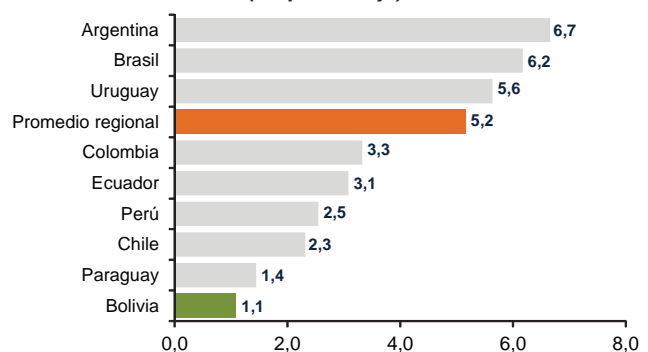
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

**GRÁFICO 4.3: BIENES Y SERVICIOS DEL IPC 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

**GRÁFICO 4.4: INFLACIÓN ACUMULADA EN ECONOMÍAS DE SUDAMÉRICA A JUNIO DE 2015 (En porcentaje)**



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

#### 4.1.2 Indicadores de tendencia inflacionaria

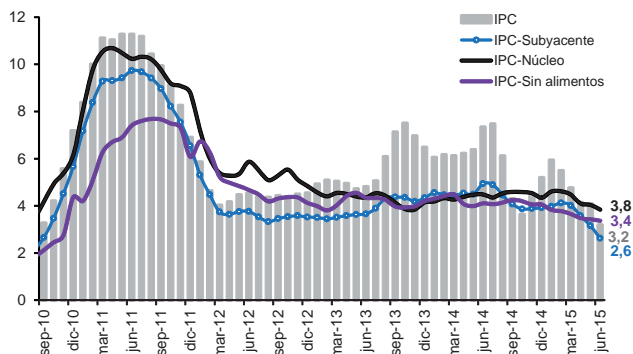
Como indicador, el IPC presenta algunas limitaciones al tratar de medir la inflación de una economía; una de éstas es que no permite distinguir entre aumentos permanentes y transitorios de precios. Es por ello que los bancos centrales cuentan con indicadores de tendencia inflacionaria que les posibilitan una medición más precisa de la inflación, entendida como el incremento persistente y generalizado de precios. Estos indicadores son muy relevantes para la toma de decisiones de política monetaria (Ver Recuadro 3).

En el BCB se calcula tres indicadores de tendencia: IPC-Núcleo, IPC-Subyacente e IPC-Sin alimentos.<sup>16</sup> Respecto a su evolución en la primera mitad del año, en términos interanuales los indicadores se mantuvieron en general por debajo de la inflación total, con una tendencia descendente la mayor parte del semestre, orientación más pronunciada en la inflación subyacente. Al mes de junio, las variaciones interanuales del IPC-Núcleo, IPC-Sin alimentos e IPC subyacente fueron de 3,8%, 3,4% y 2,6%, respectivamente (Gráfico 4.5). Al focalizar el análisis en el IPC-Núcleo e IPC-Sin alimentos, en el último mes, su posición por encima del IPC total sugiere que las reducciones recientes de la inflación total se vieron influenciadas en gran medida por factores de carácter transitorio.

En lo que va de 2015, el comportamiento de la inflación fuera del núcleo fue similar al del IPC total. En efecto, tras alcanzar su tasa más alta a inicios del año, la inflación fuera del núcleo exhibió a partir de febrero una tendencia descendente llegando hasta 2,6% en junio, por debajo del núcleo inflacionario. Por su parte, la variación del IPC-Núcleo inflacionario siguió una trayectoria más estable (Gráfico 4.6).

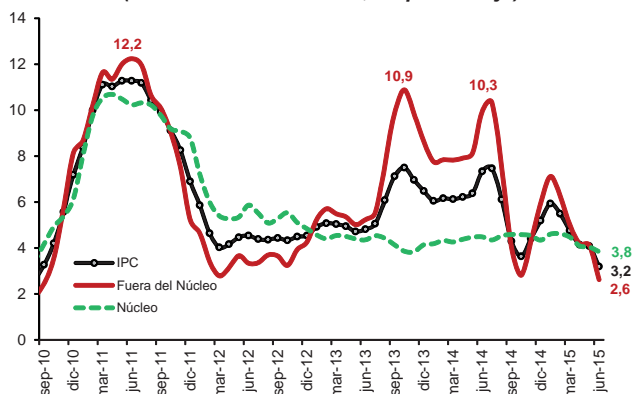
En términos acumulados, la variación del IPC-Núcleo al mes de junio fue de 2,1%, inferior a la observada en similar período de 2014 (2,6%). Al interior del núcleo, la mayor variación acumulada se dio en el segmento

**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

<sup>16</sup> El Núcleo Inflacionario es un indicador que excluye los alimentos perecederos junto a productos con precios administrados (transporte público, pan y combustibles). Para la construcción de la Inflación Subyacente se deja de lado los cinco productos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional. Finalmente, la Inflación Sin Alimentos es obtenida una vez que se excluye los productos alimenticios del IPC.

de servicios (3,6%), que contó también con la mayor incidencia (0,56pp) sobre la inflación acumulada total. Dicho incremento se explicó principalmente por un aumento en el alquiler de vivienda. Por su parte, los alimentos procesados mostraron una variación de 2,8%, en virtud principalmente a un alza del precio de la cerveza a causa de un incremento en sus costos de producción (Cuadro 4.1).

En el caso de los componentes fuera del núcleo, sus precios alcanzaron una variación acumulada de 0,2%. Al interior de este grupo, los alimentos (caracterizados por tener precios volátiles) reflejaron variaciones negativas de precios (-0,6%), al igual que en los alimentos perecederos (-0,2%) y en los no perecederos (-4,7%). En el primer caso, su comportamiento obedeció al descenso de precios de algunos vegetales, frutas y carne de pollo a causa de una mayor oferta debido al inicio de la época de cosecha y un entorno climático favorable.

En el caso de los no perecederos, tuvo especial importancia la caída de los precios del arroz y harina de trigo debido a una mayor disponibilidad de origen interno y externo. Por otra parte, los regulados registraron un aumento de 2,7% a consecuencia del incremento del precio del pan en las ciudades de La Paz y El Alto, decisión adoptada por el sector panificador hacia finales del semestre.

#### 4.1.3 Inflación por divisiones del IPC

Analizando la inflación por divisiones, se advierte que casi todas presentaron variaciones acumuladas positivas, con la excepción de Alimentos y bebidas no alcohólicas; los incrementos más elevados se dieron en las divisiones de Salud (4,3%) y Educación (4,2%). En el primer caso, dicho comportamiento se explicó por una alta demanda por servicios de salud, mientras que en el segundo tuvo importancia el reajuste de pensiones que suele efectuarse a comienzos de cada gestión.

Cabe notar que la mayoría de las divisiones mostraron variaciones menores a las observadas en similar período de 2014. Restaurantes y hoteles fue la que reflejó la mayor incidencia positiva con 0,38pp, seguida por Vivienda, servicios básicos y combustibles con 0,30pp (Cuadro 4.2).

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

	2014		2015	
	Semestre I		Semestre I	
	Variación (%)	Variación (%)	Incidencia (pp)	
<b>IPC</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>		
<b>Núcleo</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>0,99</b>	
Alimentos	2,7	2,8	0,31	
No alimentos	2,6	1,9	0,68	
Bienes	0,8	0,6	0,11	
Servicios	5,0	3,6	0,56	
<b>Fuera del Núcleo</b>	<b>3,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,10</b>	
Alimentos	4,8	-0,6	-0,19	
Perecederos	5,2	-0,2	-0,06	
No perecederos	0,5	-4,7	-0,12	
Transporte	1,4	0,0	0,00	
Regulados	1,7	2,7	0,29	
Combustibles	0,0	0,0	0,00	

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 e incidencia en puntos porcentuales)

	2014		2015	
	Semestre I		Semestre I	
	Variación (%)	Variación (%)	Incidencia (pp)	
<b>IPC</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>		
Alimentos y bebidas no alcohólicas	4,5	-0,5	-0,15	
Bebidas alcohólicas y tabaco	1,4	2,0	0,02	
Prendas de vestir y calzados	0,8	0,6	0,03	
Vivienda, servicios básicos y combustibles	3,6	3,0	0,30	
Muebles, artículos y servicios domésticos	3,8	1,6	0,12	
Salud	3,4	4,3	0,11	
Transporte	1,2	0,1	0,01	
Comunicaciones	-2,4	0,9	0,02	
Recreación y cultura	0,7	0,1	0,00	
Educación	5,7	4,2	0,17	
Restaurantes y hoteles	2,9	2,7	0,38	
Bienes y servicios diversos	1,7	1,1	0,07	

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



**CUADRO 4.3: ARTÍCULOS DEL IPC CON MAYOR Y MENOR INCIDENCIA SOBRE LA INFLACIÓN ACUMULADA A JUNIO DE 2015**  
(En porcentaje y puntos porcentuales)

Artículo	Variación (%)	Incidencia (pp)
<b>Mayor Incidencia Positiva</b>		
Alquiler de la vivienda	5,33	0,21
Locoto	104,97	0,14
Almuerzo	2,11	0,12
Cebolla entera	12,85	0,12
Pan corriente	3,93	0,12
<b>Mayor Incidencia Negativa</b>		
Tomate	-9,72	-0,23
Zanahoria	-24,13	-0,15
Papa	-5,63	-0,15
Arroz	-5,93	-0,08
Papaya	-31,96	-0,04
<b>Incendencia acumulada de los 5 artículos más inflacionarios</b>		<b>0,72</b>
<b>Inflación acumulada a junio 2015</b>		<b>1,09</b>
<b>Participación de los 5 artículos más inflacionarios</b>		<b>66%</b>

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

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

	2014	2015
	Semestre I	Semestre I
<b>Bolivia</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>
Cochabamba	4,1	2,2
La Paz	2,4	1,8
Trinidad	2,8	1,0
Cobija	2,3	0,9
Santa Cruz	3,1	0,5
Oruro	3,2	0,4
Sucre	2,4	0,2
Potosí	1,8	-1,2
Tarija	3,3	-1,3

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

En términos más específicos, a junio de 2015 los cinco *ítems* con mayor incidencia inflacionaria correspondieron a los segmentos de servicios y alimentos, a saber: alquiler de vivienda, locoto, almuerzo, cebolla y pan corriente. Estos cinco artículos explicaron 66% de la inflación acumulada al primer semestre. En el caso del alquiler de vivienda el déficit habitacional que todavía persiste en el país incidió en los resultados obtenidos.

En contraste, los cinco artículos con menor incidencia inflacionaria fueron: tomate, zanahoria, papa, arroz y papaya. Su incidencia negativa se explica, en gran medida, por una corrección de sus precios a consecuencia de una elevada oferta en los mercados internos (Cuadro 4.3).

#### 4.1.4 Inflación por ciudades

Durante el primer semestre de 2015, la mayoría de las capitales del país obtuvieron variaciones acumuladas de precios positivas, constituyéndose Cochabamba en la ciudad con mayor tasa de inflación (2,2%), aspecto ligado a un repunte en el precio de algunos alimentos (locoto y cebolla) y del alquiler de vivienda en los últimos meses. En contraposición, Tarija (-1,3%) y Potosí (-1,2%) fueron las ciudades con variaciones negativas del IPC a consecuencia de la caída de precios de algunos alimentos (vegetales y frutas) especialmente en los meses de marzo y abril. Cabe señalar que las variaciones de precios registradas en todas las ciudades fueron menores a las observadas en similar período de 2014 (Cuadro 4.4).

#### 4.1.5 Indicadores complementarios de presiones inflacionarias

Con el objetivo de realizar un análisis con mayor amplitud sobre la evolución de los precios, el BCB realiza un seguimiento a otros indicadores además del IPC. Estos indicadores complementarios proporcionan información más específica sobre algunos sectores de la economía nacional. Los indicadores empleados son el Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM), Índice de Costos de la Construcción (ICC) e Índice de Precios de Actividades Remuneradas (IPC-REM). Los primeros dos proporcionan información acerca del comportamiento de los costos en dos sectores importantes de la economía, 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

El IPPIM refleja el comportamiento de los precios al productor industrial de las actividades de producción y comercialización del sector manufacturero. Este índice muestra los cambios en las cotizaciones de los insumos empleados en esta industria, los cuales tienen efectos sobre un subconjunto de artículos de la canasta del IPC.<sup>17</sup>

Al primer trimestre de 2015, este índice presentó variaciones interanuales negativas, en línea con lo observado a finales de 2014, alcanzando una tasa de -0,8% (Gráfico 4.7). Este comportamiento se explicó principalmente por una disminución en las cotizaciones de las industrias que producen bienes intermedios y, en menor medida, bienes de capital y consumo duradero. Al realizar un análisis individual, se advierte que las industrias que presentaron las mayores variaciones negativas fueron: vitivinícolas y otras bebidas fermentadas; básicas de metales no ferrosos; y fabricación de joyas y artículos conexos.

#### 4.1.5.2 Índice de Costos de la Construcción

El ICC considera los costos de diferentes insumos (materiales, alquiler de maquinaria y mano de obra) utilizados en el sector de la construcción. La evolución de las cotizaciones de algunos de estos insumos tiene relación directa con ciertos ítems incluidos en el IPC.<sup>18</sup> A marzo de 2015, la variación interanual del ICC se estabilizó en torno a una tasa de 4,2%, ligeramente por debajo de la observada en los dos trimestres precedentes (Gráfico 4.8). Este comportamiento fue influenciado en gran medida por una moderación de las remuneraciones de la mayoría de las actividades incluidas en este índice.

#### 4.1.5.3 Índice de Precios de Actividades Remuneradas

El IPC-REM es obtenido a partir de la información de los servicios personales incluidos en la canasta del IPC. Este indicador está conformado por dos

17 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.

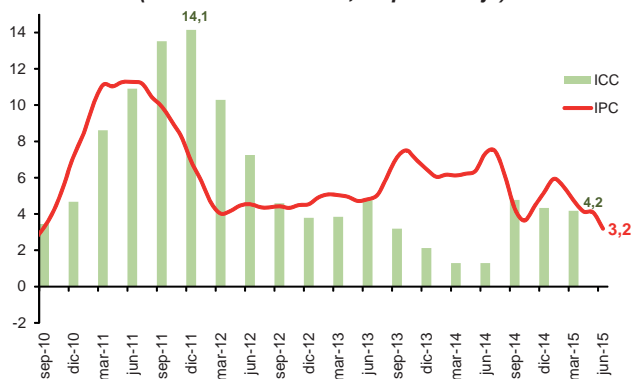
18 Específicamente el conjunto de bienes y servicios que se incluyen en ambos indicadores son: cemento, ladrillos, pintura y servicio de albañilería, entre otros.

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



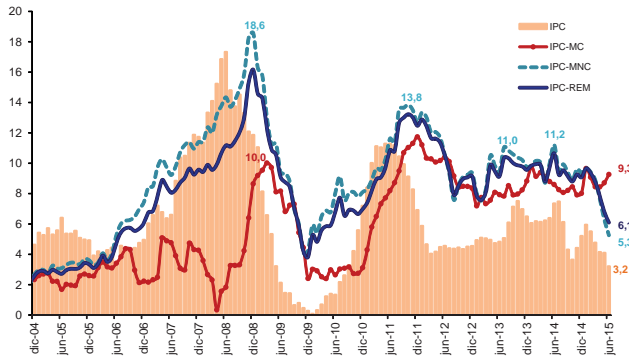
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: La última información disponible del IPPIM corresponde a marzo de 2015

**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 marzo de 2015

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



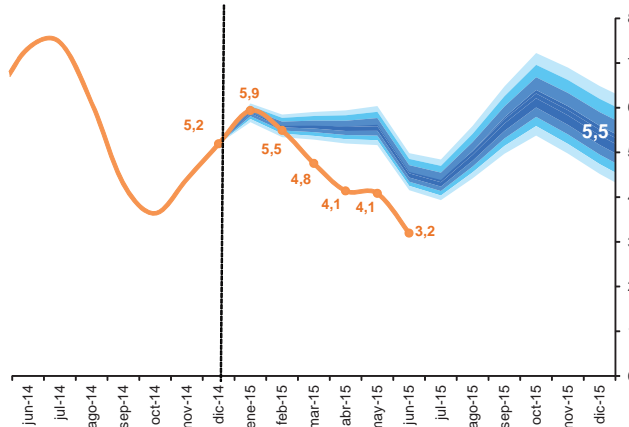
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

subíndices: i) Índice de Precios de Mano de Obra Calificada (IPC-MC); e ii) Índice de Precios de Mano de Obra no Calificada (IPC-MNC).

Antes de 2006, el IPC-REM y sus subíndices mostraban tasas interanuales menores a las del IPC total. A partir de este año, las variaciones de estos índices se situaron por encima de la inflación total debido a la política salarial del Gobierno de contribuir al bienestar de la población mediante el aumento de los salarios reales, especialmente de aquellos estratos de bajos ingresos.

En lo que va de 2015, los tres índices continuaron reflejando variaciones interanuales superiores a las del IPC total (Gráfico 4.9). El IPC-MNC (5,3%) reflejó una tendencia a la baja en los últimos meses debido principalmente a un menor dinamismo de las remuneraciones a empleadas domésticas; mientras que el IPC-MC (9,3%) experimentó un incremento originado en un repunte de los servicios de dentista y consulta general debido a una alta demanda por parte de la población en general.

**GRÁFICO 4.10: INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA - IPM DE ENERO DE 2015 (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 2015.

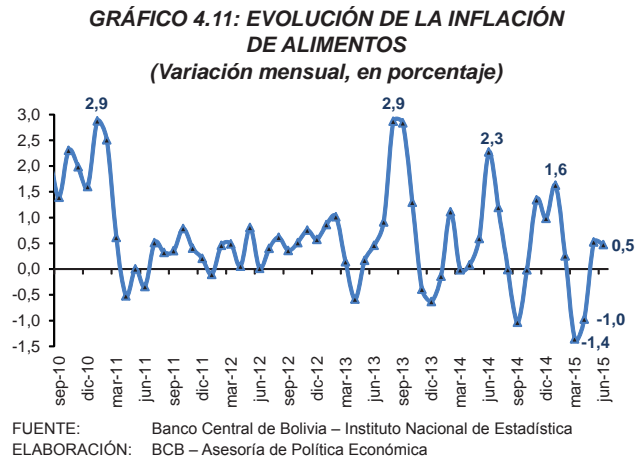
**4.1.6 Factores que explican la evolución reciente de la inflación**

Como fue mencionado, durante el primer semestre de 2015 la inflación interanual tendió a situarse por debajo de la meta central programada para 2015 (Gráfico 4.10), en la dirección de las proyecciones pero de forma más pronunciada. El comportamiento de la variación de precios en el primer semestre estuvo determinado por los siguientes factores: i) corrección de precios de un grupo de alimentos; ii) bajas expectativas inflacionarias; iii) reducidas presiones inflacionarias externas; y iv) ajuste moderados de precios relativos de ciertos servicios.

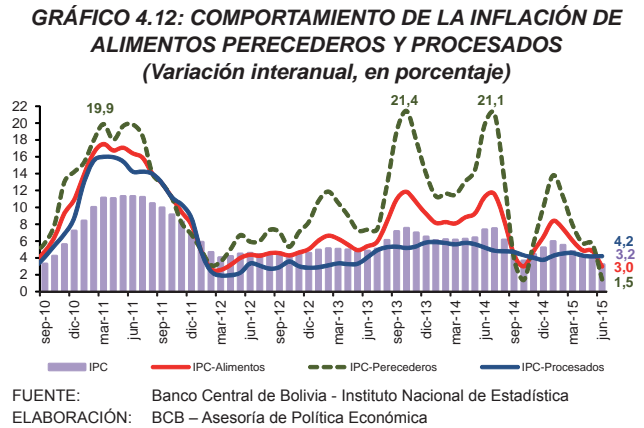
**4.1.6.1 Corrección de precios de un grupo de alimentos**

Como pudo constatarse, la gestión 2015 comenzó con un repunte inflacionario ocasionado principalmente por el aumento de precios de algunos productos alimenticios. La inflación de alimentos alcanzó en enero una tasa elevada igual a 1,6%. Dicho incremento estuvo asociado principalmente al aumento de precios de tomate, papa y carne de pollo, originados por choques de oferta adversos (granizadas y cierre de caminos) y un aumento estacional de la demanda a finales de 2014.

No obstante, estas alzas tuvieron un carácter transitorio, observándose reducciones de precios en los meses siguientes, con variaciones negativas de -1,4% y -1% en los meses de marzo y abril, respectivamente; cabe puntualizar que la variación mensual de marzo fue la más baja desde finales de 2003. Factores que contribuyeron a la corrección de precios fueron el inicio de la época de cosecha junto a un entorno climático favorable, que generaron un mayor abastecimiento de alimentos. Posteriormente, en mayo se registró un repunte de la inflación de alimentos debido a un aumento transitorio del precio del tomate. En el mes junio la inflación mensual de alimentos se estabilizó en torno a 0,5% (Gráfico 4.11).



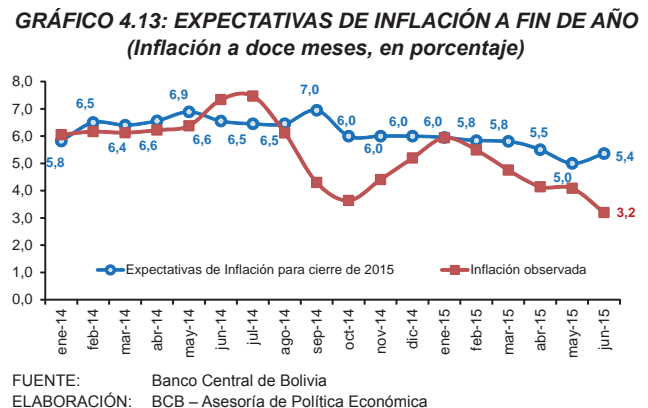
En términos interanuales, en 2015 la inflación de alimentos tendió a mantenerse por encima de la inflación total, salvo en junio cuando mostró una caída llegando a 3%; este descenso se debió principalmente a un efecto estadístico de base de comparación. Según tipo de alimento, las variaciones de precios de aquellos productos perecederos siguieron una tendencia descendente desde febrero, llegando a 1,5% hacia finales del semestre. Por su parte, los de tipo procesado presentaron un comportamiento creciente en el primer trimestre, que posteriormente se estabilizó hasta alcanzar en junio una inflación interanual de 4,2% (Gráfico 4.12).



4.1.6.2 Bajas expectativas inflacionarias

Para el análisis de las perspectivas de los agentes, el BCB realiza mensualmente la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) que permite recabar información sobre diversas variables macroeconómicas relevantes.<sup>19</sup>

La mediana de las expectativas de inflación para finales de 2015 disminuyó la mayor parte del semestre, llegando a 5% en mayo. Posteriormente, en junio tuvo un repunte hasta 5,4%, manteniéndose no obstante por debajo de la meta anunciada para este año (5,5%). Cabe remarcar que el comportamiento de las expectativas estuvo en línea con la evolución de la inflación observada (Gráfico 4.13).

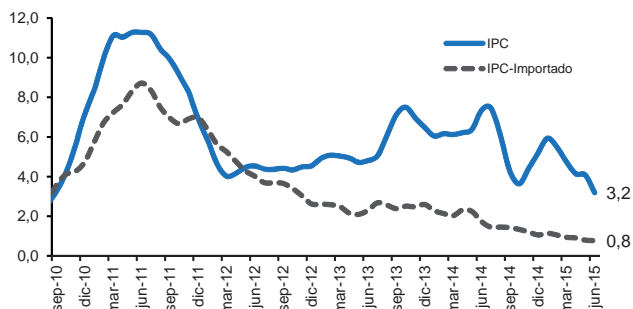


19 Para la elaboración de la EEE, se considera una muestra conformada por ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores.

4.1.6.3 Reducidas presiones inflacionarias externas

En 2015, la inflación importada<sup>20</sup> mostró un comportamiento moderado con una ligera tendencia a la baja, llegando en junio a una tasa interanual de 0,8%, la más baja desde mediados de 2010. Su evolución fue acorde con un contexto externo caracterizado por la caída de los precios internacionales de materias primas y la depreciación de las monedas de los principales socios comerciales de Bolivia (Gráfico 4.14).<sup>21</sup>

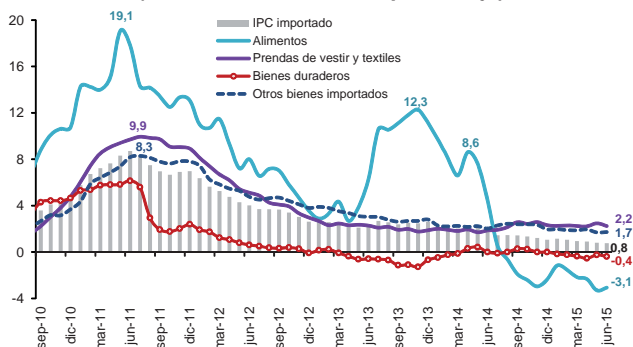
**GRÁFICO 4.14: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN IMPORTADA (Variación a doce meses, en porcentaje)**



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

Al interior de los artículos que conforman el IPC-Importado, los alimentos y bienes duraderos reflejaron en 2015 variaciones de precios negativas, en línea con lo observado al cierre de la gestión anterior, alcanzando tasas interanuales de -3,1% y -0,4%, respectivamente. Por su parte, las variaciones de precios de las prendas de vestir y textiles y de otros bienes importados presentaron una evolución más moderada, manteniendo tasas positivas que a finales del semestre alcanzaron a 2,2% y 1,7%, respectivamente (Gráfico 4.15).

**GRÁFICO 4.15: 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 solo a productos importados del IPC

Otro indicador adicional empleado en el BCB es el Índice de Precios Externos (IPE) relevantes para la economía nacional. El IPE se construye considerando información de los principales socios comerciales de Bolivia, siendo una de sus características el hecho que considera el efecto de las variaciones cambiarias de estos países sobre el precio de los artículos importados. Sin embargo, también se cuenta con un indicador que aísla los efectos de las variaciones de los tipos de cambio, el IPE sin tipo de cambio (IPE-STC).

A junio de 2015, el IPE tendió a presentar variaciones interanuales negativas, trayectoria descendente ya observada a partir del último trimestre de 2014, alcanzando una tasa de -8,5% en junio. Este comportamiento se explicó en gran medida por las depreciaciones de las monedas de diferentes socios comerciales, como Brasil y Argentina. Muestra de ello es que al examinar la evolución del IPE-STC, se advierte que éste exhibió un comportamiento

20 La magnitud de las presiones inflacionarias externas se aproxima mediante el IPC-Importado, indicador que se obtiene a partir de la agrupación de diferentes ítems de origen externo que conforman el IPC.

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

ligeramente descendente en 2015, manteniendo no obstante variaciones positivas, estabilizándose en los últimos meses alrededor de una tasa de 3,1% (Gráfico 4.16).

4.1.6.4 Ajuste moderados de precios relativos de ciertos servicios

Durante los primeros meses de 2015, las tarifas de diversos servicios continuaron reflejando un comportamiento al alza aunque en algunos casos a un menor ritmo, respecto a gestiones pasadas (Gráfico 4.17). Esto se dio principalmente en los ítems de servicio de empleada doméstica y alquiler de vivienda. En el primer caso se debió a un menor dinamismo del mercado de este sector, mientras que en el segundo estuvo asociado a una mayor oferta inmobiliaria (principalmente en Santa Cruz), que contribuyó a disminuir el déficit habitacional en el país.

Por otra parte, otros tipos de servicios como salud y educación reflejaron un aumento en sus tarifas debido a una alta demanda en el primer caso, y por el reajuste de pensiones que se da a comienzos de cada gestión, en el segundo (Gráfico 4.18).

4.2 DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL

En el Capítulo 3 se presentaron aspectos generales sobre las diversas políticas y acciones realizadas por el BCB en el período reciente y que se constituyen en la contribución directa del Instituto Emisor al desarrollo económico y social del país.

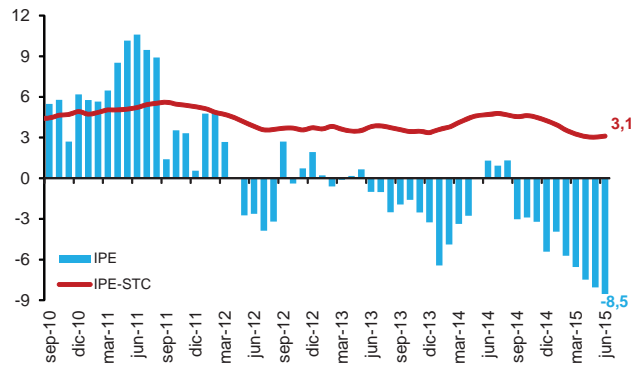
En la presente sección se describe brevemente los resultados e impactos de dichas políticas, específicamente de los proyectos financiados con recursos del BCB y que se encuentran en operación por parte de las EPNE, haciendo referencia también a los resultados esperados de proyectos futuros.

Asimismo, se destaca el financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy, la ejecución de importantes proyectos financiados por el FINPRO, así como las actividades de promoción de ahorros realizadas por el BCB, junto a aspectos relativos a las ventajas del régimen cambiario actual y la bolivianización.

4.2.1 Créditos del BCB a las EPNE

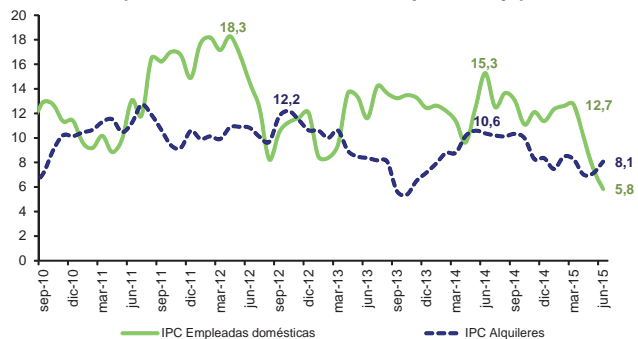
Los desembolsos realizados por el BCB a las EPNE están dirigidos a proyectos que tienen el propósito

GRÁFICO 4.16: COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EXTERNA RELEVANTE PARA BOLIVIA (Variación a doce meses, en porcentaje)



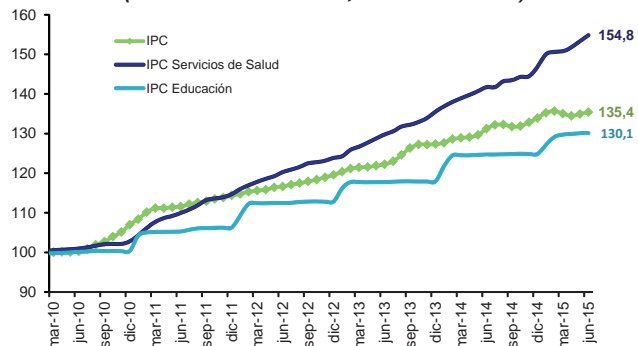
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Instituto Nacional de Estadística – Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: IPE es el Índice de Precios Externos relevante para Bolivia  
 IPE-STC es el Índice de Precios Externos relevante para Bolivia que excluye los movimientos cambiarios

GRÁFICO 4.17: EVOLUCIÓN DEL SERVICIO DE EMPLEADA DOMÉSTICA Y ALQUILER DE VIVIENDA (Variación a doce meses, en porcentaje)



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

GRÁFICO 4.18: EVOLUCIÓN DE ÍNDICES DE TARIFAS DE SERVICIOS SELECCIONADOS (Índices normalizados, enero 2010=100)



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

de transformar los recursos naturales en productos con valor agregado, principalmente en los siguientes sectores: i) Hidrocarburos; ii) Petroquímica; iii) Electricidad; iv) Recursos Evaporíticos; y v) Agropecuario.

#### **i) Industrialización de los hidrocarburos<sup>22</sup>**

Desde julio de 2013, la Planta Separadora de Líquidos de Río Grande, ubicada en la provincia Cordillera del departamento de Santa Cruz, se encuentra operando en niveles próximos a su máxima capacidad (360 TM/d de Gas Licuado de Petróleo - GLP) abasteciendo no solo la demanda interna de este carburante, sino también disponiendo parte de su producción para la exportación.

Esta planta se encuentra produciendo también gasolina estabilizada y gasolina rica en isopentanos, las cuales permitirán aumentar los volúmenes disponibles de líquidos con destino a las principales refinerías del país, como mantener la calidad en el gas comercializado. Con relación al impacto económico, en 2014 la planta generó un ahorro de más de \$us100 millones por sustitución de importaciones de GLP y más de \$us25 millones por ingresos de exportación.

Respecto a la Planta de Extracción y Fraccionamiento de Licuables de Gran Chaco en el Departamento de Tarija, a junio presenta un avance de construcción de 98% por lo que iniciaría operaciones en el corto plazo, con esta planta se espera diversificar la producción y generar excedente para la exportación, produciendo GLP, etano, gasolina, e isopentano. Hasta su entrega se tiene prevista la generación de aproximadamente 7.000 puestos de trabajo entre directos e indirectos

#### **ii) Petroquímica<sup>23</sup>**

Con respecto a la industria petroquímica, la construcción de la planta de Amoniaco-Urea en la localidad de Bulu Bulu en la provincia Carrasco del departamento de Cochabamba, tiene un avance de 74%. El proyecto tiene como objetivo agregar valor al gas natural, abastecer al mercado interno sustituyendo la importación de fertilizantes mediante la producción

<sup>22</sup> Esta sección se elaboró con base a la comunicación oficial YPFB-GGPLQ-DPGD-CE-0326/2015 cursada el 2 de julio de 2015, que detalla los siguientes proyectos: i) Planta Separadora de Líquidos de Río Grande; ii) Planta Separadora de Líquidos de Gran Chaco y Planta de Amoniaco y Urea de Carrasco.

<sup>23</sup> Sección elaborada con base a la comunicación oficial YPFB-GGPLQ-DPGD-CE-0326/2015.

de amoníaco y urea granulada, cuyas principales aplicaciones beneficiarán al sector agroindustrial. Se espera que la producción de esta planta contribuya a mejorar los rendimientos de los diferentes cultivos.<sup>24</sup> Desde el inicio de construcción de la obra, en noviembre de 2012, hasta su culminación se tiene previsto generar aproximadamente 8.000 puestos de trabajo, entre directos e indirectos.

### iii) Seguridad energética<sup>25</sup>

En el marco de la política energética, ENDE está realizando inversiones en distintos proyectos de la cadena de valor en el sector eléctrico (generación, transmisión y distribución) con el propósito de atender la creciente demanda interna y generar excedentes para la exportación y así consolidar a Bolivia como el centro energético de la región.

Entre los proyectos de generación destacan la construcción de la Planta Termoeléctrica de Warnes, el Sistema Hidroeléctrico San José y el Proyecto Hidroeléctrico Miguillas. El primero tiene un avance de 92%, que incluye la fabricación de turbinas, montaje electromecánico, construcción de subestaciones, obras civiles y gasoductos. Se tiene previsto que este proyecto concluya en agosto de este año y genere aproximadamente 300 empleos directos e indirectos.

El segundo, ubicado en la Provincia Chapare del Departamento de Cochabamba, representa el tercer aprovechamiento de la cascada Corani – Santa Isabel – San José, y consta de dos centrales hidroeléctricas. Actualmente el proyecto del Sistema Hidroeléctrico San José tiene un avance del 7% y se prevé la finalización de su construcción para el primer semestre de 2018, y actualmente genera 3.500 empleos directos e indirectos.

Por último el Proyecto Hidroeléctrico de Miguillas, localizado en la Provincia Inquisivi del departamento de La Paz aún se encuentra en una etapa inicial, su construcción está prevista hasta fines de 2019 y consiste en la construcción de obras civiles, suministro de equipamiento, montaje, pruebas y puesta en marcha de las centrales hidroeléctricas de Umapalca y Palillada. El impacto sobre el empleo de

<sup>24</sup> El proyecto pretende coadyuvar al logro de los objetivos inmersos en la Agenda Patriótica 2025, sexto pilar referido a la Seguridad Alimentaria con Soberanía.

<sup>25</sup> Con base en la comunicación oficial ENDE-DGFN-7/5-15, cursada el 3 de julio de 2015.



este proyecto es de aproximadamente 2.000 puestos de trabajo directos e indirectos.

#### **iv) Industrialización del litio<sup>26</sup>**

COMIBOL, en el marco de la Estrategia Nacional de Industrialización de Recursos Evaporíticos, está llevando a cabo el proyecto integral de industrialización del litio en el salar de Uyuni en tres fases. En la primera ya se concluyó la fase piloto de producción de carbonato de litio y cloruro de potasio; en la segunda se tiene prevista la construcción de una planta a escala industrial para la producción de estos químicos y productos de magnesio y boro; finalmente, en la tercera se pretende concluir este complejo con la producción de baterías de ion litio.

Con relación a la fase II, al contar con la ingeniería del diseño final de la planta de potasio, se adjudicó su implementación y puesta en marcha a la empresa china Camc Engineering CO.LD. De igual manera en base a la ingeniería conceptual de la planta industrial de carbonato de litio, se adjudicó su diseño final a la empresa alemana K-UTECAG SALT TECHNOLOGIES. Actualmente se realizan las gestiones para las firmas de los respectivos contratos.

Se dio continuidad a la construcción de áreas de concentración de sales básicas (piscinas industriales de evaporación) y se inició el proceso de contratación de los geo sintéticos para su impermeabilización. Una vez concluido el diseño para la red de agua potable desde la zona de San Gerónimo, continuarán los trabajos para su pronta construcción. Del mismo modo se prosiguió con la implementación tanto del soporte técnico, administrativo y logístico, como del de investigación y desarrollo.

En cuanto a la fase III de industrialización, se incorporó el Proyecto del Centro de Investigación Desarrollo y Pilotaje (CIDYP), el cual es la etapa siguiente a la investigación y capacitación iniciada en la planta piloto de baterías e implica la agregación de valor a los productos obtenidos de la fase II, buscando 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 éstas baterías como cátodos, ánodos, colectores, etc.

---

<sup>26</sup> Según Informe Técnico GERE DPL 048/2015, cursado el 6 de julio de 2015.

#### v) Seguridad alimentaria<sup>27</sup>

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, cuyo avance de ejecución física a diciembre de 2014 es del 82%, destacándose el diseño de la ingeniería básica y en detalle concluida, el suministro de maquinaria y equipo, la capacitación del personal para la operación de la planta, la construcción y montaje de la planta industrial.

En cuanto al impacto social, para el cierre de 2014 se capacitó cerca de un centenar de empleados. Por su parte, se logró generar más de 625 empleos directos en los municipios de San Buena Ventura y La Paz otorgando oportunidades laborales a personas de todo el país y principalmente de La Paz y Beni y 1300 empleos indirectos.

#### 4.2.2 Transferencias del BCB para el Bono Juana Azurduy

El BCB contribuye a las políticas sociales orientadas a mejorar la salud y la redistribución del ingreso mediante el financiamiento del BJA creado por Decreto Supremo No. 66 del 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 el pago de hasta Bs1.820 a madres bolivianas. Este pago está condicionado a los controles pre natales, el parto y la atención médica de niños y niñas en centros autorizados. Entre 2009 y la primera mitad de 2015 el número de beneficiarios del BJA fue de 1.371.926 y se ejecutó un presupuesto de aproximadamente Bs673 millones (Cuadro 4.5).

#### 4.2.3 Fondo para la Revolución Industrial Productiva

Los emprendimientos que se han autorizado a la fecha por Decreto Supremo con este financiamiento son:

- i) Empresa Pública Productiva Cementos de Bolivia (ECEBOL). Con la puesta en marcha

<sup>27</sup> 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. Al cierre de esta edición, no se recibió la información actualizada de esta empresa.

**CUADRO 4.5: BENEFICIARIOS Y MONTO EROGADO PARA EL BJA 2009-2015 (En personas y Bs)**

Grupo beneficiario	Número	Monto (Bs)
Madres	560.345	81.406.375
Niños(as) menores de 2 años	811.581	591.394.885
<b>TOTAL</b>	<b>1.371.926</b>	<b>672.801.260</b>

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 mayo de 2015, el número de beneficiarios hasta el 30 de abril de 2015

de la planta de cemento en Oruro se ampliará la oferta de este insumo para la industria de la construcción cumpliendo estándares internacionales.

- ii) Empresa Pública Productiva Lácteos de Bolivia (LÁCTEOSBOL). Esta empresa de producción y comercialización de lácteos también producirá 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 fortalecerá la producción de jugos.
- iii) QUIPUS. Esta empresa se encarga del ensamblaje de computadoras destinadas a los estudiantes de unidades educativas fiscales en forma gratuita y posteriormente ensamblará otros componentes (portátiles y tabletas) a menor costo para el público. Actualmente tiene una capacidad de producción de 800 computadoras por día que se incrementará paulatinamente.
- iv) YACANA. Empresa creada para el desarrollo de productos que son parte del complejo productivo de camélidos, implementando una planta de transformación de fibra de camélidos en la localidad de Kallutaca-Laja para dar mayor valor agregado e industrializar este recurso natural.
- v) PROMIEL. Empresa creada para fomentar el desarrollo del sector apícola contribuyendo a la seguridad alimentaria y al mejoramiento de las condiciones de vida de productores y consumidores. Por un lado, se implementará una planta procesadora para producir e industrializar miel de abeja en el municipio de Monteagudo y, por otro, una planta de procesamiento de stevia en el trópico de Cochabamba con destino al mercado interno y externo.
- vi) HUANUNI. Los recursos aprobados tienen el propósito de financiar la construcción de un ingenio de tratamiento de mineral de estaño en la localidad de Oruro, para obtener concentrados de este mineral con índices metalúrgicos superiores, los cuales se destinarán principalmente a la empresa metalúrgica Vinto para su fundición.
- vii) CORANI S.A. A través de la implementación de la segunda fase del parque Eólico de Qollpana

en Cochabamba y mediante la instalación de aerogeneradores se prevé generar 21 MW de potencia adicional para el Sistema Interconectado Nacional (SIN).<sup>28</sup>

- viii) VINTO. Con la adquisición de concentrados de estaño e insumos se actualizará el proyecto de la planta de fundición Ausmelt-Vinto, que permitirá incrementar la producción de estaño de 12.000TM a 30.000TM por año. Este proyecto posibilitará que la estatal VINTO cumpla con metas de producción anual y realice pagos oportunos a los proveedores de los concentrados.
- ix) SANK'AYU. Con el desarrollo de la planta fundidora de chatarra en Kallutaca se reducirá el costo de producción para el sector de metal mecánica. Actualmente la chatarra que genera Bolivia es enviada a fundidoras de Perú y Brasil para su procesamiento con un costo mucho mayor.
- x) ENATEX. Se pretende lograr el incremento de la capacidad productiva de esta empresa encargada de la producción y comercialización de productos que son parte del complejo productivo textil, al interior y exterior del país.
- xi) ENVIBOL. Empresa creada para la producción de envases y recipientes de vidrio, tendrá capacidad de producir 120.000 botellas de vidrio lo que permitirá exportar estos productos, además de generar empleos directos e indirectos.

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

Uno de los objetivos principales de la venta directa de Bonos al público por parte del BCB es favorecer el ahorro de los hogares. Otro mecanismo para incentivar el ahorro fue la emisión de CD, que permitió elevar el rendimiento de las Administradoras de los Fondos del Sistema Integral de Pensiones y Compañías de Seguros, beneficiando de esta manera a los aportantes.

Como se mencionó en la sección 3.1.2, las colocaciones a personas naturales crecieron de

<sup>28</sup> La primera fase de la planta eólica produce actualmente 3 MW de potencia.

modo importante en los últimos años, en particular entre marzo de 2014 y enero de 2015. Cabe destacar que, desde la creación de estos instrumentos en 2007 hasta junio de 2015, se llegó a beneficiar a casi 115.000 bolivianas y bolivianos en toda Bolivia.

La cobertura geográfica de los bonos del BCB, además de abarcar a todas las ciudades capitales, también favorece a 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, Guanay, entre otros.

Los beneficios de estos instrumentos son varios: a) la democratización del acceso para los hogares a los instrumentos de regulación monetaria que anteriormente eran sólo para las EIF; b) los atractivos rendimientos de los bonos se constituyen en una alternativa a los tradicionales depósitos en las EIF e incentivan el incremento de las tasas pasivas; c) promueven la inclusión financiera al incentivar el ahorro de clientes que anteriormente no mantenían depósitos en el sistema financiero; y d) los Bonos Navideños, con rendimientos aún más atractivos, permiten postergar un gasto concentrado a finales de año (mayormente en bienes importados), lo que además de promover el ahorro evita la pérdida de RIN.

#### **4.2.5 Los beneficios de la estabilidad cambiaria**

La apreciación y la estabilidad cambiaria contribuyeron al mejoramiento del poder adquisitivo de los hogares al haber mitigado el impacto de la inflación de origen externo, especialmente en los períodos de mayor crecimiento de los precios internacionales de alimentos (2007 – 2008 y 2010 – 2011).

En efecto, es importante destacar también que la política cambiaria contribuyó a los avances sustanciales en la reducción de la pobreza y la desigualdad en los últimos años, ya que la apreciación de la moneda nacional, complementada con la bajas tasas de interés, benefició a los sectores urbanos no transables (servicios y construcción, junto a su entorno) que emplean trabajadores con baja calificación y bajos salarios.

La prudencia en la administración del tipo de cambio se tradujo en una reducida variabilidad cambiaria, a diferencia de las economías cuya paridad respecto al dólar está sujeta a los movimientos de divisas en los mercados. Asimismo, la estabilidad del tipo de cambio favoreció al crecimiento de la actividad real al proporcionar mayor certidumbre a los inversionistas nacionales y extranjeros.

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

En el primer semestre de 2015 la bolivianización de la economía continuó profundizándose y contribuyó al mejoramiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Asimismo, fue uno de los factores fundamentales para que el BCB lleve a cabo políticas contracíclicas de modo más efectivo, posibilitando además 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. Por otra parte, posibilitó el incremento 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, dado que los ingresos de las familias están denominados en MN. De este modo, contribuyó también a preservar la estabilidad y solvencia del sistema financiero.

### RECUADRO 3: COMPORTAMIENTO TENDENCIAL DE LA INFLACIÓN

La inflación se define como el incremento generalizado y continuo de precios. Una aproximación al cálculo de esta variable se realiza al cuantificar las variaciones del Índice de Precios al Consumidor (IPC), que está compuesto por los precios de un grupo de bienes y servicios demandados en mayor frecuencia por una familia representativa. En el caso de Bolivia, el IPC actualmente está conformado por 364 productos y tiene como año base a 2007.

Si bien este indicador es ampliamente utilizado, no está exento de presentar algunas limitaciones para la medición de la inflación según el concepto definido anteriormente. Una de las principales es que las variaciones del IPC reflejan incrementos de precios de toda naturaleza, tanto transitorios como permanentes. Asimismo, los cambios del IPC pueden deberse a un repunte generalizado de precios o bien a un incremento de uno o pocos artículos específicos.

No conocer con precisión estos aspectos puede ocasionar una errónea interpretación sobre la evolución de los precios, generando incertidumbre sobre si la economía está atravesando por un proceso inflacionario o deflacionario.

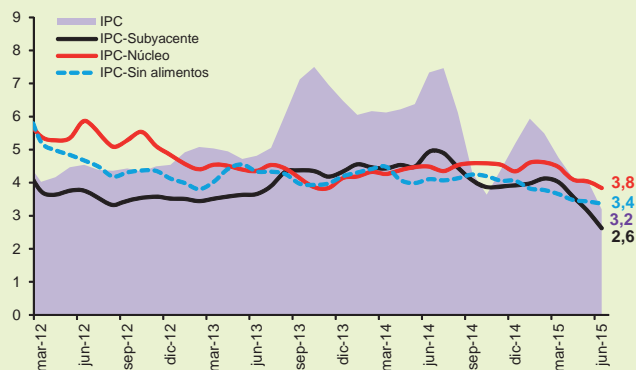
En este marco, es oportuno considerar las diferencias existentes entre incrementos transitorios y permanentes de precios. Por una parte, los incrementos transitorios son ocasionados por choques de oferta, como fenómenos climáticos, choques en precios internacionales, entre otros. Como señala su denominación, estos aumentos son de corta duración y, normalmente, tienen impacto en unos cuantos productos; aspectos que no conciben con la definición de inflación como incremento generalizado y continuo de precios.

Por otro lado, los incrementos permanentes se originan en el lado de la demanda, son de duración prolongada y conllevan el alza de precios de la mayor parte de los artículos. Los choques de demanda están relacionados con el ciclo económico, siendo las fases de expansión (mayor demanda) las que pueden generar presiones al alza, mientras que las contracciones podrían tener el efecto contrario (caída de precios), en función a cómo evolucione la economía respecto a su nivel de producción potencial. Los componentes persistentes de la variación de precios son los que pueden ser afectados por la política monetaria, adoptando una orientación expansiva o contractiva según sea el caso.

Como fue señalado en el Capítulo 4, los Bancos Centrales emplean indicadores de tendencia inflacionaria, que excluyen los cambios temporales y reflejan el componente de la inflación afectado por choques de demanda.<sup>29</sup> Los tres indicadores de tendencia calculados en el BCB son el IPC-Núcleo, IPC-Subyacente e IPC-Sin alimentos, los cuales tienen menor volatilidad que el IPC total (Gráfico 4.19).

<sup>29</sup> Los indicadores de tendencia inflacionaria también excluyen aquellos artículos que son afectados por factores ajenos al mercado, como bienes y servicios regulados.

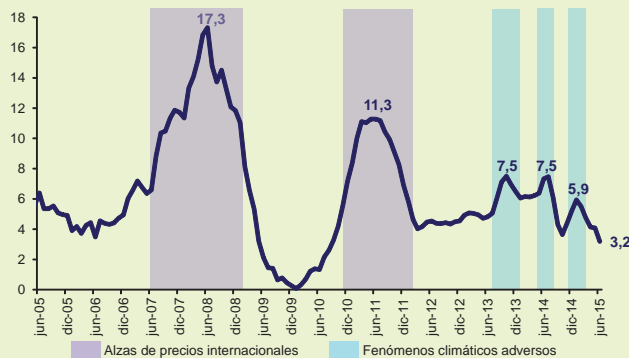
**GRÁFICO 4.19: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL E INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA**  
(Variación interanual, en porcentajes)



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

Desde inicios de 2013, los indicadores de tendencia inflacionaria reflejaron un comportamiento más estable que el del IPC. Esto indicaría que gran parte de los repuntes inflacionarios observados en Bolivia durante los últimos años fueron transitorios y se originaron en factores de oferta (Gráfico 4.20); también denotaría que las caídas de los precios de abril y mayo de 2015 se debieron a correcciones de precios y no a un proceso deflacionario.

**GRÁFICO 4.20: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN INTERANUAL EN BOLIVIA**  
(En porcentajes)



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





## 5. Perspectivas y riesgos de la inflación

*Estimaciones recientes reflejan que en 2015 se daría una leve desaceleración de la actividad económica global con respecto a 2014, en un marco en el que las economías desarrolladas seguirían recuperándose gradualmente, mientras los países emergentes y en desarrollo ralentizarán su crecimiento.*

*El desempeño de las economías avanzadas se sustentaría en una recuperación de la economía estadounidense luego de la contracción a inicios del año, las perspectivas de un leve repunte en algunas economías europeas y Japón. En los países emergentes y en desarrollo sería especialmente relevante el menor ritmo de crecimiento de China, las perspectivas de una contracción en Rusia y la ralentización de las principales economías de América Latina.*

*En Bolivia se espera un crecimiento de la actividad de 5% para el cierre de 2015, ratificando la tasa anunciada en el IPM de enero de 2015, obteniéndose nuevamente el mayor crecimiento de la región. Este incremento se sustentaría en el dinamismo de la demanda interna.*

*Por otra parte, en lo concerniente a la variación de precios, se estima que a finales de 2015 la inflación se sitúe en torno a 5,5% (en un rango entre 4% y 6%), en tanto que a finales de 2016 ésta se posicionaría alrededor de 5,3%. De este modo se ratifican las proyecciones anunciadas en el IPM de enero de 2015. La meta de inflación para 2015 proporciona un margen suficiente de acción para que el BCB continúe implementando los impulsos monetarios al igual que lo realizado en los últimos meses.*

## 5.1 CONTEXTO INTERNACIONAL

Para 2015 se estima una leve desaceleración de la actividad económica mundial, con una recuperación paulatina de las economías avanzadas que contrasta con la ralentización del desempeño de los países emergentes y en desarrollo, principalmente en Latinoamérica.

En efecto, según las proyecciones más recientes de Organismos Internacionales, la tasa de crecimiento de la actividad económica mundial sería de 3,3% en 2015 y de 3,8% en 2016 (3,4% en 2014; Cuadro 5.1). Estas cifras suponen una corrección a la baja del crecimiento global anunciado en el IPM de enero de 2015 (3,8% en 2015), revisión influenciada en gran medida por el moderado desempeño de la economía estadounidense en el primer trimestre del año.

En lo concerniente a las economías avanzadas, se espera que éstas tengan en 2015 un mejor desempeño que en la gestión anterior, alcanzando una tasa de 2,1% al cierre del período (una revisión a la baja de 0,3pp respecto al anterior IPM); en 2016 su crecimiento se situaría en torno a 2,4%. Estas previsiones consideran, por una parte, que el crecimiento menor al esperado de la economía de EE.UU. en los primeros tres meses del año fue un episodio transitorio, esperándose una recuperación los siguientes trimestres. Asimismo, suponen un mejor desempeño en algunas de las principales economías europeas como Francia, Italia y España, que cobraron dinamismo en los últimos meses. Cabe mencionar también a Japón que en 2015 alcanzaría una expansión de 0,8% que si bien es moderada, contrasta con la contracción registrada en 2014 (-0,1%).

En términos generales, el repunte del crecimiento de estos países estaría sostenido por los menores precios de materias primas (en especial el precio de la energía), impulsos fiscales y políticas monetarias expansivas (con la excepción de EE.UU.), condiciones financieras favorables y la mejora de los índices de confianza de los agentes.

No obstante, existen riesgos y vulnerabilidades que podrían afectar la recuperación de las economías avanzadas, especialmente en la Zona Euro. La crisis de deuda en Grecia y su contagio se constituye en uno de los principales factores de riesgo a corto plazo, que podría exacerbar la volatilidad de los

**CUADRO 5.1: CRECIMIENTO EN REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS**  
(Variación anual, en porcentaje)

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

FUENTE: FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (abril y julio de 2015), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (junio 2015) y *Latin Focus Consensus Forecast* (junio 2015)

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTAS: Entre paréntesis se incluye las proyecciones del IPM de enero de 2015

<sup>1/</sup> Datos del FMI actualizados a julio de 2015

<sup>2/</sup> Datos del FMI del Reporte de Perspectivas Regionales para América Latina y el Caribe (Julio 2015)

<sup>3/</sup> En el caso del E.P. de Bolivia se considera las cifras y proyecciones oficiales

<sup>4/</sup> 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 Euro)

(p) proyectado

(e) estimado

(n.d.) no disponible

CF: *Consensus Forecast*

mercados financieros (p.e. incremento de las primas de riesgo), con los consiguientes efectos sobre la actividad económica.

Por su parte, los países emergentes y en desarrollo se encuentran en un proceso de desaceleración (4,2% en 2015 comparado con 4,6% en 2014), siendo especialmente relevantes el menor ritmo de crecimiento de China (6,8% y 7,4%, respectivamente), las perspectivas de una contracción en Rusia (-3,4% y 0,6%) y la ralentización de América Latina (0,5% y 1,3%), donde destacan las tasas negativas para Brasil, Argentina y Venezuela.

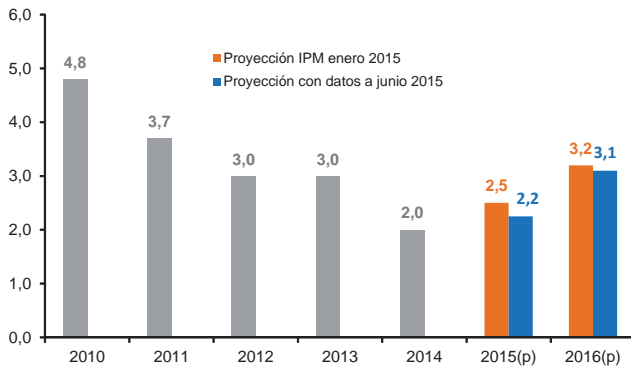
Algunos factores que influirían en estos resultados son las condiciones menos favorables de la demanda externa y la caída de los precios internacionales de materias primas, el endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo, junto a algunas tensiones geopolíticas.

En el caso específico de China, la desaceleración de su economía en 2015 se acentuaría la siguiente gestión como consecuencia de la aplicación de políticas destinadas a reequilibrar las fuentes de crecimiento de esta economía buscando una base de crecimiento más sostenible, favoreciendo el consumo privado y reduciendo sus vulnerabilidades financieras. Aunque los bajos precios del petróleo podrían beneficiar a esta economía, la incertidumbre sobre el desempeño mundial impone riesgos significativos para las perspectivas económicas de este país.

Asimismo, luego de casi una década de excepcional desempeño, el crecimiento de América Latina y el Caribe se desaceleró significativamente los últimos años. Son diversos los motivos que indujeron este comportamiento, destacando el descenso de los precios internacionales de materias primas, el debilitamiento de la demanda externa de economías con elevada importancia en el comercio internacional y las condiciones más restrictivas de financiamiento.

En este marco, las perspectivas de crecimiento de la región para 2015 tuvieron una marcada revisión a la baja, estimándose un modesto crecimiento de 0,5%, tasa menor en 0,8pp a la anunciada en enero de 2015 (1,3%). Esta corrección se explica principalmente por la contracción esperada en Brasil (-1,5%), Venezuela (-7%) y Argentina (-0,3%). En el caso de Brasil, problemas políticos, junto a un descenso de la

**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 (abril y julio de 2015). *Latin Focus Consensus Forecast* (junio 2015)

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

inversión pública y la caída de los niveles de confianza del consumidor, serían algunos de los factores que afectaron su desempeño. Para 2016 se estima una mejora gradual de la actividad en la región, aunque manteniéndose en tasas moderadas.

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

Con relación a la inflación mundial, se espera que para el cierre del 2015 ésta alcance a 3,2%. Las variaciones esperadas de precios difieren entre regiones, con una tasa inferior en las economías avanzadas (0,7%), mientras que para las economías emergentes y en desarrollo se tiene cifras sustancialmente más altas (5,1%). Estas perspectivas consideran la existencia de capacidad instalada ociosa en las economías avanzadas así como el hecho de que el precio de las materias primas se mantendrá en niveles bajos.

Para la Zona Euro (la cual transitó por un periodo de deflación), se espera una tasa de inflación de 0,2% para 2015 que estaría asociada a la aplicación de políticas de inyección por parte del BCE y a mayores expectativas inflacionarias del público, con lo cual se mitigarían los riesgos de deflación que habían remecido al bloque.

En lo que se refiere a Japón, luego de haber mostrado variaciones negativas en los últimos años, la inflación volvió a territorio positivo en 2014 gracias a la implementación de políticas fiscales y monetarias expansivas. Sin embargo, para 2015 se revisó a la baja su previsión de inflación (0,9%), debido a la desaceleración de la demanda interna y por la caída del precio del crudo.

La inflación en América Latina tendrá un comportamiento diferenciado según países. Sobresalen las tasas de variación de precios de Venezuela y de Argentina (en el caso de Venezuela estaría muy cerca al tercer dígito). Otro país que experimentaría dificultades con el comportamiento de los precios es Brasil, con repercusiones en su espacio de política para acelerar su crecimiento. En el resto de la región, varios países ya sobrepasaron sus metas de inflación, principalmente por el efecto

de las fuertes depreciaciones que experimentaron, lo que también les implica dilemas de política.

En este ámbito, en 2015 la inflación externa relevante para Bolivia se mantendría en niveles negativos (-7,9%), variación negativa con una magnitud mayor a la del año precedente (-2,4%). Para 2016 se espera una cifra positiva (0,5%) aunque menor a la estimada en el IPM anterior (3,1%; Gráfico 5.2).

Por su parte, se prevé que los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantengan sus tasas de política monetaria en niveles bajos para seguir dinamizando la recuperación de sus indicadores de actividad. En el caso de EE.UU. se espera el retiro de estímulos monetarios de la FED (que podría tener lugar hacia finales del semestre) y una sucesión de incrementos graduales de su tasa de política monetaria; aunque dicho retiro y el momento en que se lo efectúe están condicionados a una serie de factores, especialmente desempleo e inflación, así como los riesgos financieros externos.

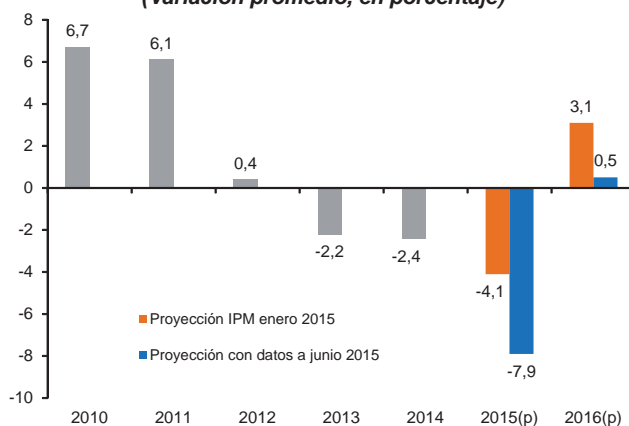
En el caso de las economías emergentes, las perspectivas sobre la orientación de política monetaria continúan diferenciadas y responden a condiciones tanto internas como externas por las cuales atraviesan. Aún persisten los riesgos de una mayor volatilidad financiera en la medida que las tasas de interés de EE.UU. se vayan normalizando, las monedas registren nuevas depreciaciones y los precios de las materias primas continúen bajos. Es probable también que los flujos de capital disminuyan en virtud a los cambios previstos en el esquema de política monetaria de las economías desarrolladas.

## 5.2 CONTEXTO NACIONAL

A pesar de la leve desaceleración mundial observada en el primer cuatrimestre de la gestión, se estima que la meta anunciada en el anterior IPM de un crecimiento del producto de 5% (en un rango entre 4,5% y 5,5%) para 2015 será alcanzada. Ello debido a un mayor dinamismo en la ejecución de la inversión pública, la puesta en marcha de la Planta Separadora de Líquidos de Gran Chaco y el buen desempeño del sector agropecuario. Cabe mencionar que esta tasa sería la más elevada de la región (Gráfico 5.3).

El crecimiento estimado se sustenta principalmente en el dinamismo de los siguientes sectores:

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

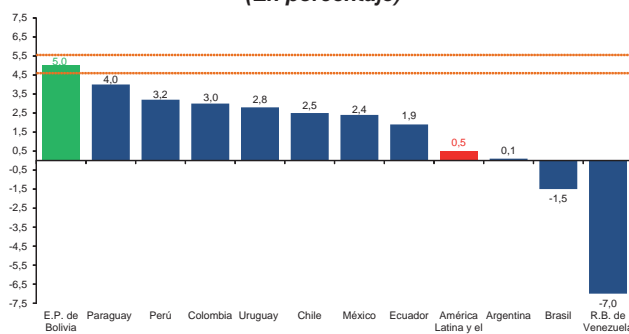


FUENTE: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países. FMI, Perspectivas de la economía mundial al día (abril de 2015). *Latin Focus Consensus Forecast* (junio 2015)

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

**GRÁFICO 5.3: PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO EN AMÉRICA LATINA 2015**  
(En porcentaje)



FUENTE: FMI Perspectivas de la economía mundial (abril de 2015) y Banco Central de Bolivia

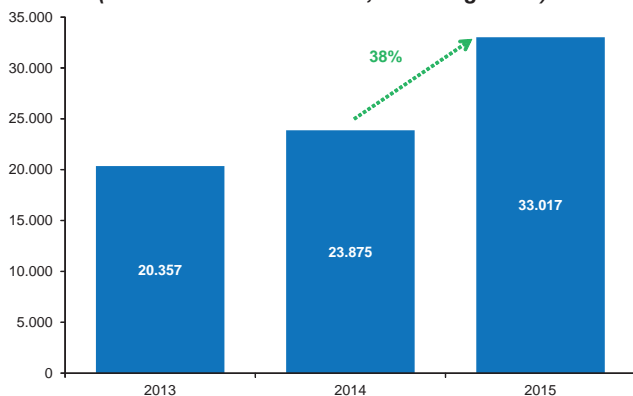
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

NOTA: Las líneas punteadas muestran el intervalo en el que se encontraría el crecimiento del PIB boliviano según estimaciones oficiales. Los países de Paraguay, Uruguay y Ecuador Mantiene las cifras del reporte de abril de 2015

i) Construcción y Obras Públicas; ii) Industria Manufacturera; iii) Servicios de la Administración Pública; iv) Servicios Financieros; y v) Sector Agropecuario.

En ese contexto, si bien se prevé que las actividades extractivas (Hidrocarburos y Minería) moderarán su ritmo de crecimiento por la contracción de la demanda externa, el fortalecimiento de la inversión pública, particularmente en proyectos de infraestructura y de carácter estratégico (como ser energía, recursos hídricos y transporte) contrarrestaría este efecto. El Órgano Ejecutivo programó para 2015 una inversión de Bs42.387 MM, en lo que resta de la presente gestión queda por ejecutarse Bs33.017 MM, monto superior en 38% al registrado en similar periodo de 2014 (Gráfico 5.4).

**GRÁFICO 5.4: INVERSIÓN PÚBLICA POR EJECUTARSE - JUNIO A DICIEMBRE**  
(En millones de bolivianos, de cada gestión)



FUENTE: Ministerio de Planificación del Desarrollo  
 ELABORACION: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La inversión pública por ejecutar es igual a la diferencia entre la inversión pública programada anual y la inversión pública ejecutada a mayo de cada gestión

Asimismo, las actividades vinculadas a la Industria Manufacturera continuarán coadyuvando al crecimiento, principalmente por la puesta en marcha de la Planta Separadora de Líquidos Carlos Villegas – Gran Chaco, cuyo inicio de operaciones está previsto para el segundo semestre de 2015 y que producirá excedentes para la exportación de Gas Natural, Gas Licuado de Petróleo, etano, gasolina e isopentano. Similarmente, la producción de cemento tendrá un buen desempeño en sintonía con la mayor inversión pública.

Asimismo el sector de Servicios Financieros tendrá un desempeño más dinámico durante el segundo semestre, considerando la fuerte expansión de la liquidez y las metas previstas en el Reglamento de la Ley N° 393 de Servicios Financieros, facilitando una mayor canalización de fondos prestables a las actividades productivas y de construcción.

Por su parte, en el sector agrícola se espera una expansión de la superficie cultivada de diversos productos y la implementación de proyectos tecnológicos orientados a elevar el rendimiento y la producción sectorial en línea con los acuerdos alcanzados en la Cumbre Agropecuaria realizada en el mes de abril de 2015.

La política monetaria ya ha iniciado una fuerte expansión de la liquidez y disminución de las tasas en el segundo trimestre, y se prevé que mantendrá esta orientación en los próximos meses con un adecuado balance entre los objetivos de estabilidad de precios

y desarrollo económico y social. La política cambiaria, además de evitar desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto de su nivel de equilibrio de largo plazo, continuará orientada a profundizar el proceso de bolivianización, anclar las expectativas de la población y preservar la solidez del sistema financiero. Ambas políticas, en el marco de lo dispuesto en la CPE, mantendrán la coordinación con las del Órgano Ejecutivo mediante los mecanismos ya institucionalizados en los últimos años.

### 5.3 PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

En esta sección se presenta la trayectoria más probable que podría seguir la inflación en el segundo semestre de 2015 y en la gestión 2016. La proyección se realizó con base en una evaluación cuantitativa y cualitativa de factores internos y externos que podrían afectar el comportamiento futuro de los precios domésticos.

En este marco, se ratifica el objetivo anunciado a principios de año que, para el cierre de 2015, la inflación estaría en torno a una tasa de 5,5% (al interior de un rango entre 4% y 6%), esperándose una tasa alrededor de 5,3% para finales de 2016 (Gráfico 5.5). La meta de inflación proporciona un margen suficiente de acción para que el BCB continúe implementando los impulsos monetarios al igual que lo realizado en los últimos meses.

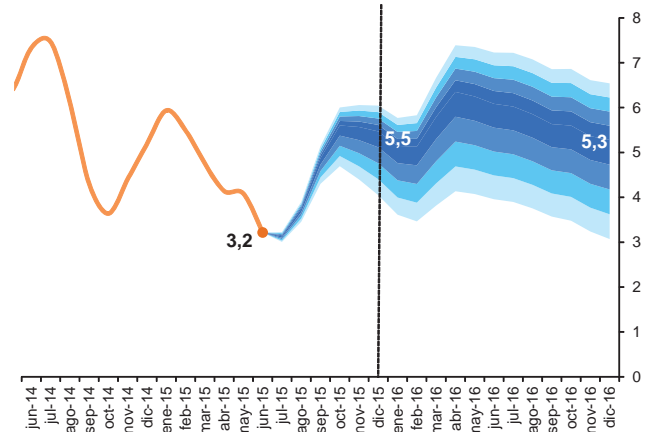
### 5.4 BALANCE DE RIESGOS

El escenario de proyección de la inflación para el bienio 2015 – 2016 fue construido con base en una serie de supuestos sobre el comportamiento de factores internos como externos. No obstante, la trayectoria futura de la variación de precios no está exenta de riesgos (al alza y baja) que pueden provocar que la inflación adopte un comportamiento diferente al esperado durante los próximos trimestres.

Entre los riesgos al alza se consideran los siguientes: i) repunte de la inflación de alimentos a causa de choques de oferta asociados con la caída de las temperaturas a mediados de año y aumento del nivel de precipitaciones a finales de gestión; y ii) ajuste en los precios relativos de algunos bienes y servicios regulados.

Por el contrario, entre los factores a la baja cabe mencionar: i) menor crecimiento externo relevante

**GRÁFICO 5.5: 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%.



debido a una desaceleración de los principales socios comerciales; ii) reducción de precios de las materias primas; iii) tendencia a la depreciación de las monedas de países de la región; y iv) menor liquidez de origen externo.

Cabe señalar que el Órgano Ejecutivo y el BCB, en el marco de sus competencias y de manera coordinada, aplicarán de forma oportuna diferentes medidas con el propósito de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda y, de esta forma, contribuir al desarrollo económico y social de nuestro país.

# Abreviaturas y siglas de uso frecuente en esta publicación

€	Euro
\$us	Dólares estadounidenses
AFP	Administradora (s) de Fondos de Pensiones
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
BBV	Bolsa Boliviana de Valores
BCB	Banco Central de Bolivia
BCE	Banco Central Europeo
BDP	Banco de Desarrollo Productivo
BJA	Bono Juana Azurduy de Padilla
BRENT	Tipo de petróleo que se extrae principalmente del Mar del Norte y marca la referencia en los mercados europeos
Bs.	Bolivianos
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.
CF	<i>Consensus Forecasts</i>
CIDYP	Centro de Investigación, Desarrollo y Pilotaje
CIF	Costos, Seguros y Fletes ( <i>Cost, Insurance and Freight</i> )
CIN	Crédito Interno Neto
CIN-SPNF	Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero
COMIBOL	Corporación Minera de Bolivia
CPE	Constitución Política del Estado
d/c	Del cual
DEG	Derechos Especiales de Giro
DERM	Depósitos Especiales de Regulación Monetaria
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 de Cemento
EE.UU.	Estados Unidos
EEE	Encuesta de Expectativas Económicas
EIF	Entidades de Intermediación Financiera
EL	Encaje Legal
EMAPA	Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos
ENATEX	Empresa Nacional de Textiles

ENDE	Empresa Nacional de Electricidad de Bolivia
ENVIBOL	Empresa de Envases de Vidrio de Bolivia
EPNE	Empresas Públicas Nacionales Estratégicas
FAO	Organización de las Naciones Unidas para la agricultura y la Alimentación ( <i>Food and Agriculture Organization</i> )
FED	Banco de Reserva Federal
FINPRO	Fondo de Revolución Industrial Productiva
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOB	Puesto a Bordo ( <i>Free On Board</i> )
FONDO RAL	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos
FONDO RAL-ME	Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en Moneda Extranjera
FRUV	Fondo de Renta Universal de Vejez
G7	Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón y Reino Unido.
GLP	Gas licuado de petróleo
ICC	Índice del Costo de la Construcción
IED	Inversión Extranjera Indirecta
IGAE	Índice Global de Actividad Económica
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPC-A	Índice de Precios al Consumidor de Alimentos
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 Inflacionarios
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 Sin Tipo de Cambio
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 la Regulación Monetaria
ITCER	Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
LACTEOSBOL	Empresa Productiva de Lácteos de Bolivia
M1	Agregado monetario conformado por: billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV
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
ME	Moneda Extranjera
MEFP	Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
MERCOSUR	Mercado Común del Sur

MN	Moneda Nacional
MVDOL	Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor respecto del Dólar estadounidense
n.d.	No disponible
NIR	<i>Net Foreign - Exchange Reserves</i>
OMA	Operaciones de Mercado Abierto
p	Preliminar
p/	Cifras Preliminares
p.e.	Por ejemplo
pb	Puntos básicos o puntos base
PDVSA	Petróleos de Venezuela, Sociedad Anónima
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
RIB	Reservas Internacionales Brutas
RB	Reservas Internacionales Brutas del BCB
RIN	Reservas Internacionales Netas
ROE	Rentabilidad sobre patrimonio ( <i>Return On Equity</i> )
SIN	Sistema Interconectado Nacional
SF	Sistema Financiero
SPNF	Sector Público No Financiero
TCPP	Tipo de Cambio Promedio Ponderado
TGN	Tesoro General de la Nación
TM	Toneladas Métricas largas
US	<i>United States</i>
UFV	Unidad de Fomento de Vivienda
VBP	Valor Bruto de Producción
YPFB	Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos



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