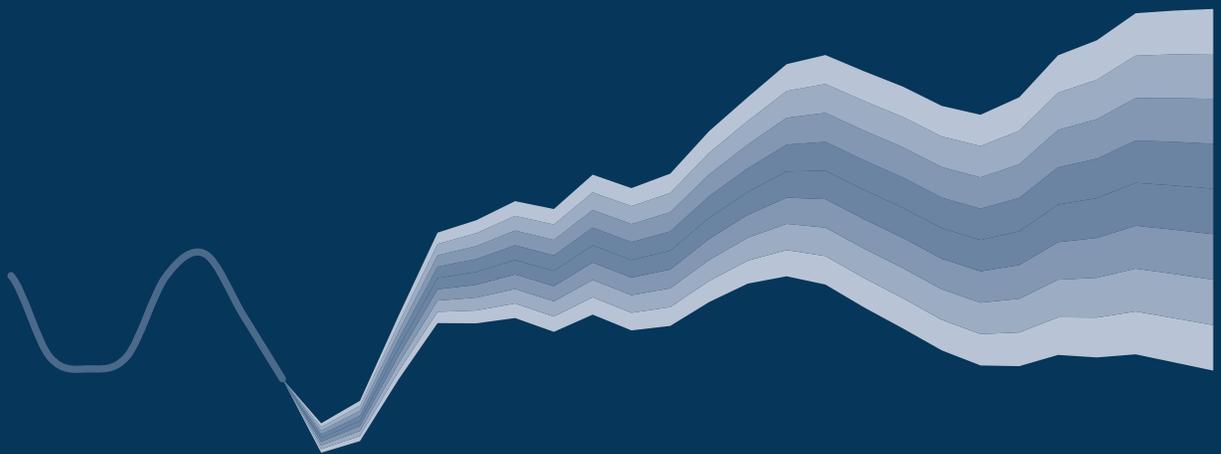


INFORME *de* POLÍTICA MONETARIA



ENERO 2016

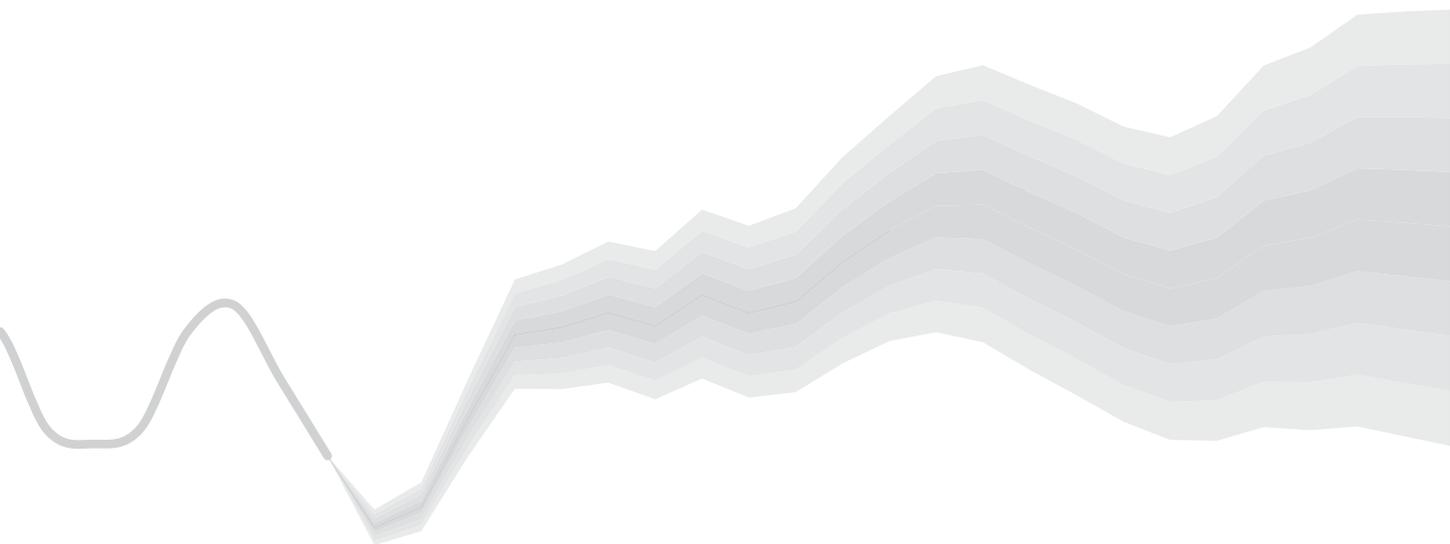


BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

INFORME *de*
POLÍTICA
MONETARIA

ENERO 2016

Banco Central de Bolivia



Informe de Política Monetaria Enero 2016

400 copias impresas

Fecha de Publicación • Marzo 2016

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

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

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

Índice

PRESENTACIÓN	VII
RESUMEN EJECUTIVO	XI
EXECUTIVE SUMMARY	XIII
CH'UMTHAPIYATA ARUNAKA	XV
TUYMICHI WANLLAPA	XVII
ÑAMOMICHI ÑEMONGETA	XIX
1. ENTORNO INTERNACIONAL	1
1.1. Actividad económica mundial	1
1.2. Precios de los productos básicos de exportación	5
1.3. Inflación internacional y política monetaria	6
1.4. Movimientos de capitales y mercados financieros	8
2. ENTORNO NACIONAL	11
2.1. Actividad económica y gasto	12
2.1.1. Actividad Económica	12
2.2. Desempeño externo	15
2.3. Mercados financieros y monetarios	17
2.3.1. Intermediación financiera	17
2.3.2. Agregados monetarios	18
3. POLÍTICAS DEL BCB	21
3.1. Política monetaria	22
3.1.1. Programa monetario	23
3.1.2. Instrumentación de la política monetaria	26
3.1.3. Expansión de la liquidez y descenso de las tasas de interés	29
3.1.4. Crecimiento del crédito al sector privado	31
3.2. Política cambiaria	32
3.2.1. Orientación de la política cambiaria	32
3.2.2. El Bolsín y la venta directa de dólares estadounidenses del BCB	33
3.2.3. Comportamiento de los tipos de cambio	33
3.3. Otras medidas para el control de la inflación	34
3.4. Políticas que contribuyen al desarrollo económico y social	37
3.4.1. Financiamiento del BCB a las EPNE	37
3.4.2. Préstamo del BCB para la constitución de un Fideicomiso para el financiamiento de contrapartes locales	38

3.4.3. Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy.....	38
3.4.4. Financiamiento y transferencia del BCB al Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO).....	39
3.4.5. Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias	39
3.4.6. Política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución	40
3.4.7. Políticas para incentivar la Bolivianización	40
4. ESTABILIDAD DE PRECIOS Y DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL	45
4.1. Comportamiento reciente de la inflación	46
4.1.1. Contexto y evolución reciente de la inflación	46
4.1.2. Factores que explican la evolución reciente de la inflación	48
4.1.2.1. Menores tasas de inflación de alimentos.....	48
4.1.2.2. Baja inflación externa.....	48
4.1.2.3. Estabilidad de tarifas de servicios.....	49
4.1.2.4. Reducidas expectativas inflacionarias	49
4.1.3. Inflación del E.P. de Bolivia comparada con la región	49
4.2. Desarrollo económico y social.....	49
4.2.1. Créditos del BCB a las EPNE	50
4.2.2. Transferencias del BCB para el BJA.....	54
4.2.3. Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO).....	54
4.2.4. Fideicomiso Fondo Nacional de Desarrollo Regional (FNDR).....	55
4.2.5. Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro de las familias	56
4.2.6. Mayor Bolivianización	56
5. PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LA INFLACIÓN	59
5.1. Contexto internacional.....	60
5.2. Contexto nacional.....	62
5.3. Perspectivas de la inflación	64
5.4. Balance de Riesgos	64
ABREVIATURAS Y SIGLAS DE UTILIZACIÓN FRECUENTE EN ESTA PUBLICACIÓN.....	65

Presentación

El Informe de Política Monetaria presenta las medidas implementadas por el Banco Central de Bolivia como parte de las políticas económicas coordinadas con el Órgano Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, para alcanzar los objetivos de inflación y crecimiento propuestos para 2015, así como exponer los resultados obtenidos y anunciar los objetivos previstos para 2016. Este informe es presentado en todo el país a organizaciones sociales, gremios empresariales, profesionales, estudiantes y medios de comunicación, constituyéndose en el principal instrumento de rendición de cuentas del Ente Emisor.

En 2015 el contexto internacional estuvo caracterizado por una débil recuperación de las economías avanzadas, una desaceleración de las economías emergentes y en desarrollo, caída de los precios de las materias primas, recomposición de inversiones hacia los países avanzados, fortalecimiento del dólar estadounidense, endurecimiento de las condiciones financieras e inflación por encima de las metas en varias economías de América del Sur.

La decisión de sostener el dinamismo de la actividad económica nacional en el entorno descrito, incluso con una caída de los precios de los principales productos de exportación más pronunciada que la inicialmente esperada, afectó a las cuentas externas y fiscales con déficit, sin que ello haya presionado a incrementos adicionales en los precios. En efecto, el crecimiento

estimado de 4,8% está acorde a la meta anunciada y la inflación de 3,0% fue más baja que su objetivo. De esta forma, el Estado Plurinacional de Bolivia cierra la gestión 2015 con el mayor crecimiento económico y la inflación más baja de América del Sur.

En esta línea, la orientación expansiva de la política monetaria que se inició desde el segundo semestre de 2014 apoyó al dinamismo de la actividad económica, permitiendo incrementos en la liquidez a niveles históricamente elevados y posibilitando una disminución de las tasas de interés monetarias y de intermediación financiera. Estos aspectos implicaron la expansión histórica más alta del crédito a hogares y empresas, complementando los efectos a de la Ley de Servicios Financieros.

De forma coordinada con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, como sucede desde 2006, las medidas que nos permiten mantener un ambiente macroeconómico estable, una inflación baja y mitigar los choques adversos del ciclo económico y financiero internacional, son tareas en las que el Banco Central de Bolivia seguirá empeñado en 2016 para contribuir al desarrollo económico y social. En este sentido, los objetivos para esta gestión son alcanzar un crecimiento aproximado de 5% y una inflación alrededor del 5,3%.

La Paz, enero de 2016

Importante

El presente IPM utilizó información disponible hasta el 31 de diciembre de 2015. Contiene también las perspectivas, objetivos y políticas para la gestión 2016.

Resumen Ejecutivo

En 2015, la actividad económica mundial estuvo caracterizada por una recuperación aún débil de las economías avanzadas y una mayor ralentización de las economías emergentes, destacando el menor crecimiento de China. La desaceleración de América Latina se dio principalmente por la caída de los precios de las materias primas, la menor demanda externa, las salidas de capitales y el endurecimiento de las condiciones financieras por la anticipación del incremento de las tasas de la Fed, que se efectivizó en diciembre.

Por su parte, las presiones inflacionarias en las economías avanzadas permanecieron por debajo de las metas establecidas como objetivo de mediano plazo, lo que permitió un mayor margen para que los bancos centrales puedan mantener la orientación expansiva de la política monetaria a través de tasas de interés en niveles bajos y la aplicación de medidas cuantitativas no convencionales para estimular la demanda. Por el contrario, la inflación en varios países de América Latina se incrementó hasta situarse por encima de sus metas. Este efecto fue mayor en los países con régimen de tipo de cambio flexible, recogiendo la transmisión de la depreciación de sus monedas, lo que obligó a las autoridades a subir las tasas de interés, comprometiendo el desempeño de su actividad económica.

Los mercados financieros enfrentaron un incremento de la volatilidad, lo que afectó a las economías emergentes a través de la salida de capitales, el incremento del costo de financiamiento y la depreciación de sus monedas.

A pesar de estos choques externos desfavorables, el Estado Plurinacional de Bolivia destaca como el país

con el mayor crecimiento económico y la inflación más baja de América del Sur, resultado de impulsos fiscales y monetarios que dinamizaron la demanda interna, en línea con la decisión de las autoridades nacionales a principios de 2015 de mantener el dinamismo de la actividad económica y la lucha contra la pobreza. Ante un contexto externo más adverso que el previsto inicialmente, se sostuvieron las políticas expansivas que permitieron alcanzar el objetivo de crecimiento, lo que implicó asumir desvíos en las metas del Programa Fiscal – Financiero, con la cautela de no generar presiones inflacionarias.

En efecto, continuó el dinamismo de la actividad económica nacional y se estima que al cierre de la gestión el crecimiento se situará en 4,8%, alrededor de la meta prevista. Este resultado representaría la tasa más alta de América del Sur por segundo año consecutivo. Por su parte, la inflación al cierre del año fue de 3,0%, por debajo de la meta anunciada en el Informe de Política Monetaria de julio de 2015, debido principalmente al buen desempeño del sector agropecuario, las bajas presiones inflacionarias externas y la estabilidad cambiaria.

El crecimiento, por el lado de la oferta, se sustentó en los sectores no extractivos, mientras que la minería tuvo un moderado desempeño e hidrocarburos experimentó un ligero retroceso. Por el lado del gasto, debido a los impulsos fiscales y monetarios, la demanda interna continuó siendo el motor de la economía por el dinamismo tanto del consumo como de la inversión.

La caída en los precios internacionales de las materias primas, junto al comportamiento de la inversión, incidieron en el déficit comercial y de

cuenta corriente de la Balanza de Pagos. Este resultado fue compensado parcialmente por el superávit de la cuenta capital y financiera, sustentado en los importantes inlfujos de IED y desembolsos al sector público. En este contexto, el saldo de las reservas internacionales disminuyó en la dirección prevista en el Programa Fiscal – Financiero y en el Informe de Política Monetaria de enero de 2015, empero el Estado Plurinacional de Bolivia mantiene una solvencia externa destacable con las reservas más altas de América del Sur en relación al PIB y una Posición de Inversión Internacional acreedora como ninguna otra economía de la región.

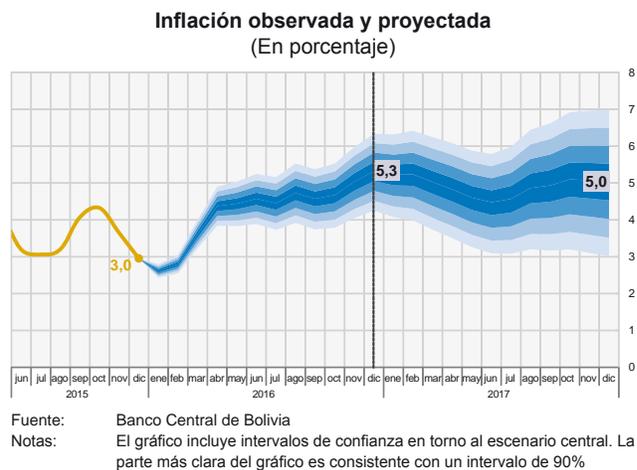
La menor liquidez de origen externo fue compensada con impulsos fiscales y monetarios que permitieron dinamizar la demanda interna sin afectar los niveles de inflación. En efecto, se inyectaron recursos mediante el vencimiento de diferentes instrumentos de regulación monetaria y la liberación de fondos por modificaciones en el Reglamento de Encaje Legal, que generaron incrementos pronunciados de la liquidez. De esta forma, la liquidez alcanzó niveles inéditos y las tasas de interés de títulos públicos descendieron a registros cercanos a cero, provocando disminuciones de las tasas interbancarias, de reporto en la BBV y de las activas y pasivas del sistema financiero. Todo ello incentivó la colocación de créditos por parte de las Entidades de Intermediación Financiera que alcanzó cifras históricamente elevadas, en forma complementaria a los estímulos para los créditos al sector productivo y de vivienda social generados por la implementación de la Ley de Servicios Financieros.

La estabilidad del tipo de cambio nominal permitió anclar las expectativas cambiarias y contribuyó a mantener una inflación importada baja, complementando la política monetaria expansiva. Asimismo, contribuyó al fortalecimiento del proceso de Bolivianización y no generó desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto al determinado por sus fundamentos de largo plazo.

Por otra parte, el Órgano Ejecutivo llevó a cabo medidas dirigidas a apoyar al sector productivo del país y garantizar la seguridad alimentaria, las mismas

que contribuyeron también al control de la inflación. Asimismo, en el marco de las políticas heterodoxas implementadas por el BCB, en 2015 se mantuvieron la emisión de títulos directos con rendimientos atractivos como incentivo al ahorro de las familias, la otorgación de créditos a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas para proyectos productivos, el financiamiento del Bono Juana Azurduy, entre otros. Destaca en la gestión 2015 el crédito del Banco Central de Bolivia al fideicomiso para contrapartes de proyectos de inversión a gobiernos departamentales, que permitirá movilizar montos importantes de financiamiento externo para las regiones.

Para 2016 se estima una recuperación modesta de la actividad económica mundial. Sin embargo, la actividad económica boliviana registraría un crecimiento aproximado de 5%, nuevamente el mayor de América del Sur, siendo la demanda interna el principal motor del dinamismo. Por su parte, la inflación se situaría en torno a 5,3%. En tal sentido, se prevé que la política monetaria mantendrá su orientación expansiva iniciada a mediados de 2014, salvo la posible regulación de excedentes de liquidez estacionales orientados a evitar impactos inflacionarios por eventuales choques de oferta.



Finalmente, si la trayectoria de la inflación fuera diferente, 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 constitucionales.

Executive Summary

In 2015, global activity continued showing low economic growth rates and it was characterized by a weaker recovery of advanced economies and a further slowdown in emerging markets economies, stressing the slower growth of China. The slowdown in Latin America was primarily driven by the repercussions of declining commodity prices, lower external demand, capital outflows and tighter global financial conditions anticipating an increase in the federal funds rates carried out in december.

On the other hand, inflationary pressures in advanced economies were below medium-term inflation targets, allowing greater space for central banks to maintain the expansionary orientation of monetary policy through low interest rates and unconventional quantitative easing measures to boost domestic demand. Conversely, in many countries of Latin America, inflation rose above central banks' targets. This result was greater in economies with flexible exchange rate regimes, reflecting the transmission effect of the depreciation of their currencies to higher prices. This, obliged authorities to increase interest rates in order to mitigate inflationary pressures, compromising the economic performance.

Financial markets face new episodes of tensions that market an increase in the volatility, which in turn strongly affected emerging markets economies through capital outflows, rising cost of financing and the depreciation of their currencies.

Despite all these adverse external shocks, Bolivia stands out as the country with the highest economic growth rate and the lowest inflation rate in South America, as a result of fiscal and monetary impulses that promote domestic demand, in line with the decision

at the beginning of 2015 of national authorities to maintain the dynamism of economic activity and the fight against poverty. Facing a more adverse external context than previously expected, expansionary policies were held, allowing the achievement of economic growth target, which implies assuming deviations in all targets of the Fiscal-Financial Programme, with care to avoid inflationary pressures.

Indeed, economic activity continued strong and is estimated to be 4.8% at the end of 2015, close to the target. This result would represent the highest rate in South America for the second consecutive year. Meanwhile, inflation was 3.0% in 2015, below the target announced at the Monetary Policy Report (IPM for its acronym in Spanish) of July 2015. This outcome is explained mainly for the good agricultural sector performance, low external inflationary pressures and exchange rate stability.

On the supply side, the output growth can be explained by the non-extractive sectors performance; in contrast, mining sector had a moderate outcome, and hydrocarbons activity dropped slightly. On the expenditure side, domestic demand remained the engine of the economy due to fiscal and monetary stimulus; this result underlines the dynamism of both consumption and investment.

The fall in international prices of commodities, together with the behavior of investment, influenced the deficit of trade balance and current account of the balance of payments. This result was partially offset by capital and financial account surplus, based on the significant inflows of FDI and disbursements to the public sector. In this backdrop, foreign exchange reserves declined as it was expected at the Fiscal-

Financial Programme and the January 2015 Report. However, Bolivia preserves a remarkable external solvency with the highest level of foreign exchange reserves in South America in terms of GDP and a creditor international investment position like no other in the region.

The lower external liquidity was offset by fiscal and monetary stimulus that allowed boost domestic demand without affecting inflation. Indeed, resources were injected to the economy by the maturity of different instruments of monetary regulation and the release of funds by amending Regulation of Legal Reserve, which generated sharp increases in liquidity. Thus, at the end of management, liquidity reached unprecedented levels and interest rates of government securities dropped to near zero records, causing declines in overnight rates, repo in the BBV and the lending and deposit rates Finance system. All this encouraged the placement of loans by the Financial Entities that reached historically high levels, as a complement to the stimuli for loans to the productive sector and social housing generated by the implementation of the Financial Services Act.

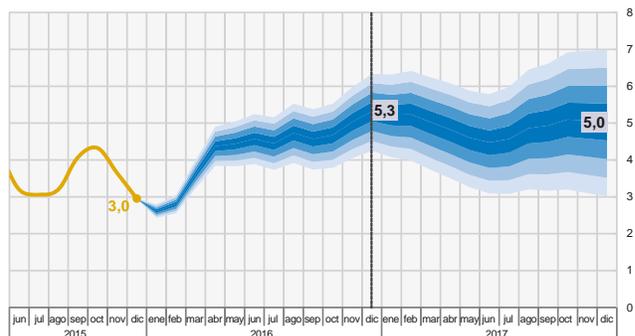
The stability of the nominal exchange rate allowed BCB to anchor population expectations and it also contributed to keep imported inflation at low levels, underpinning the expansionary monetary policy. Furthermore, the stability contributed to strengthening the dedollarization process, without generating persistent misalignments of the real exchange rate with respect to its long-term equilibrium.

Even more, the Executive Branch of the Government carried out several measures to support the productive sector and to ensure food security; these measures contributed to inflation control as well. In addition, in the setting of heterodox policies implemented in recent years, in 2015 the Monetary Authority continued using policy instruments to encourage household savings; besides the BCB continued granting loans to Strategic National Public Enterprises (EPNE, for its acronym

in Spanish) and funding social programs such as the Juana Azurduy Bond scheme, among others. In 2015 it is worth mentioning the credit granted by the BCB in order to generate a trust fund for investment projects of subnational governments, which will mobilize significant amounts of external resources for the regions.

Regarding the outlook for 2016, it is projected that global growth would have a moderate rebound (3.8%), although below the figures announced in the previous edition of the IPM. Concerning Bolivian economy, growth is projected to reach a rate around 5%. Once more, Bolivia will be the country with the highest growth rates in South America, largely on account of the good performance of domestic demand (the main engine of growth). Likewise, inflation would attain a rate about 5,3% by the end of 2016. Accordingly, monetary policy will continue to be expansionary, except for the possible regulation of seasonal excess liquidity in order to prevent inflationary pressures related to supply shocks.

Observed and projected inflation
(Percent change)



Source: Central Bank of Bolivia
 Note: The graph includes confidence intervals around the central stage
 The lightest part of the graph is consistent with an interval of 90%

Finally, if the future path of inflation would be different from the one specified in the present report, the National Government and the BCB, in the framework of its powers and in a coordinated manner, will continue using the policy instruments at its disposal to attain their constitutional objectives.

Ch'umthapiyata Arunaka

Pä waranqa tunka phisqani maranxa, uraqpachana qullqituqita sartawixa janiwa askinkawaykiti ukampisa mä qawqha markanakanakwa askina sartawixa amuyasiwayi ukakipkaraki ralentización ukanakasa, jilpachaxa China markana. América Latina uksanxa desaceleración ukawa utjawayi materias primas ukanakana chaninakapa iraqtatapata, juk'a demanda externa utjatapatsa, capitales satakisa ukanjama qullqixa juk'akiwa irtatana ukatjamaraki Fed ukasa diciembre phaxsina jani pachaparjama irxattawayi endurecimiento de las condiciones financieras ukawa utjawayi.

Maysatxa, presiones inflacionarias satakisa ukanjamawa kawkiri markanakantixa jilpacha qullqituqita sartawixa utjawaykana ukasa amuyasiwayi uksa markanakanwa metas establecidas uka amtanakasa kunamakantixa ukhamankawayiwa, ukatjamarakiwa bancos centrales qullqi utanakasa pachpankayawayapxi política monetaria ukanjama tasas de interés ukanaka wali pisinkatapata ukhamata medidas cuantitativas no convencionales utjañapatakisa. Inflación ukaxa walja markanakanwa América Latina uksansa irxattawayi amtanakarusas pasakipawayiwa. Jilpachaxa akhama lurawinakaxa utjawayiwa kawkiri markanakantixa tipo de cambio flexible utjawaykana uksana, depreciación satakisa ukanjamawa qullqina chaninakapasa jilxattawayaraki, ukatjamawa autoridadanakarusas iyawsayawayapxi tasas de interés jilañapatakisa ukhamata pisiqtayañataki askinjama qullqituqi sartawirusa.

Mercados financieros uksanakanxa utjawayakipuniwa jan walt'awinakaxa, ukanjamawa irxattawayisa volatilidad ukasa, ukanjamarakiwa economías emergentes satakisa ukanakarusas jan walt'awayaykarakiti, niyakixaya salidas de capitales ukanakasa utjawayarakchisa, costo de financiamiento ukatxa depreciación de sus monedas ukanakasa.

Akhama jan walt'awinaka utjatapatsa, Bolivia markanxa qullqituqita sartawixa askinkawayakipuniwa, inflación

ukasa wali juk'ankawayiwa América del Sur uksa markanakata sipansa, taqi ukanakatakixa impulsos fiscales y monetarios ukanakawa utjayatana ukhamata dinamización ukanjama demanda interna askiñapataki, akhama qullqituqi askina sartawi amtanakaxa autoridades nacionales jupanakatwa niya pä waranqa tunka phisqani mara qalltaruxa sartayatana, ukakipkaraki jani pisina jakawi utxañapatakisa. Anqaxa markanakanxa políticas expansivas ukanakawa utjawayarakina ukanjama jiltañataki, ukanjamarakiwa desvíos en las metas de Programa Fiscal-Financiero ukasa utjawayarakina ukhamata jani utjañapataki presiones inflacionarias ukanakasa.

Ukhamakasinxa, qullqituqita sartawixa askinkawayakipuniwa, amuyatanwa niya mara tukuyaruxa 4,8% ukjaru jilxattawi puriñapasa, kunamatixa meta prevista ukasa utjkana ukarjama uñtasa. Akhama lurawinakaxa amuyasiwayiwa América del Sur ukchpachanxa tasa más alta sata aka payiri qhipa maranakana. Maysatxa, inflación ukaxa niya mara tukuyaruxa 3,0% aynachankawayiwa IPM uksana yatyawinakaparusa julio phaxsina pä waranqa tunka phisqani marana, niyakixaya sector agropecuario uksansa aski sartawinakasa utjawayarakchinsa, ukhamaraki presiones inflacionarias externas ukanakasa pisinkawayarakchinsa ukhamaraki estabilidad cambiaria ukanakasa.

Oferta ukanjama sartawixa amuyasiwayarakiwa, sectores no extractivos ukanjamawa sartayatarakina, qhuya taypina irnaqawinakaxa janiwa askinkawaykapuninti, hidrocarburos satakisa ukasa janiwa askinkawaykarakiti. Gasto ukaxa pä tuqitwa uñjatarakina impulsos fiscales ukatxa monetarios ukanakata, markasanxa motor de la economía ukhamawa amuyasiwayi ukatakixa askinkayatanwa consumo ukhamaraki inversión ukanakasa.

Materia prima ukanakana chanipa iraqtatampi, ukhamaraki inversión ukaxa pisinkawayi ukanakawa aka déficit comercial ukhamaraki cuenta corriente de la Balanza de Pagos ukarusa pisinkañaru mayjt'ayawayi. Ukhamipansti aka superávit de la cuenta capital y financiera, IED ukhamaraki sector publico uksaru qullqi irstawayi ukanakawa mä juk'a yanaptawayi. Ukhamakasinx, reservas internacionales ukana imatanakapaxa iraqtawayiwa kamisatixa Programa–Fiscal Financiero ukahamaraki IPM enero 2015 amtanakaxa utjkana ukhamarjama. Ukampirusa Bolivia markaxa América del Sur ukchpachatxa jilankawayiwa PIB uka tuqinx ukhamaraki inversión internacional ukasa askinkawayarakiwa yaqha markanakata sipana.

Juk'pacha liquidez utjatapaxa yanapatanwa impulsos fiscales ukatxa monetarios ukanakata, ukanjamawa demanda interna ukasa sartayatarakina jani mayjt'ayasa niveles de inflación ukaru. Ukhamakasinx, qullqituqi sartawixa yanapt'atanwa instrumentos de regulación monetaria ukatxa liberación de fondos Reglamento de Encaje Legal tukuyataxatapata, ukanjamawa yapxattawinakaxa liquidez ukanjamas utjayatarakinsa. Ukhamatwa, niya mara tukuyaruxa liquidez ukaxa puriwayi niveles inéditos ukarusa ukatxa tasas de interés de títulos públicos ukanakasa pisinkawayaraki, ukatjamarakiwa tasas interbancarias ukanakasa BBV ukanjama pisiqtawayaraki, ukankawayarakiwa tasas activas y pasivas ukanakasa sistema financiero uksana. Taqi ukanakawa ch'amañchawayi créditos ukanakaru Entidades de Intermediación Financiera satakisa ukanjama, ukanjamarakiwa yanapt'atarakinsa créditos ukanakampisa achuyirinakaru ukatxa utanixañatakisa kunamatixa Ley de Servicios Financieros ukasa utt'ayataki ukarjama.

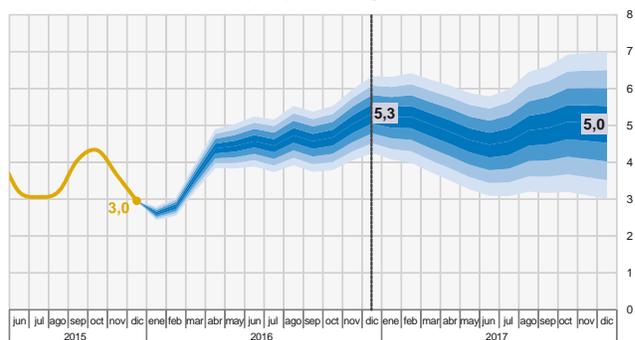
Pachpankawixa cambio nominal ukanjamxa yanapt'awayiwa turkakupawinakaru ukhamata inflación importada baja satakisa ukasa pachpankañapataki, ukanjamarakiwa política monetaria expansiva ukasa utjayatarakina. Ukakipkarakiwa bolivianización ukarusa yanapt'awayaraki, janiwa utjayatakanti desalineamientos ukanakasa qullqi turkawinakarusa.

Maysatxa, Órgano Ejecutivo ukaxa sartawayiwa aski amtanaka markasana achuyirinakatakisa ukhamata seguridad alimentaria askinkañapataki, ukanjamawa inflación ukasa uñjatarakina. Ukakipkarakiwa políticas heterodoxas BCB uksata

sartayatanakarusa pä waranqa tunka phisqani marana familianakana qullqi imawinakasa askinkawayaraki títulos directos churasa, Innaqatanwa créditos churasa Empresas Públicas Nacionales Estratégicas uksankirinakaru ukhamata proyectos ukanjama yanapatañapataki soberanía energética ukatxa alimentaria ukanaka askinkañapataki, ukakipkaraki Bono Juana Azurduy, ukatxa yaqhanakampitaki kunasa. Pä waranqa tunka phisqani maranxa crédito BCB al fideicomiso ukaxa askinkawayiwa proyectos de inversión de gobiernos subnacionales ukanakaru yanapt'añataki, ukanjamawa qullqixa churatani may maya markanakarusa.

Pä waranqa tunka suxtani maratakixa amuyatawa uraqpachana qullqituqi sartawixa jan walita mistsuwaychispaya, ukampisa maymara IPM ukata inasa juk'ankawaychispana. Qullqituqita sartawixa markasanxa jiltawaychispaya niyapuni 5% ukjaru, mayampi América del Sur ukchpachatxa jilankawayakipunchispaya. Maysatxa, inflación ukaxa niyapunirakiwa 5,3% ukjankawayarakchispasa. Ukhamakasinx amuyatawa política monetaria ukaxa pachpankawayaspawa kunamatixa pä waranqa tunka pusini marana uñjatakana ukhamarjama, ukampisa utjayawarakispawa jan walt'awinakasa eventuales choques de oferta utjayasasa.

Inflación ukaxa uñch'ukita ukatxa nayraqataru uñtata ukhamawa (En porcentaje)



Khitinakasa yatianipxi: Banco Central de Bolivia uksankirinakawa yatianipxi
 Qhanañchawinaka: Jamuqanxa utjiwa intervalos de confianza en torno al escenario central ukanaka. Kawkhatixa qhanaki jamuqana ukaxa intervalo de 90% ukaru amuyatawa. Pä waranqa tunka phisqani marana diciembre phaxsina qhanañchawixa kimsiri sartawina qillqantatawa

Tukuyañatakixa, inflación ukana sartawipaxa yaqhaspana ukjaxa, Órgano Ejecutivo ukatxa BCB uksankirinakaxa kuntixa lurapxañapaki ukanakampixa phuqhasipkakiwiwa instrumentos de política ukanjama lurawinakapampixa ukhamata objetivos constitucionales ukanakampi phuqhañatakisa.

Tuymichi wanllapa

Iskay waranqa chunka phisqayuq watapi, llanakaynin economia mundial kaqkata, rikhuchispa kan pisi wiñayta, astawampis recuperacion economias avanzadas kaqta qhawarin, ralentizacion economias emrgentes kaqta ima, China Suyuq pisi wiñayninta ima. Desaceleracion America Latinaqta, precios materias primas urmasqan rayku, pisi demanda externapiwan, lloqsiynin capitalespata, endurecimiento condiciones financieras kaqkata, anticipacion incremento tasas Fed pata khuskachasqan Diciembre Quillakama.

Quiquillantaq presiones inflacionarias economias avanzadas kaqpi qhepakun metas establecidas urapi, mediano plazo qhawaypi, kaytaq yanapan bancos centrales kaqman, orientacion expansiva kaqta khuskachanampaq, politica monetaria ukhupi, tasas de interes pisiyachiywan khuskachaspa, medidas cuantitativas no convencionales kaqwan yanapanapaq mañayninkuta. Inflacion ashkha Suyuspi America Latina japiypi yapakun, metas kaqta wasaykuspa, kay astawan rikhukun may Suyuspi regimen de tipo de cambio flexible kaqwan karqa chaypi pallakipaspa transmision, depreciacion qolqekunamanta yapasqa preciopi, kaytaq autoridadesta kamachin tasas de interes kaqta wicharichinanata, presiones kaqta qhepachinampaq, actividad economica kaqpi.

Mercados financieros tinkunku mosoq champaykunawan, churan economias emergentes kaqta, capitales lloqsisqanwan, costo de financiamiento depreciacion qolqectawan.

Kay champaykunawaq Suyusmanta mana qhepachinchu Bolivia Suyuq thasquiyninta, astawampis yapakun qolqej miraynin, inflacion kaqta aswan pisi America del Sur japiypi, impulsos fiscales monetarios khuskachan demanda interna kaqta, Iskay

Waranqa Chunka Phisqayuq wata qallajuypi, kuraq kamachiqkuna munasqanku rayku kananta dinamismo de la actividad economica kaqwan, maqanakuy waqcha kawsaywan. Waq Suyukunaq champaynin, mana qhepachinchu politicas expansivas wiñananta, kaywan yanapakun, Programa Fiscal - Financiero kaqman, mana kanampaq presiones inflacionarias.

Kaymanta ñawpaqman thasquin actividad economica, wata tukukuypitaq miray khuskachakunqa 4,8% maychus qhawasqanman jina, kaytaq ninayan tasa mas alta Sur America ukhupi, iskay wata qhatin. Jinataq inflacion wata tukukuypi 3,0% kaqwan tukuchan, aswan pisi, maychus ipm nisqanmanta julio Quillapi, Iskay Waranqa Chunka Phisqayuq Watapi. Suti parlaypi sector agropecuario llankasqan rayku, jinataq pisi presiones inflacionarias externas, estabilidad cambiaria kasqan rayku.

Maychus crecimiento oferta kaqmanata parlaspa, kay kemirikun, sectores no extractivos kaqwan, mineria kaqtaq pisi llankayniyuq, hidrocarburos tumpata qheparin.

gasto kaqta qhawarispa, impulsos fiscales y monetarios rayku demanda internallapuni motor economia kaqmanata khuskachaspa, consumo jinataq inversion kaqta.

Precios internacionales materias primas kaqpi urmasqan rayku, inversion jinataq kasqa ruachinku deficit comercial, cuenta corriente Balanza de Pagos kaqpi. Kaytaq compensado parcial kaqta japiqan, superavit cuenta capital financiera, jinataq influjos IED desembolsos sector publicomanta ima. Kayta qhawarispa, saldo reservas internacionales kaqkata pisiyan, maychus Programa Fiscal – Financierowan IPMwan qhawarisqanman jina, Iskay Waranqa

Chunka Phisqayuq wata qallajuypi, Bolivia Suyutaq khuskachab Solvencia Externa kaqta, reservas altas America del Sur japiypi PIB kaqwan jina, inversion Internacional acreedora yapasqa kay region japiypi.

Liquidez origen externo, compensasqa impulsos fiscales monetarios kaqwan, kaytaq khuskachan demanda interna kaqta mana qhepachispa inflacion kaqta, churakun qolqeta vencimiento instrumentos regulacion monetaria kaqmanta, jinallataq liberacion de fondos, modificaciones, reglamento encaje legal kaq, yapan incremento pronunciado liquidez kaqta. Ajinamanta gestion tukuchaypi liquidez chayan niveles ineditos kaqman, tasas de interes, títulos publicosmanta uraykun yaqha chusaqman, pisiyachispa tasas interbancatias reqsichikun BBV ukhupi tasas activas, pasivas sistema financieropi. Kaytaq kallpachan, creditos sector productivo, vivienda social kaqpaq, maychus Ley de Servicios Financieros khuskachakusqanman jina.

Estabilidad tipo cambio nominal kaqwan sayachin expectativas cambiarias kaqta, pisi inflacion importada kanampaq, kemirispas politica monetaria expansiva kaqta, jinallataq yanapan, fortalecimiento Bolivianizacion kaqman, manataq kanchu desalineamientos, tipo de cambio real, fundamentos largo plazo kaqwan.

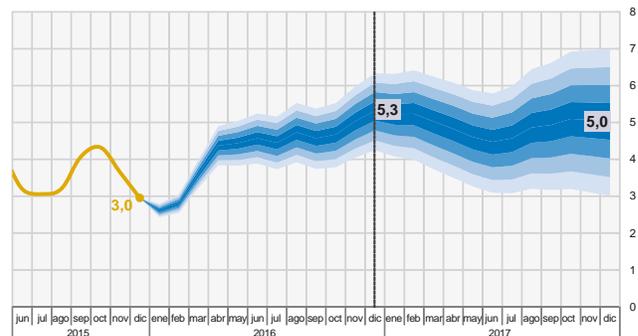
Waq taqaypi Organo Ejecutivo apan medidas dirigidas kemirinampaq, sector productivo Bolivia Suyupi seguridad alimentaria kanampaq, kaytaq yanapan, mana inflacion wicharinampaq. Kiquillantaq politicas heterodoxas BCB khuskachasqanman jina, Iskay Waranqa Chunka Phisqayuq Watapi, kallampuni incentivo, ahorro familiar, jaywaspa títulos directos rendimientos atractivos kaqwan, jaywakullampuni, creditos kaqta, Empresas Publicas Nacionales, Estrategicas kaqwan, para proyectos de soberania energética y alimentaria kaqta khuskachanampaq, Bono Juana Azurduy kaqta ima. Iskay Waranqa

Chunka Phisqayuq watapi BCB qolqe jaywasqan fideicomiso contrapartes, proyectos de inversion, Gobiernos subnacionales kaqwan yanapanqa, financiamiento externo kaqta japiqanampaq sapa Regiompaq.

Iskay Waranqa Chunka Soqtayuq watapaq qhawakun, recuperacion, actividad economica mundial kaqpata, pisillapi qhawasqanman jina IPM pasaq watapi. Actividad Economica Boliviana khuskachanqa mirayninta 5% kaqpi, wateqmanta yapasqa waq Suyusmanta America del Sur kaqpi, demanda Interna principal motor kayanta kashan.

Inflacion khuskachakunqa 5,3% kaqpi, chayraykutaq qhawakun politica monetaria khuskachallanqapuni, orientacion expansiva kaqta, Iskay Waranqa Chunka Tawayuq Watapi Qallakusqanman jina, chaytaq tijrakunman, regulacion de excedentes, de liquidez estacionales, impactos inflacionarios por eventuales choques de oferta kaqman jina.

Inflacion nisqata qhawaspa, maykamachus chayan
(Porcentajepi)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: Kaypi qhawakun intervalos de confianza nisqata. Astawan sut'i chiqanqa, consistente nikun uj intervalo 90 porcentokama chayaspa

Tukuchanapaq, inflacionpaq thaskiynin ujina kanman chayqa kay informe kaqmanta, Organo Ejecutivo, jinataq BCB maychus competencianman jina coordinacion ukhupi llankallanqapuni khuskachaspa instrumentos kay Politica ukhupi juntanampaq Objetivos Constitucionales kaqwan.

Ñamomichi ñemongeta

2015 pe, kuae korepoti mbaraviki opaete rupi jekuaefño oechauka mbaeti mbatee okuakuaa vae jare omopüa ye jókuae jeta rupi korepoti guireko vae reta mbaeti ipuere ombokuakuaa ikorepoti vae jare opaete jókuae ikorepoti ovevii vae reta oiporu iyeupe, ërei mbaetietema okuakuaa vae jaeko China. America Latina okuakuaa mbae vaerä oasako kuae mbae jepi reta ogueyiramo, mbaeti oñemeeramo ikotïa koti mbae reta, mbaeti korepoti oë jare täta yaeramo mbae mbae reta korepoti oyeki vaerä opaete mbae oasa kuae tasa jee vae Fed imbae araëti pe oyeyapo vae.

Ïru rupi, kuae mbae oata korepoti okuakuaa vaerä vae oiko jokuae ojää tei iyeupe reta igui rupiño arire mombiri katu vae pe, jokuae jekopegua omaefño banco central reta ipuere omoai opaete rupi kuae mbaraviki korepoti okovara reve jepiämi korepoti yeporu reta regua jare oyeyapo yeopiaka mbovirako vae ipuere vaerä omoatagätu oiporu vae reta. Jare amboeye, kuae mbae oata vae America Latina pe okuakuaa ojoko oväe oñoto reta oyeupe vae pe. Kuae oyekuaa jokuae tétaguasu reta oipoepi katu ikorepoti jepi vae rupi, echa opa omboasa ikorepoti reta yave jepi katu oë chupe reta, jaeramoko mburuvicha reta oupivi kuae korepoti poru jepi ipuere vaerä ombopoepika opaete jokuae omokañika reta vae ipuere vaerä oyeyapo kavi kuae korepoti mbaraviki.

Opaete jokuae mercado reta korepti ndive oparaviki vae jaenunga ye oñevae maembovai chupe jokuae jekopegua oyeupi mbae jepi reta, jaeramiñovi kuae korepoti reta oi ndaivi vae omoeka vaerä oñeñovatu oi vae gui, jare oyeupi opaete mbae jepi reta jokuae ramo opaete ikorepoti reta ogueyi jepi.

Oime tei ndipo kuae oa oyoe ikavi mbae vae ikotïa gui ou vae, Mborivia tétaguasu oiko vae oechauka ikorepoti okuakuaa ko vae jare mbae oata chupe vae

pe jaeko michi yeyé kuae America del Sur pe, kuaeko oñemuaña pavë korepoti reta ramo jare oñemae kavi jese oipiti vaerä opaete kuae tëta reta pe, oyovake ramo mbaraviki oyeyapo mburuvicha reta ndive 2015 oyemboipi yave ipuere vaerä oguata kavi opaete korepoti mbaraviki reta jare ñoraro kuae mbaravete oñemokañi vaerä. Yepemona teko reta ikavi mbae vae oasa ikotïa mbaeti reve oñearo vae, jekuaefño oyeparaviki opaete rupi jokuae jekopegua oyeipiti tenonde pau oiko vae, jokuaeramo oyeyapo katu opaete mbaraviki reta opiateï japegui vae Programa Fiscal – Financiero jee vae, oñemae reve aguiye vaerä mbae mbae reta oata.

Jokuaeramo, jekuaefño ñemoatagätu ndive oime korepoti mbaraviki jare kuae arasa 2016 iyapipe ipuereta ojo ovaë 4,8% okuakuaa vae, oñemae rami jese tenonde. Kuae yaecha vae jae ndipo oasaete ivate kuae America del Sur pe mokoi arasa kavima jare mboapia ma kuae taikue irundi arasa pe. Jokuaeramo, mbae oata vae opa arasa yave oyeokenda ko 3,0%, oñeñono ojo ovaë teivae kuae IPM pe oyemombeu aratini 2015 pe, kuaeko oasa ikavi yae oparaviki kuae mbae oñoti vae reta, oime ramo jeta rupi mbae oata ikotïa jare korepoti oiko jendarupiño ramo.

Kuae okuakuá güirokuavëe mbae vae rupi, jaeko oyepii kuae mbae guinoe vae reta re, erëi katu kuae itavera oñerenoe vae re oiko jenda rupi kaviño jare kuae itakira jare ipitu oñerenoe vae re oyeecha vae jaeko ojo nunga jaikue koti. Kuae mbae oyeegua va re, jaeko oime korepoti jeko pegua jare opaete vae imbae ramo, kuae ñanerëta pe jekuaefño oime korepoti jetarupi omii okuakuá ramo jare jeta rupi mbae oyeeki jare oyeegua ramo.

Kuae mbae yekou reta jepi ogueyi ikotïa vae, kuae mbae oyeegua vae ndive jare mbaraviki korepoti, oa reta kuae mbaeti omaemee vaepe jare jaenungavi

mbaeti opa reta omboepi ipia. Kuae oata vae opa omboekovia nunga reta jokuae korepoti jembiregue oime oñeñotu oiko vae ndive, oyeyoko reve jokuae tuichague oparaviki vae reta ndive IED pegua jare jokoräoñovi oñemee korepoti opaete oparaviki vae reta kuae têtaguasupe vae. Kuae rupi, korepoti oñeñovatu tõi ikotiã rupi vae ogueyi oñeñoto tõi oipiti vaerã vaegui IPM pe yasipi 2015 pe, erëi katu Mborivia jekuaeño oime korepoti oñovatu guinoi jeta rupi opaetegui kuae America del Sur pe yambovovake yave PIB ndive jare mbae ogua vae pe jaenungañovi oyapiraa jokuae têtaguasu reta ikorepoti katu vae reta.

Kuae jepiãetei mbae oyeeki ikotiã vaegui oyemboekovia korepoti reta oiñevae vae ndive jare korepoti têtaguasu imbae ndive jokuae jeko pegua mbaeti mbaembae reta oata. Erëi katu, oime korepoti oyekuaa opa ramo oasa mborokuai reta oyeyoko jese vae ramo jare oyeyora korepoti reta oyepoepi yeokuai reta jesegua ramo, jokuae ombojeta korepoti oyeboepi vaerã kianunga ñavo oiporu vae pe. Korãi, opa arasa yave kuae yemboepi reta oyeupi jeta rupi echa mbaetiiko oasa korãi jare kuae oyekovara korepoti yeporu regua vae jepi ogueyivi jeta rupi, jokuae omaeñoavi oyekovara jeta rupi ñru reta pe oipoepi yave ikorepoti, jokorãi oyekuaa BBV pe jare kuae yekovara reta korepoti poru regua oieme vae pe. Opaete jokuae reta omokirei opaete jokuae michinunga rupi korepoti mbaraviki oyapo vae reta ipuera verã oiporuka korepoti echa jeta rupi korepoti omboati reta jare mbaetii vi korãi oasa tenonde rupi, jaenungavi omokirei oiporuka vaerã mbaraviki koo pegua oyeyapo vaerã jare joo mbae reta oiporu vaerã korepoti guinoi vaerã joo kuaeko oyeyoko oi mborokuai Ley de Servicios Financieros jee vae ndive.

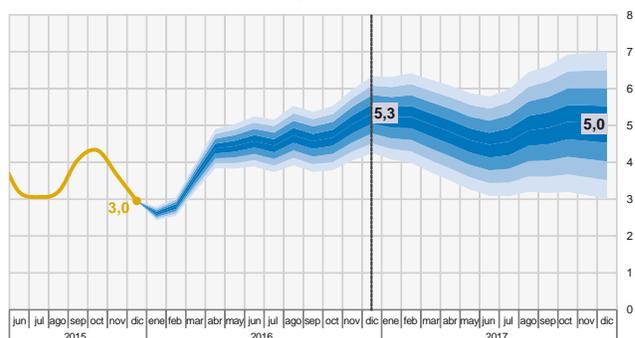
Kuae korepoti yepoepi oiko jenda rupiño vae omaeño oyepii aguiye vaerã oime oyopoepi mbae reta jare omaeñoa mbae mbae reta oata, oñemae vae jaeko oyeparaviki vaerã opaete rupi. Jaenungaño, oporombori omomirata vaerã korepoti kuaeigua jare mbaeti omaeño opaii vaerã kuae yande korepoti jepi yaipopi yave jare jokorãi oiko pukuta kuae añave jepi oi rami.

Ñru rupi, Organo Ejecutivo guiraja tenonde kuae mbaraviki oñemee vaerã yombori koo rupi omaeti reta vae kuae opaete rupi kuae têtã guasu pe jare aguiye

vaerã oata tembiu, jokuae omaeñoaavi oata mbae mbae reta. Jaeramiñovi, BCB ipöraã nunga oyapo mbaraviki vae, 2015 pe jaekuaeñovi oporomoata ngätu têtara reta ikorepoti oñovatu jare oiporu vaerãvi korepoti mbae guinoe vae re, jaekuaeñovi oyeporuka korepoti mbaraviki oyapo reta vae pe kuae jaeko Empresa Pública Nacionales Estratégicas oyeyapo vaerã mbaraviki oime vaerã tembipe opaete rupi jare tembiu, jare Juana Azurduy ibono rupi, jare ñru reta. Oyembotuicha arasa 2015 pe vae, jaeko korepoti yeporuka omeë BCB kuae oime vaerã oyeyapo tuichague mbaraviki reta kuae têtayemboyao reta rupi, echa kuaeko oguerutavi korepoti ikotiãgui.

kuae 2016 peguarã oñemaevae jaeko oyemoingoveye vaerã mbegue rupi kavi korepoti mbaraviki reta opetei rupi, erëi mbaeti mbaeteta ndipo tenonde oñamae jese rami IPM pe. Korepoti mabaraviki mboriviaigua ipuereta ndipo okuakuã 5% rupi jare jaenunga ye ndipo ivate opita kuae America del Sur pe, kuae ñanerëta pe jeta rupi omii korepoti vae omomirata mbae mbae reta. Ñru rupi, kuae mbae mbae oata vae oi tako 5,3% rupi. Jokorãi yave, oñearo kuae korepoti mbaraviki jekuaeño ojo vaerã tenonde opaete rupi oyemboipi rami 2014 rupi, jaeño ndipo oime yave oyepipi mbia reta jembiregue oyemboepi yave oñemaeñoa oime mbae mbae reta oata oime yave jeta rupi mbae reta oñeguirokuaveë.

Mbae oata jare oñemae tenonde vae (Ñejãa rupi)



kiãgui oë: Banco Central Mborivia pegua.
 kuaatia reta: Kuae ñejãa pe oikevi ipuere vaerã yarovia opaete oechauka vae. Kuae ñejãa pe oyekuaa kavi vae jaeko oyeeya 90% pe.

Oyemboapi vaerã, kuae mbae oata vae opia yave kuae kuaetiape jei oi rami, Organo Ejecutivo jare BCB, mbaepuere mborokuai omeë chupe rami jare oyeyapo pavë reve, jekuaeñoa oiporu opate mborokuai reta jei chupe vae ipuere vaerã oipiti opaete yupavo reta

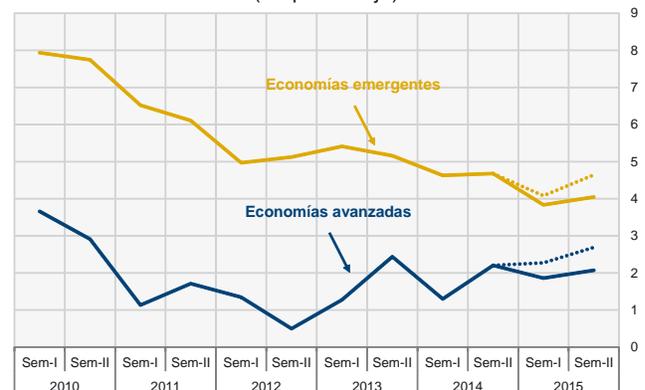
1. Entorno internacional

En 2015, la economía mundial volvió a registrar un crecimiento menor al esperado, caracterizado por una débil recuperación de las economías avanzadas y una desaceleración de las economías emergentes y en desarrollo. El menor crecimiento de América del Sur se dio en un marco caracterizado por la caída de los precios de las materias primas, la menor demanda externa, las salidas de capitales y el endurecimiento de las condiciones financieras. Las presiones inflacionarias en las economías avanzadas continuaron atenuadas; sin embargo, la inflación en varios países de América Sur se incrementó, hasta situarse por encima de sus metas, recogiendo el efecto de la depreciación de sus monedas. Por su parte, los mercados financieros enfrentaron un incremento de la volatilidad, lo que a su vez, afectó en gran medida a las economías emergentes a través de la salida de capitales, el incremento del costo de financiamiento y la depreciación de sus monedas. A pesar de estos choques externos desfavorables, destaca el E.P. de Bolivia como el país con el mayor crecimiento económico y la inflación más baja de América del Sur.

1.1. Actividad económica mundial

En 2015, la actividad económica mundial volvió a registrar un crecimiento menor al esperado. La dinámica del crecimiento en el año estuvo caracterizada por la recuperación aún débil de las economías avanzadas y una mayor ralentización de las economías emergentes, destacándose la desaceleración de China y de las economías de América del Sur (Gráfico 1.1). Los aspectos más relevantes para las economías de la región fueron la caída de los precios internacionales de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones

Gráfico 1.1: Crecimiento económico mundial
(En porcentaje)



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Perspectivas de la economía mundial (Octubre 2015)

Nota: El crecimiento económico está expresado en variaciones semestrales anualizadas. Las líneas punteadas corresponden a las expectativas de principios de año.

Gráfico 1.2: Índice PMI de manufactura mundial
(En puntos)



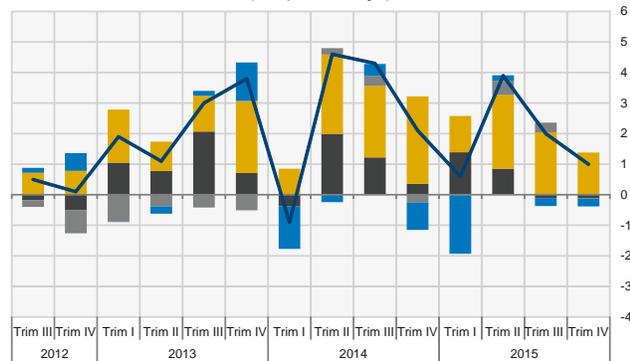
Fuente: *Bloomberg*
Nota: El nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

financieras externas. El débil desempeño económico mundial se vio expresado también en el indicador global de actividad del sector manufacturero (basado en las encuestas a los gerentes de compras y conocido como PMI por sus siglas en inglés), el cual tendió a disminuir desde 2014 y se mantuvo en general en niveles bajos aunque dentro de la zona de expansión sectorial (Gráfico 1.2).

En lo que concierne al desempeño de la economía estadounidense, su recuperación aún es lenta.

En efecto, luego de registrarse un repunte en el crecimiento en el segundo trimestre (3,9%), la economía norteamericana se ralentizó hasta registrar una variación en los últimos tres meses de 1,0%, lo que significó un crecimiento anual de 2,4%. Este comportamiento fue impulsado por el dinamismo del consumo privado, principalmente en bienes durables, acompañado con un repunte en el gasto del gobierno (Gráfico 1.3). Sin embargo, la inversión se contrajo en la segunda mitad del año debido a una reducción en la acumulación de inventarios por parte de las empresas, mientras que la contribución de las exportaciones netas fue negativa a lo largo del año como consecuencia de la apreciación del dólar estadounidense y la menor demanda externa. Por su parte, el mercado laboral continuó mejorando. Las nóminas de empleo (excluyendo al sector agrícola) se incrementaron, entre enero y diciembre de 2015, en 2,7 millones puestos de trabajo, siendo el sector privado el principal generador de empleo. En este sentido, la tasa de desempleo cayó desde 5,6% a finales de 2014 hasta 5,0% en diciembre de 2015 (Gráfico 1.4).

Gráfico 1.3: Crecimiento e incidencias del PIB de EE.UU.
(En porcentaje)



Fuente: *Bureau of Economic Analysis*
Nota: El crecimiento económico está expresado en variaciones trimestrales anualizadas
Las barras corresponden a las incidencias

La Zona Euro continuó con una débil recuperación económica en función al gasto de consumo, pero siguió latente la debilidad del gasto en inversión.

La actividad económica en la Zona Euro tuvo un crecimiento promedio de 1,5% en los tres primeros trimestres del año. Este ritmo de crecimiento se sostuvo en la contribución del consumo privado, favorecido por las políticas monetarias expansivas y los bajos precios de los combustibles (Gráfico 1.5). No obstante, la inversión continúa débil a pesar de las señales positivas en los indicadores de confianza empresarial, las bajas tasas de interés y los flujos de crédito al sector privado. Destaca el desempeño del comercio internacional en el segundo trimestre, impulsado por la depreciación del euro.

Gráfico 1.4: Indicadores del mercado laboral de EE.UU.
(En millones de puestos de trabajo y porcentaje)



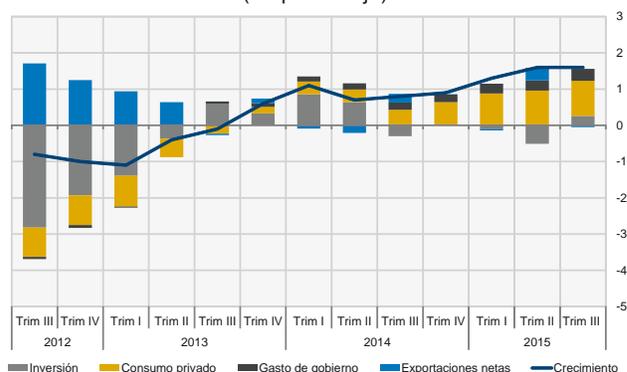
Fuente: *Bloomberg*

En 2015, sobresale Italia que salió de la recesión; la recuperación de España convirtiéndose en una de las economías con mayor expansión. Entre las grandes economías, Alemania creció un 0,3% en el tercer trimestre. El PIB de Francia, si bien registró un crecimiento parecido (0,3%), superó el registro nulo del segundo trimestre. La mejora del consumo privado en la Zona reflejó también el descenso de la tasa de desempleo, que disminuyó en 1pp entre diciembre de 2014 y diciembre de 2015 llegando a 10,4%. Esta reducción fue más pronunciada en España, Grecia y Portugal, aunque continuaron registrando los niveles más altos en la región (Gráfico 1.6).

La economía japonesa evitó la recesión en el tercer trimestre. Después de un fuerte repunte en los primeros tres meses del año, Japón registró una contracción en el segundo trimestre, situación que se revirtió en el tercero. En efecto, el producto interno bruto creció, en términos anualizados, 1,3% en el tercer trimestre del año, tras una caída de 1,4% en el segundo. Si bien las inversiones no residenciales de las empresas mostraron una recuperación, se sigue observando una débil contribución del consumo privado y las exportaciones. El comportamiento del consumo, que representa el 60% del PIB, estuvo afectado por las condiciones climáticas adversas y un costo de vida más alto producto del aumento de los impuestos a las ventas en 2014. Adicionalmente, la desaceleración de la actividad económica de China, principal socio comercial de Japón, tuvo un fuerte impacto en las exportaciones.

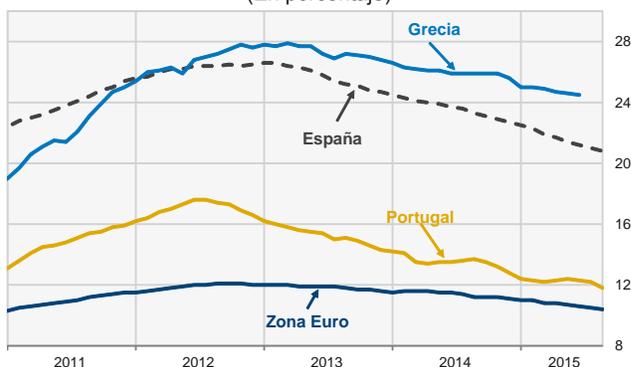
Continuó la desaceleración de los países emergentes y en desarrollo, destacando las menores perspectivas de crecimiento de China y de las economías de América del Sur. Por quinto año consecutivo, los países emergentes y en desarrollo registraron desaceleración en su actividad económica, resultado del endurecimiento de las condiciones externas de financiamiento, el deterioro de los precios internacionales de las materias primas, la salida de flujos de capitales con la consecuente depreciación de sus monedas y el deterioro de la confianza en algunos casos. Un actor importante en este grupo de países es la República Popular de China, cuya economía registró en el tercer trimestre del año una tasa de crecimiento de 6,9%, menor al objetivo de crecimiento oficial de 7%, por primera vez desde 1990. Por el contrario, la India presenta una dinámica sostenida de crecimiento desde 2013,

Gráfico 1.5: Crecimiento e incidencias del PIB de la Zona Euro
(En porcentaje)



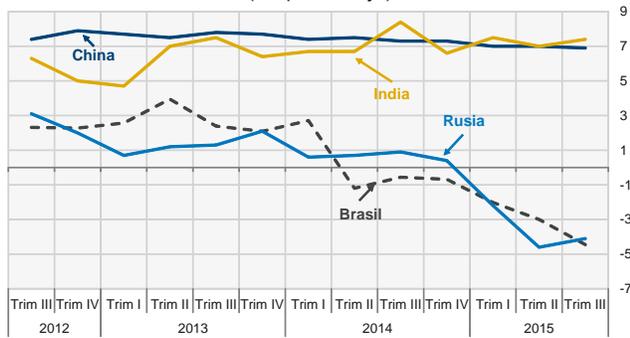
Fuente: Eurostat
 Notas: El crecimiento económico está expresado en variaciones trimestrales anualizadas
 Las barras corresponden a las incidencias

Gráfico 1.6: Tasa de desempleo desestacionalizada de economías seleccionadas
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg
 Nota: El último dato de 2015 corresponde a noviembre, excepto Grecia a octubre

Gráfico 1.7: Crecimiento económico en economías emergentes y en desarrollo seleccionadas
(En porcentaje)

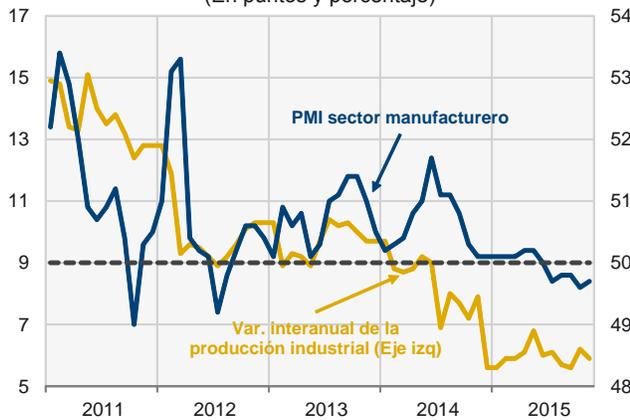


Fuente: Bloomberg y bancos centrales
Nota: El crecimiento económico está expresado en variaciones interanuales

alcanzando una tasa del 7,4% al tercer trimestre de 2015. Por su parte Brasil y Rusia mostraron caídas significativas que, al tercer trimestre, superan al 4% en términos interanuales (Gráfico 1.7).

La desaceleración de China responde a un cambio en el modelo de crecimiento. La reducción del crecimiento de la economía china se explicó por la caída del sector industrial, especialmente el manufacturero (Gráfico 1.8), mientras que el sector servicios se fortaleció en línea con su estrategia de lograr tasas de crecimiento más sostenibles en el mediano y largo plazo basadas en este sector (Gráfico 1.9). Sin embargo, esta economía todavía debe enfrentar ciertos problemas estructurales con reformas en el sector financiero, educación, agricultura, energía y urbanización, que ha emprendido como estrategia para incrementar el consumo y depender menos de la inversión.

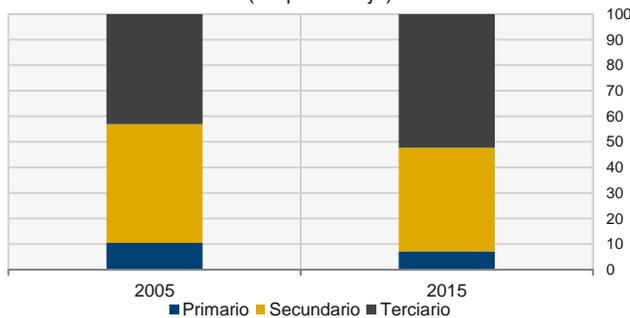
Gráfico 1.8: Índice PMI manufacturero y actividad industrial de China
(En puntos y porcentaje)



Fuente: Bloomberg
Nota: El nivel de 50 puntos indica el umbral entre la expansión y la contracción del sector

América del Sur continuó desacelerándose, aunque con fuertes diferencias al interior. Se prevé que la región se contraiga en 2015 en 1,6% (Gráfico 1.10), debido principalmente al descenso del precio de las materias primas que provocó una reducción de los ingresos nacionales, disminución de la inversión, deterioro de las cuentas externas, incremento de la inflación y endurecimiento de las condiciones de financiamiento externas. No obstante, la evolución continuó siendo diferenciada por países, siendo el resultado negativo fuertemente influenciado por la contracción en Brasil y Venezuela.

Gráfico 1.9: Estructura sectorial del PIB de China
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg
Nota: El dato de 2015 corresponde al del tercer trimestre

En medio de una crisis política, la recesión en Brasil fue mayor a la esperada. Pese a que los shocks de términos de intercambio no tuvieron un impacto muy grande en Brasil,¹ las señales negativas de su desempeño económico se intensificaron por la falta de espacios de maniobra para aplicar políticas anti-cíclicas. En el tercer trimestre se registró una contracción interanual del Producto Interno Bruto (PIB) de 4,5%, la mayor caída en casi veinte años. Este comportamiento se explicó principalmente por la ralentización de los sectores industrial y de servicios. Asimismo, influyeron la crisis política, las medidas de austeridad que viene realizando el gobierno y el incremento de la tasa de interés constituyéndose en una de las más altas del mundo. Todos estos aspectos originaron que las agencias calificadoras

1 No mayores al 2% de su PIB de acuerdo a estimaciones del FMI.

Standard and Poor's y *Fitch Ratings* le quiten el grado de inversión, acentuando la salida de capitales de esta economía.

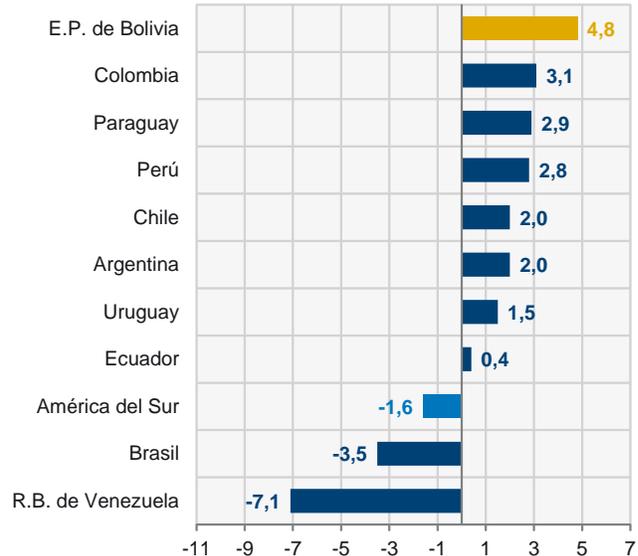
Otras economías latinoamericanas también muestran signos de desaceleración estructural.

En el segundo trimestre Argentina aceleró su crecimiento hasta 2,3%, impulsado por la inversión, principalmente en la industria de la construcción, y el gasto público. Por su parte, el consumo privado mostró un leve avance (0,7%) y las exportaciones cayeron en 0,2%. Asimismo, al finalizar el año, el nuevo gobierno de ese país con el fin de mandar las primeras señales de un giro en la política económica, eliminó las restricciones cambiarias² y las retenciones a las exportaciones agrícolas y de algunos productos industriales. Chile aunque a niveles no muy altos mantuvo el dinamismo del crecimiento del producto en el tercer trimestre (2,2%), explicado por el sector servicios, destacando comunicaciones, servicios financieros, electricidad, gas y agua. De igual manera, el PIB en Perú creció en 2,9% entre julio y septiembre, gracias al aumento de la producción de cobre que compensó la débil demanda interna, en un contexto de caídas de sus exportaciones y de la inversión. En el caso del E.P. de Bolivia destaca como el país con el mayor crecimiento económico de América del Sur, resultado de impulsos fiscales y monetarios que dinamizaron la demanda interna, en línea con la decisión de las autoridades nacionales a principios de 2015 de mantener el dinamismo de la actividad económica y la lucha contra la pobreza.

1.2. Precios de los productos básicos de exportación

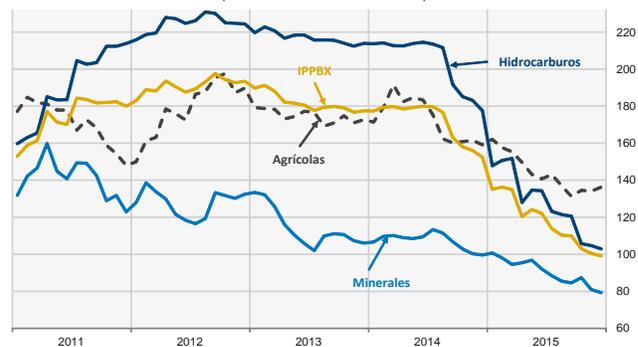
El Índice de Precios de Productos Básicos de Exportación del E.P. de Bolivia (IPPBX) mantuvo la tendencia decreciente observada desde 2012 por la menor demanda externa, las condiciones favorables de la oferta y la apreciación del dólar estadounidense. El IPPBX registró una caída de 34,9% en 2015 (Gráfico 1.11). Este resultado se explicó por descensos en todos sus componentes, entre los cuales destaca el de los precios de hidrocarburos (42,0%), seguido por la disminución de los precios de los minerales (20,4%) y de los productos agrícolas (14,4%).

Gráfico 1.10: Crecimiento económico estimado para 2015 de América del Sur
(En porcentaje)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe
Nota: Para el caso del E.P. de Bolivia corresponde a la proyección oficial

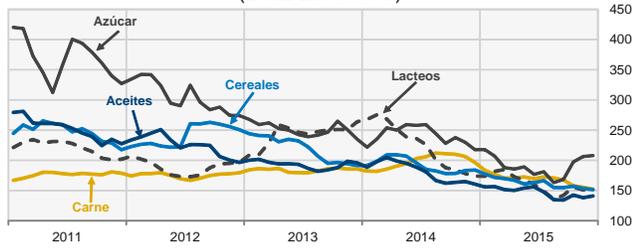
Gráfico 1.11: Índices de precios de productos básicos de exportación del E.P. de Bolivia
(Diciembre 2006=100)



Fuente: Bloomberg y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos

² En diciembre de 2015 se levantó el conocido "cepo cambiario".

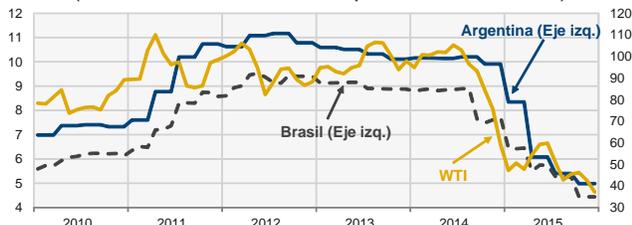
Gráfico 1.12: Índices de precios de alimentos de la FAO por sectores (2002-2004=100)



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación

El descenso de los precios de los alimentos se reflejó en la caída del Índice de Precios de la FAO, el cual disminuyó en 17,0% hasta diciembre por la presión de un dólar fuerte y suministros abundantes (Gráfico 1.12). No obstante, en los últimos meses se observaron algunos repuntes, en particular destaca el del azúcar por la demora en las cosechas a causa de las excesivas precipitaciones fluviales registradas en las regiones productoras del centro-sur del Brasil, uno de los mayores productores del mundo.

Gráfico 1.13: Evolución de precios del petróleo y de exportación de gas natural del E.P. de Bolivia (En dólares estadounidenses por unidad de medida)



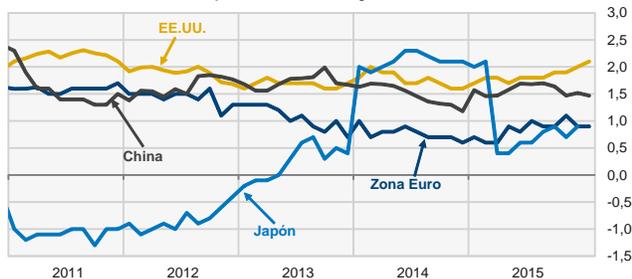
Fuente: Bloomberg y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos
 Notas: WTI - West Texas Intermediate
 BTU - British Thermal Unit
 BBI - Barriles

Los precios del petróleo siguieron con su tendencia a la baja iniciada en julio del año pasado, repercutiendo en el precio de exportación del gas natural. Los precios internacionales del petróleo registraron una variación negativa de 37,2% en el año. La disminución se debió a factores tanto de demanda como de oferta. Dentro de los primeros se destaca la ralentización del crecimiento mundial, y dentro de los segundos se pueden mencionar a los posibles efectos del acuerdo nuclear con Irán, la alta producción y los elevados inventarios mundiales. En este panorama, los precios de exportación de gas natural a Argentina y Brasil registraron en 2015 una caída mayor al 40% (Gráfico 1.13). Estos precios están muy ligados al precio del petróleo, ya que son determinados en base a las cotizaciones internacionales de una canasta de hidrocarburos (*fuels*) con un rezago de 3 meses para Brasil y 6 meses para Argentina.

Gráfico 1.14: Indicadores interanuales de inflación en economías seleccionadas (En porcentaje)
a) Inflación total



b) Inflación subyacente



Fuente: Bloomberg
 Nota: El último dato de 2015 corresponde a noviembre

1.3. Inflación internacional y política monetaria

Las reducidas presiones inflacionarias en los países avanzados han permitido mantener las tasas de interés en niveles bajos. En un panorama caracterizado por la disminución de los precios internacionales de las materias primas y un contexto global adverso de la actividad económica, la inflación en las principales economías avanzadas permaneció en niveles reducidos (Gráfico 1.14). En efecto, la inflación general y subyacente en EE.UU., la Zona Euro y Japón se mantuvieron en niveles cercanos a cero y muy por debajo de las metas establecidas como objetivo de mediano plazo. Este contexto ha permitido mayor margen para que los bancos centrales puedan mantener la orientación expansiva de su política monetaria a través de tasas de interés en niveles reducidos y la aplicación de medidas cuantitativas no convencionales para estimular la

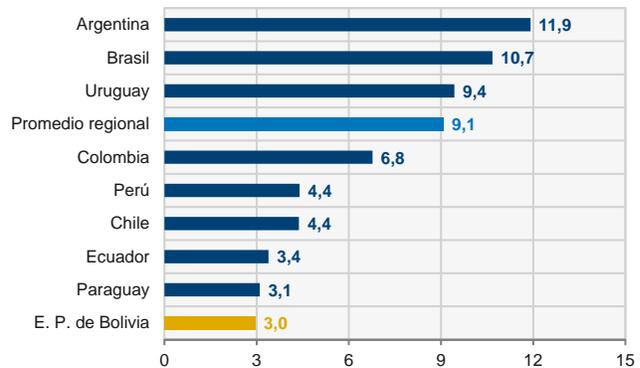
demanda en Europa y Japón. En el caso de EE.UU. la inflación a 12 meses en diciembre (0,7%) resultó ser la más baja en los últimos 50 años como resultado de los bajos precios de la energía y de los alimentos.

La inflación en las economías de la región mostró marcadas disparidades entre países. La inflación en América del Sur (excluida la República Bolivariana de Venezuela) acumuló una variación de 9,1% en 2015, superior a la registrada al cierre de 2014 (8,5%). Esta situación se debe a las fuertes depreciaciones que registraron algunas de las monedas de la región que llevó a la inflación encima de la meta de varios países. Cabe destacar que el E.P. de Bolivia registró la inflación más baja de la región (Gráfico 1.15).

La divergencia de orientación de las políticas monetarias entre los países de las economías avanzadas se ha acentuado. Después de mantener su tasa de interés en un nivel históricamente bajo por casi 10 años, la Fed decidió, en su reunión de diciembre de 2015, aumentarla en 25pb hasta a un rango de 0,25% - 0,50%. Esta decisión fue respaldada por la mejora de la actividad y, principalmente, del mercado laboral de esta economía. Si bien se ha iniciado el proceso de aumento de tasas de interés, todavía existen posiciones divergentes en cuanto a la velocidad y el nivel al que llegaría más aún cuando la inflación se encuentra en niveles no observados en los últimos cincuenta años, situación que podría retrasar en gran medida su aumento ante riesgos de deflación. Por su parte en la Zona Euro, el Banco Central Europeo (BCE) señaló en su última reunión del año la ampliación de su programa de estímulo monetario hasta marzo de 2017 a través de la compra títulos por un valor de hasta €60 mil millones al mes; asimismo, decidió bajar la tasa de facilidad de depósito en 10pb, de -0,20% a -0,30%, manteniendo sin cambio su tasa de referencia (Gráfico 1.16a). De igual manera, la autoridad monetaria del Japón reiteró su compromiso de incrementar la base monetaria a un ritmo anual de ¥80 billones (aproximadamente \$us651 miles de millones) a través de la compra de bonos soberanos y activos de riesgo, con el objeto de aumentar la inflación alrededor de su meta de 2%.

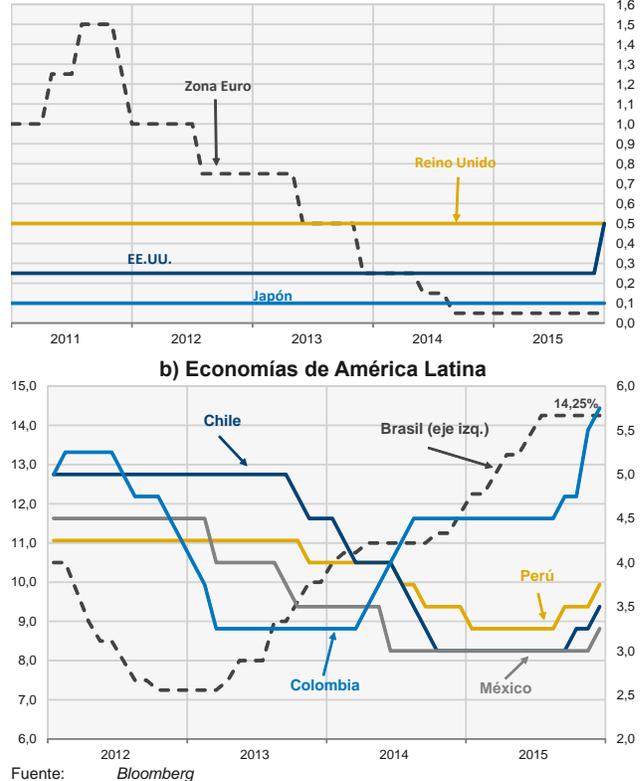
Las economías emergentes y en desarrollo se enfrentan al dilema entre fomentar el crecimiento o controlar la inflación. Destacó el alza de la inflación por encima de las metas en muchas economías de

Gráfico 1.15: Inflación de 2015 para las economías de América del Sur
(En porcentaje)



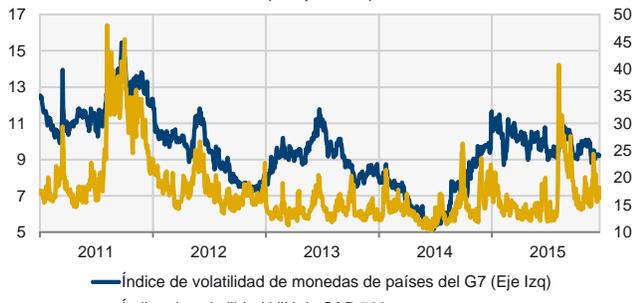
Fuente: Bloomberg
Nota: La inflación acumulada corresponde a octubre en el caso de Argentina

Gráfico 1.16: Tasas de interés de política monetaria
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.17: Índices de volatilidad de S&P y de divisas del G7 (En puntos)



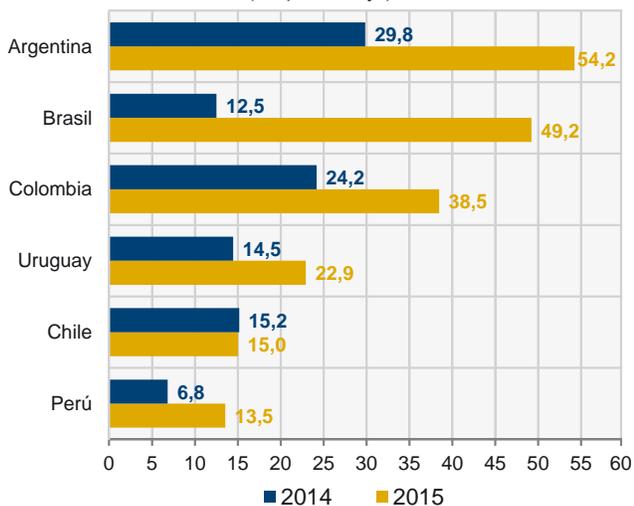
Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.18: Índice del valor del dólar estadounidense frente a una canasta de las principales monedas (Enero 1980=100)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.19: Variaciones cambiarias respecto al dólar en países seleccionados (En porcentaje)



Fuente: Bloomberg

Nota: Una variación negativa significa una apreciación, una variación positiva significa una depreciación

América Latina, en particular en los países con metas explícitas de inflación y tipos de cambio flexible. En ese sentido, estas economías enfrentaron el dilema de contrarrestar la debilidad de su actividad económica o mantener ancladas las expectativas de inflación. La inflación interanual en Brasil (10,7% en diciembre) continuó acelerándose muy por encima del rango superior de su meta, pese a los esfuerzos del banco central por contener las expectativas de precios con sucesivas alzas en su tasa de interés de referencia (de 10% en diciembre de 2013 a 14,25% en diciembre de 2015) y un severo ajuste fiscal. Por su parte, Colombia, Perú y Chile también decidieron endurecer sus condiciones monetarias para evitar que la inflación continúe subiendo. Asimismo, en línea con la decisión de la Fed de diciembre, México aumentó su tasa en 25pb, la misma que no se movía desde 2008 (Gráfico 1.16b).

1.4. Movimientos de capitales y mercados financieros

En 2015, los mercados financieros internacionales se caracterizaron por una elevada volatilidad. Se observó un incremento de la volatilidad debido a la elevada incertidumbre que se originó en torno al inicio del incremento de las tasas de interés en EE.UU., la desaceleración de China y la reducción de los precios internacionales de las materias primas (Gráfico 1.17). Las economías emergentes y en desarrollo fueron las más afectadas por esta incertidumbre y volatilidad. En efecto, se destacaron los episodios de tensión a mediados de año con la caída del mercado bursátil de China y el elevado contagio a los demás países. Por su parte y como se mencionó antes, Brasil sufrió la reducción en su calificación de riesgo soberano hasta un grado considerado de “no inversión”. Este contexto provocó salidas intensivas de capitales, depreciaciones de sus monedas y un aumento de los diferenciales de tasas de interés de títulos soberanos y del financiamiento privado.

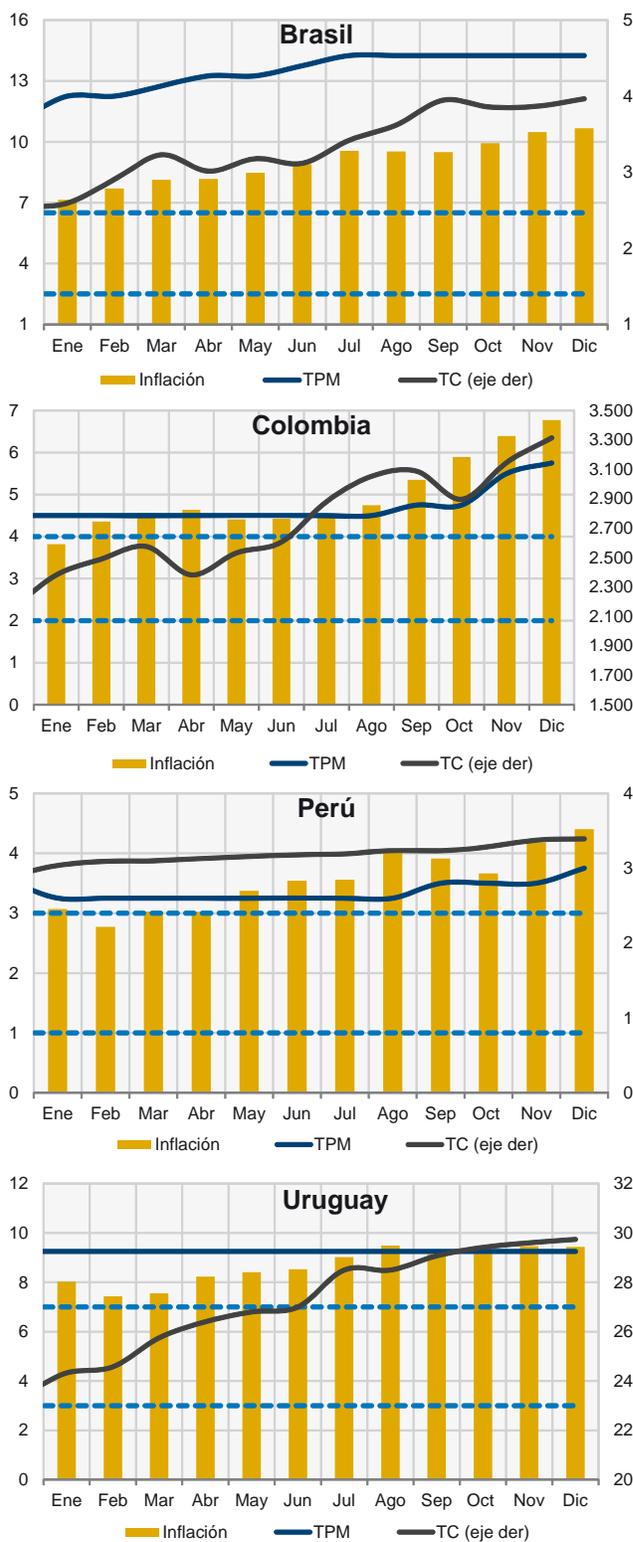
El resto de América Latina en su conjunto no se mantuvo ajeno a esta realidad, durante 2015 el flujo neto de recursos financieros recibido por la región disminuyó, principalmente los provenientes de la inversión directa y las inversiones en títulos de deuda y acciones, siendo el monto insuficiente para cubrir por completo el déficit en cuenta corriente, lo que resultó en un mayor uso de reservas internacionales.

El dólar estadounidense continuó con su tendencia hacia la apreciación. A medida que el panorama se tornó poco favorable para las economías emergentes y la economía estadounidense dio signos de una mayor estabilidad y un mejor desempeño de su mercado laboral, las probabilidades de aumentos de tasas de interés de la *Fed* fueron creciendo, contribuyendo al fortalecimiento del valor del dólar estadounidense, incluso frente a las principales monedas de las economías avanzadas (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo; Gráfico 1.18).

Las monedas latinoamericanas, en particular de las economías con flexibilidad cambiaria, continuaron depreciándose respecto al dólar, generando un efecto traspaso a la inflación. En todos los países con régimen de tipo de cambio flexible la magnitud de la depreciación de sus monedas fue superior a la registrada en 2014 (Gráfico 1.19). Estos movimientos fueron el reflejo de una reacción del mercado y de las expectativas más que de las decisiones de sus autoridades, ya que en muchos casos, salieron a contener dicha depreciación. En efecto, de acuerdo con los datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en los primeros diez meses del año, las reservas internacionales de América Latina y el Caribe registraron una contracción de 3,8%, la mayor desde 2003. Como consecuencia de la depreciación de sus monedas, la inflación en estos países subió por encima de sus metas y las autoridades se vieron obligadas a subir las tasas de interés con el fin de mitigar las presiones inflacionarias en detrimento del desempeño de la actividad económica (Gráfico 1.20). Por el contrario, esta situación no se evidenció en el E.P. de Bolivia debido a la política de estabilización cambiaria, lo que permitió registrar la tasa de inflación más baja de la región.

En síntesis, el contexto internacional en 2015 fue adverso para la región, principalmente para los países exportadores de materias primas. La caída de los precios de las materias primas, la menor demanda externa, las salidas de capitales y el endurecimiento de condiciones financieras fueron factores externos que afectaron fuertemente a las economías de la región. En este contexto, el PIB de la región se habría contraído, reduciéndose también

Gráfico 1.20: Inflación interanual, tasa de interés de política monetaria y tipo de cambio en 2015
(En porcentaje y moneda local por dólar estadounidense)



Fuente: Bloomberg, bancos centrales e institutos de estadística
Notas: Las líneas punteadas corresponden a los límites superior e inferior del rango meta de inflación
TPM – Tasa de interés de política monetaria
TC – Tipo de cambio

el PIB por habitante; aunque se observan diferencias muy significativas entre países. Al respecto, destaca el desempeño económico del E.P. de Bolivia que presentaría la tasa más alta de crecimiento y la inflación más baja en la región, habiendo sostenido los programas de protección social y reducción de la pobreza.

2. Entorno nacional

En 2015 continuó el dinamismo del crecimiento económico en un contexto de desaceleración de las economías de la región. Al mes de junio, el crecimiento acumulado de la actividad real en el E.P. de Bolivia alcanzó a 4,8% y se estima que al cierre de la gestión se situará en torno a esta cifra que se constituye en la más alta de América del Sur por segundo año consecutivo. Debido a los impulsos fiscales y monetarios, la demanda interna continuó apuntalando el crecimiento, la cual se sustenta tanto en el dinamismo del consumo y de la inversión. Por el lado de la oferta, la expansión económica se explica principalmente por el desempeño de los sectores no extractivos.

La caída en los precios internacionales de las materias primas, junto al desempeño de la inversión y la actividad económica, se tradujeron en déficit comercial y de cuenta corriente de la Balanza de Pagos, que fue compensado parcialmente por el superávit en la cuenta capital y financiera. El saldo de la balanza de pagos implicó una disminución de reservas internacionales. Empero la economía nacional mantiene una posición externa sólida con las reservas más altas de la región medida como porcentaje del PIB y una Posición de Inversión Internacional acreedora.

La política monetaria expansiva y las medidas adoptadas por el Órgano Ejecutivo principalmente por efecto de la implementación de la Ley de Servicios Financieros, coadyuvaron a una fuerte inyección de recursos a la economía, implicando récords en la expansión de los depósitos y créditos en 2015. Destaca el crecimiento de los créditos otorgados al sector productivo y vivienda social. La Bolivianización

continuó avanzando y los indicadores del sistema financiero se mantienen sólidos.

2.1. Actividad económica y gasto

El crecimiento económico continuó dinámico en un contexto de desaceleración de las economías de la región por el entorno internacional desfavorable.

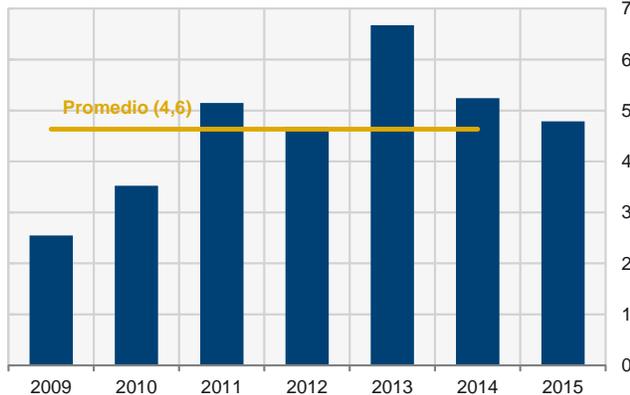
Al mes de junio de 2015, el crecimiento acumulado de la actividad real en el E.P. de Bolivia alcanzó a 4,8% (mayor al promedio de los seis anteriores años, 4,6%) y se estima que al cierre de la gestión se sitúe en torno a esta cifra, que se constituiría en la más alta de América del Sur por segundo año consecutivo. La tasa es superior en 2,2pp a la de 2009 (2,5% a junio), año en el que la economía nacional enfrentó también choques desfavorables de términos de intercambio y demanda externa (Gráfico 2.1). El crecimiento del PIB acumulado entre los meses de julio de 2014 y junio de 2015, respecto al del periodo julio 2013 – junio 2014, fue de 5,2%.

El impulso de la demanda interna fue determinante para el crecimiento. La menor demanda externa tuvo una incidencia negativa en el desempeño global, la que fue más que compensada por el dinamismo de la demanda interna. Esta última se sustenta principalmente tanto en el crecimiento del consumo como de la inversión debido a los impulsos fiscales y monetarios.

2.1.1. Actividad económica

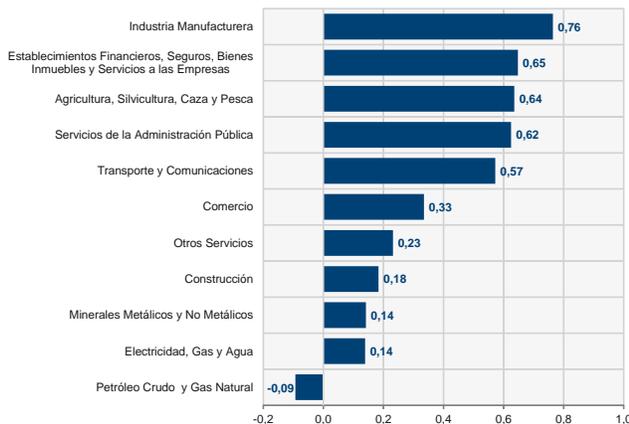
La expansión económica a junio de 2015 se explica principalmente por el buen desempeño de los sectores no extractivos. Fue destacable el comportamiento de las siguientes actividades económicas ordenadas según su incidencia en el crecimiento del PIB: a) Industria Manufacturera, b) Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas, c) Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca, d) Servicios de la Administración Pública, y e) Transporte y Comunicaciones, los cuales en conjunto contribuyeron en más de tres cuartas partes al crecimiento acumulado del PIB a precios básicos. Por su parte, Minerales Metálicos y No Metálicos tuvo un moderado crecimiento, en tanto que Petróleo Crudo y Gas Natural incidió negativamente (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.1: Evolución del Producto Interno Bruto
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variaciones acumuladas al mes de junio de cada gestión

Gráfico 2.2: Incidencia en el crecimiento del PIB por actividad económica
(En puntos porcentuales)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Acumulado al mes de junio de 2015
Notas: Por inspección visual se omite Servicios Bancarios Imputados

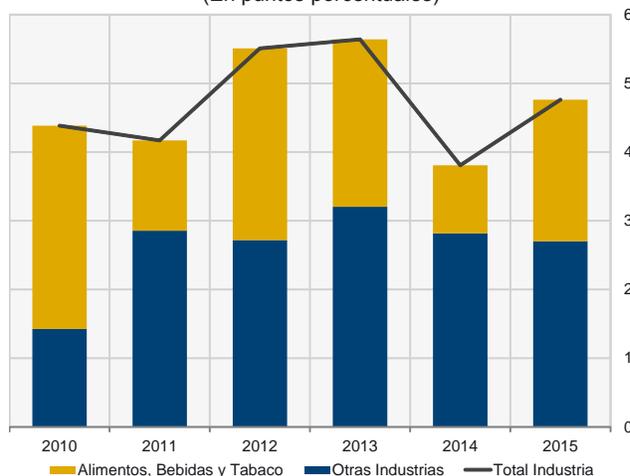
Estimaciones oficiales dan cuenta que al cierre de 2015, el crecimiento del PIB sería el más alto de América del Sur. Indicadores líderes de la actividad real muestran que gran parte de las actividades mantienen su dinamismo en el segundo semestre, con lo que la tasa anual de crecimiento estaría en torno al 4,8%, cifra superior al crecimiento esperado de los países de América del Sur.

El sector de la Industria Manufacturera es la actividad que más aportó al crecimiento, especialmente los rubros de alimentos, cemento y refinación, que respondieron al robusto crecimiento de la demanda interna. El desempeño de Alimentos, Bebidas y Tabaco, es principalmente el resultado de la mayor producción de cárnicos, lácteos y productos de panadería, en línea con el excelente comportamiento del sector agropecuario y explica cerca de la mitad del crecimiento del sector industrial (Gráfico 2.3). Por su parte, la mayor producción de cemento responde al dinamismo de la construcción pública y privada. En lo que respecta a la elaboración de productos refinados, se observó una mayor producción de gas licuado de petróleo, diesel oil, kerosén y jet fuel, acorde con la política hidrocarburífera de industrialización.

El sector de Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas también mantuvo su ritmo de crecimiento en 2015. La orientación de la política monetaria reflejada en el flujo más alto observado de la cartera del sistema financiero, complementando las metas establecidas por la normativa derivada de la implementación de la Ley de Servicios Financieros, que direccionaron los recursos principalmente al sector productivo y vivienda social, se ha traducido en importantes operaciones de intermediación y consecuentemente en una fuerte incidencia del sector financiero en el crecimiento global (Gráfico 2.4).

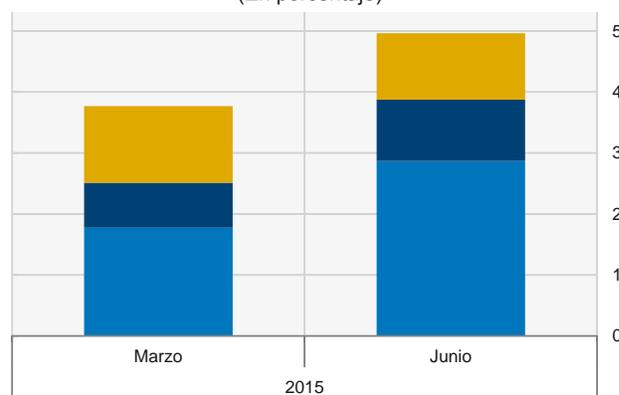
El sector agropecuario fue más dinámico que en gestiones previas, a pesar de la caída de precios internacionales de materias primas. En efecto, al segundo trimestre de 2015, la variación acumulada de la actividad económica (4,7%) en el sector es la mayor del último sexenio (Gráfico 2.5) y se encuentra explicada por la ampliación de la superficie sembrada y la mejora en los rendimientos de diferentes cultivos

Gráfico 2.3: Desempeño de la Industria Manufacturera
(En puntos porcentuales)



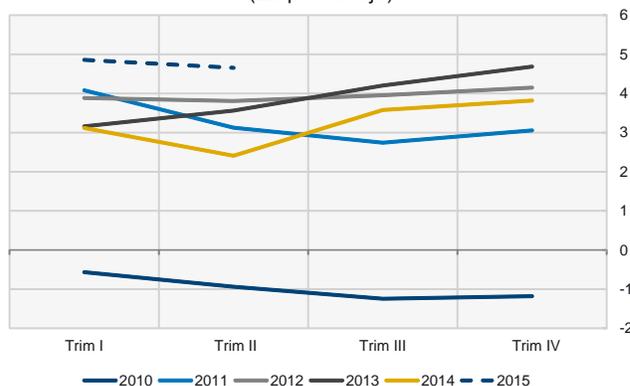
Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variación acumulada al mes de junio de cada gestión

Gráfico 2.4: Desempeño de los Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios a las Empresas
(En porcentaje)



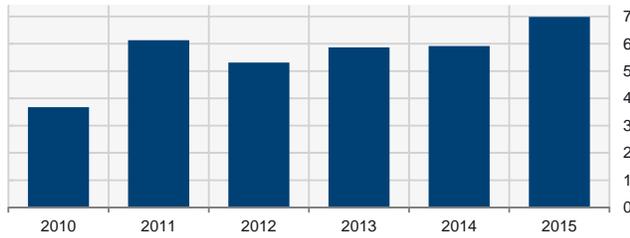
Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variación acumulada al mes de junio de 2015

Gráfico 2.5: Desempeño de la Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variación acumulada según trimestre

Gráfico 2.6: Desempeño de los Servicios de la Administración Pública
(En porcentaje)

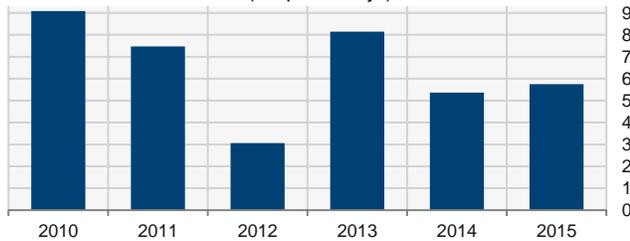


Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variación acumulada al mes de junio de cada gestión

industriales y no industriales. Respecto al primer grupo, la caña de azúcar aceleró su crecimiento tras la puesta en marcha del ingenio azucarero de San Buenaventura, cuya capacidad de producción es de 14.000 quintales/día. Por su parte, la producción de soya creció en 8,5%. Entre los productos agrícolas no industriales destacan el maíz y el trigo.

Desde la implementación del Modelo Económico Social Comunitario Productivo, la mayor participación del Estado en la economía fue importante para el desempeño económico y para la prestación de mejores servicios públicos. En este marco se crearon nuevos ítems para educación y salud. Asimismo, se registró mayor actividad en las empresas estatales y en la administración gubernamental en general, lo que se tradujo también en un mayor aporte del sector de Servicios de la Administración Pública al crecimiento global (Gráfico 2.6).

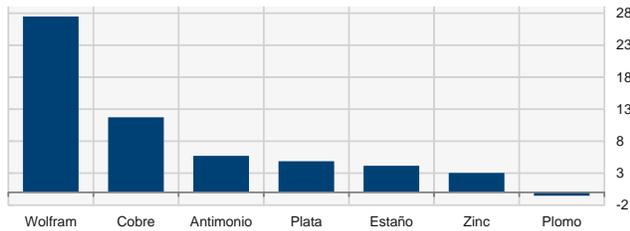
Gráfico 2.7: Desempeño del Transporte y Almacenamiento
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variación acumulada al mes de junio de cada gestión

Otro sector dinámico en 2015 relacionado con la demanda interna es el de Transporte (Gráfico 2.7). En efecto, según el índice general de transporte, en la modalidad de transporte carretero se observó un importante incremento en el flujo de pasajeros explicado por la disponibilidad de más y mejores vías de transporte en nuestro país. Por su parte, el transporte aéreo muestra un progresivo dinamismo con una mayor apertura de rutas y frecuencia de vuelos.

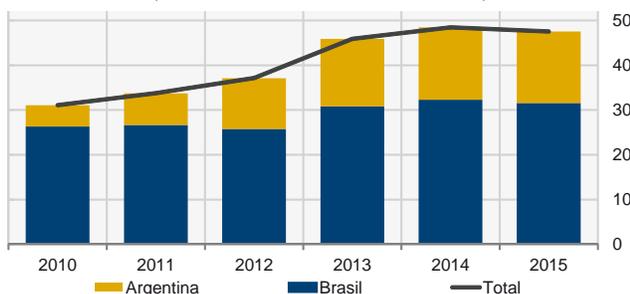
Gráfico 2.8: Producción de Minerales Metálicos y No Metálicos
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variación acumulada al mes de junio de 2015

Los sectores relacionados a la demanda externa fueron los menos dinámicos. En este marco, el sector de Minerales Metálicos y No Metálicos registró, al segundo trimestre de 2015, un crecimiento menor al de gestiones pasadas. La variación acumulada a junio de 2015 alcanzó un valor de 2,7%, cifra inferior en 2,4pp a la observada en similar periodo de 2014. Empero se registraron incrementos moderados en la producción de casi todos los minerales (Gráfico 2.8).

Gráfico 2.9: Exportaciones de gas natural
(En millones de metros cúbicos día)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variación acumulada a septiembre de cada gestión

No obstante el moderado dinamismo de la economía argentina y la recesión de la economía brasilera, los volúmenes exportados de gas natural no se resintieron significativamente, lo mismo que la producción de hidrocarburos. Los volúmenes exportados de gas natural a Brasil y Argentina registraron descensos de sólo 2,2% y

1,3%, respectivamente (Gráfico 2.9). Asimismo, la producción promedio diaria de gas natural mostró una ligera reducción del 1,2%, al igual que la producción de petróleo crudo que disminuyó en 4,4% (Gráfico 2.10).

La fortaleza de la demanda interna continuó siendo el principal motor del crecimiento económico. Por el lado del gasto, cifras al segundo trimestre de 2015 muestran que el crecimiento estuvo apuntalado por la demanda interna, hecho que contrapesó la incidencia negativa de la demanda externa neta (Gráfico 2.11). Cabe destacar el crecimiento sostenido del consumo y el impulso de la inversión.

2.2. Desempeño externo

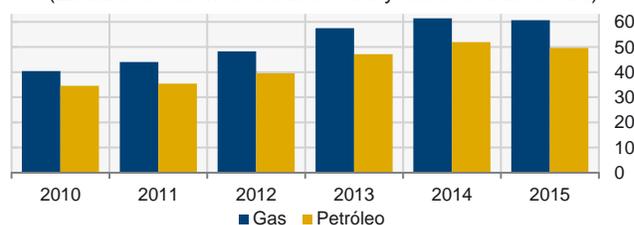
A pesar del entorno internacional adverso, la economía nacional mantiene una posición externa sólida. Al tercer trimestre de 2015, la tenencia de activos internacionales por encima de los pasivos, sitúa al país como la única economía de la región con posición de inversión internacional acreedora (Gráfico 2.12). De igual forma al cierre de 2015 las reservas en términos del PIB son las más altas de América del Sur.

La caída en los precios internacionales de las materias primas, junto al dinamismo de la inversión y la actividad económica, se tradujeron en un déficit comercial y de cuenta corriente de la Balanza de Pagos. En efecto, la balanza de pagos registró un saldo negativo originado en el déficit en cuenta corriente, por la fuerte reducción en el valor de las exportaciones, explicado por la baja en los precios internacionales de los productos de exportación y en menor medida por una caída en volúmenes. Por su parte, el superávit en la cuenta capital y financiera sustentado principalmente en los inlfujos de Inversión Extranjera Directa (IED) y desembolsos, coadyuvó a reducir el déficit global (Cuadro 2.1).

El déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, se explica por una reversión del superávit en balanza comercial. El déficit comercial, fue determinante para que la cuenta corriente registre déficit después de doce años de superávit. El déficit comercial se atribuye a la caída en el valor de las exportaciones que se explica, principalmente por el descenso sustancial de los precios de exportación

Gráfico 2.10: Producción diaria promedio de gas natural y petróleo

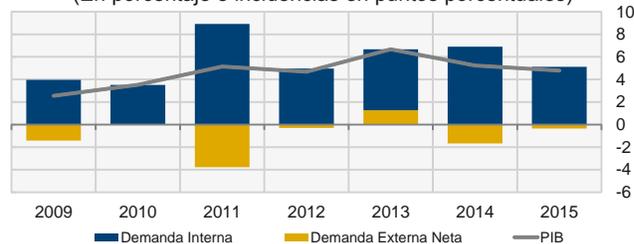
(En millones de metros cúbicos día y miles de barriles día)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Variación acumulada a septiembre de cada gestión

Gráfico 2.11: Demanda interna y externa

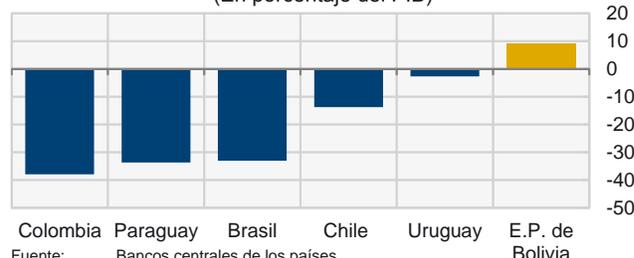
(En porcentaje e incidencias en puntos porcentuales)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística
Nota: Crecimiento acumulado a junio de cada gestión

Gráfico 2.12: Posición de inversión internacional para economías seleccionadas

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Bancos centrales de los países
Nota: La información corresponde al tercer trimestre de 2015

Cuadro 2.1: Balanza de pagos

(En millones de dólares estadounidenses y en porcentaje)

	Ene - Sep 2014 ^p	Ene - Sep 2015 ^p
I. CUENTA CORRIENTE	574	-1.337
1. Balanza Comercial	1.947	-516
Exportaciones FOB	9.585	6.460
d/c gas natural	4.688	3.016
Importaciones CIF ¹	7.638	6.976
2. Servicios	-852	-721
3. Renta (neta)	-1.340	-1.013
4. Transferencias	819	914
II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	414	754
1. Sector Público	905	543
Préstamos de mediano y largo plazo (neto)	325	399
Otro capital público (neto) ²	580	144
2. Sector Privado	-491	211
Inversión extranjera directa (neta)	705	729
Inversión de cartera (neta)	-400	-766
Otros ³	-797	249
III. BALANCE GLOBAL (I+II)	988	-582
IV. TOTAL FINANCIAMIENTO	-988	582
RIN BCB (aumento = negativo) ⁴	-988	582
Items pro memoria:		
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	1,7	-3,9
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	1,2	2,2

Fuente: Banco Central de Bolivia

(p) Cifras preliminares

¹ Datos CIF ajustados por alquiler de aeronaves

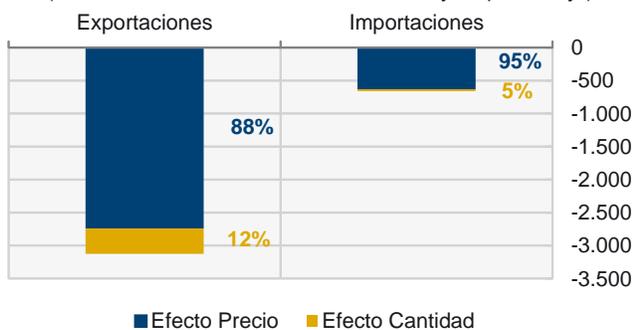
² Incluye aportes y pasivos con organismos internacionales, préstamos de corto plazo, activos del TGN y fideicomiso FINPRO

³ Incluye errores y omisiones

⁴ RIN, se considera tipo de cambio fijo para el DEG, Euro, dólares estadounidense, canadiense y australiano y yuan renminbi; y precio fijo del oro

Gráfico 2.13: Efecto precio y cantidad sobre el valor de las exportaciones e importaciones

(En millones de dólares estadounidenses y en porcentaje)

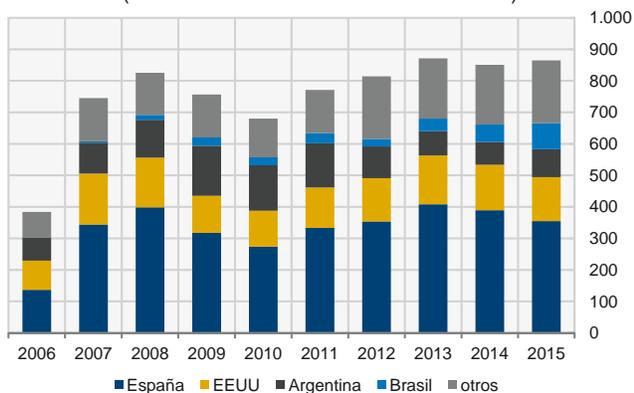


Fuente: Instituto Nacional de Estadística
 Nota: Variación acumulada a septiembre de 2015

y en menor medida por la disminución en los volúmenes exportados. Los volúmenes importados se mantuvieron dinámicos por la demanda de productos intermedios y bienes de capital en línea con la evolución de la inversión (Gráfico 2.13).

El menor déficit de la balanza de servicios y renta, y el incremento de las transferencias coadyuvaron a mitigar el déficit de la cuenta corriente. En efecto, el déficit de la balanza de servicios se redujo, debido principalmente al mayor flujo de visitantes extranjeros, la apertura de nuevas rutas aéreas y menores importaciones de servicios, asociados principalmente a la culminación de algunos proyectos y el descenso de las importaciones de bienes. Por su parte, la renta registró un menor saldo neto negativo, explicado esencialmente por menores utilidades de la inversión extranjera. Las transferencias unilaterales privadas se sustentan en mayores remesas de trabajadores desde el exterior, con relevancia del flujo de Brasil y Argentina (transferencias Sur – Sur), toda vez que los envíos desde España y Estados Unidos se redujeron (Gráfico 2.14).

Gráfico 2.14: Flujos de remesas
(En millones de dólares estadounidenses)



Fuente: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
 Nota: Flujos acumulados a septiembre de 2015

En lo referente a la Cuenta Capital y Financiera, al tercer trimestre se contabilizaron flujos de entrada por encima de los de salida, determinando un superávit mayor a las de gestiones anteriores. Destaca el flujo neto de IED como el cuarto más alto de los últimos quince años (Cuadro 2.2), los desembolsos de deuda, la utilización de activos externos netos del fideicomiso del Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO) y el incremento en los pasivos por deuda externa privada. La inversión de cartera registró una salida mayor debido al incremento de los activos externos del sistema financiero, en línea con mayores requerimientos programados de encaje legal para depósitos en moneda extranjera y la constitución gradual de los aportes al Fondo de Protección al Ahorrista.

Cuadro 2.2: Inversión extranjera directa
(En millones de dólares estadounidenses y en porcentaje)

IED POR SECTORES	Ene - Sep 2014	Ene - Sep 2015
I. TOTAL RECIBIDO	1.482	934
Hidrocarburos	1.004	688
Minería	136	144
Industria	242	-23
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	17	54
Comercio, electricidad y otros	83	71
II. DESINVERSIÓN	777	205
Del cual:		
Amortización de Créditos Relacionados ¹	531	205
III. IED NETA	705	729

Fuente: Banco Central de Bolivia
 Nota: ¹ Pago con empresas relacionadas. No corresponde a retiros de capital

Por lo expuesto, al cierre de septiembre el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN) disminuyó en la dirección prevista en el Programa Fiscal – Financiero y en el Informe de Política Monetaria (IPM) de enero de 2015. El saldo global de la balanza de pagos implicó una disminución de reservas (\$us582 millones). La valoración de las RIN, que incluye el efecto de la depreciación de las monedas distintas al dólar y la caída en el precio

internacional del oro muestran una mayor pérdida (\$us896 millones a septiembre de 2015). En este entorno, que se prolongó hasta el cierre de 2015, se evidencia que el saldo de las RIN se han reducido en \$us2.066 millones hasta \$us13.056 millones, empero continúa siendo el más alto de la región medida como porcentaje del PIB a septiembre de 2015 (39%, Gráfico 2.15). Si se incluyen los activos externos del FINPRO, de las Entidades de Intermediación Financiera (EIF), cuyo principal componente es el Fondo RAL en moneda extranjera (ME), y del Fondo de Protección al Ahorrista, los activos externos netos consolidados suman \$us17.039 millones.

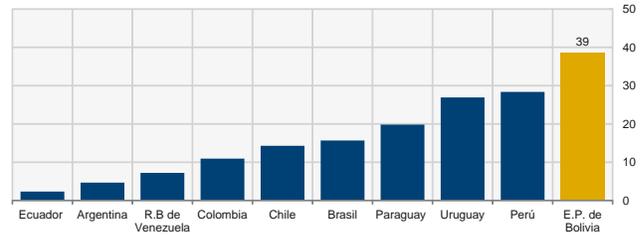
2.3. Mercados financieros y monetarios

2.3.1. Intermediación financiera

La política monetaria expansiva iniciada a mediados de 2014 y junto a las medidas adoptadas por el Órgano Ejecutivo, resultaron en una fuerte inyección de recursos a la economía, implicando récords en la expansión de los depósitos y el crédito en 2015. Se destaca el efecto de la orientación expansiva de la política monetaria que al generar importantes vencimientos de títulos en poder de privados, permitió liberar recursos que se transformaron en depósitos en las EIF, para contribuir al mayor flujo histórico observado (Bs25.516 millones; Gráfico 2.16). Dentro de este importante crecimiento (20,6% anual), destaca la relevancia del cuasidinero, en la reducción de los riesgos de descalces y en la ampliación del horizonte temporal de los préstamos.

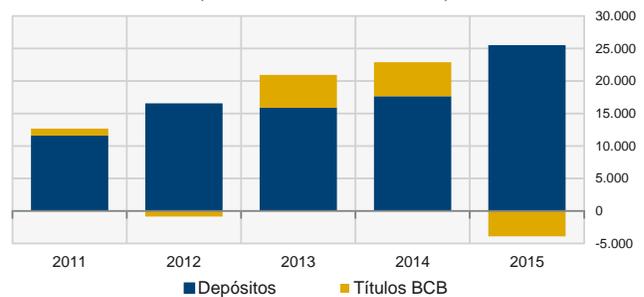
La importante liquidez inyectada a la economía implicó una gran disponibilidad de fondos prestables que favoreció al mayor crecimiento histórico de la cartera de créditos. En el año se realizó una colocación de créditos al sector privado por Bs17.258 millones. Como fue el objetivo a principios de año cuando se elaboró el Programa Monetario para esta gestión, con estas políticas la tasa de crecimiento interanual de la cartera cambió su tendencia de desaceleración a otra con ritmo creciente, alcanzando a diciembre 17,5%. Destaca el crecimiento de los créditos otorgados al sector productivo, cuyo incremento fue notablemente mayor al de gestiones anteriores (36,4%), aspecto que se debe principalmente a las metas dispuestas en el marco de la Ley de Servicios Financieros (Gráfico 2.17).

Gráfico 2.15: Reservas Internacionales Netas
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Bancos centrales de los países

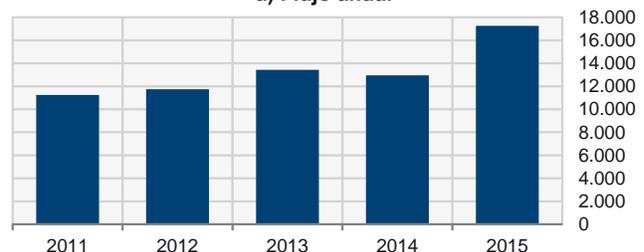
Gráfico 2.16: Ahorro anual en el sistema financiero
(En millones de bolivianos)



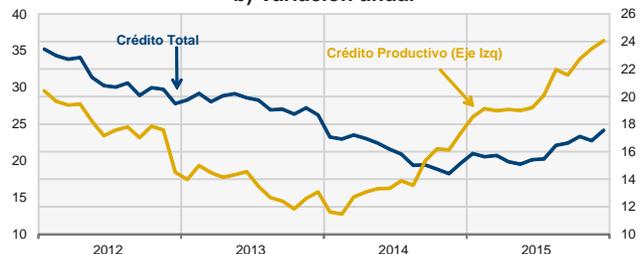
Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero – Banco Central de Bolivia

Nota: El Ahorro en el sistema financiero incluye: i) Depósitos en el sistema financiero, ii) Certificados de Depósitos 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 a particulares

Gráfico 2.17: Créditos del sistema financiero al sector privado
(En millones de bolivianos y en porcentaje)
a) Flujo anual

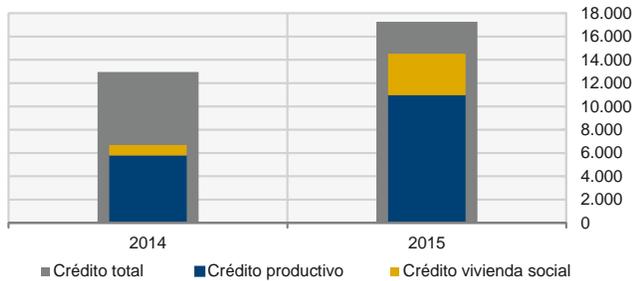


b) Variación anual



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia

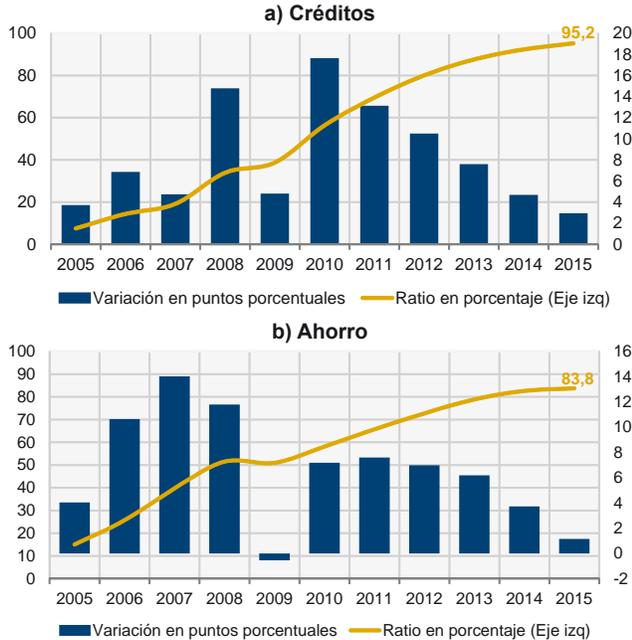
Gráfico 2.18: Crédito anual de las EIF al sector privado
(En millones de bolivianos)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
 Nota: La ASFI sólo presenta información para el crédito de vivienda de interés social desde julio de 2014

El financiamiento al sector productivo y de vivienda social se vio impulsado por las metas establecidas en la normativa derivada de la implementación de la Ley de Servicios Financieros. La mayor liquidez y la reducción de las tasas de interés activas determinaron un escenario favorable para alcanzar las metas intermedias requeridas por la normativa reglamentaria de la Ley de Servicios Financieros. En este sentido, los recursos destinados al sector productivo fueron de Bs10.956 millones y a la vivienda social Bs3.567 millones, estableciendo las bases para un crecimiento sostenido de la actividad económica (Gráfico 2.18).

Gráfico 2.19: Bolivianización
(En porcentaje y en puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Bolivia

La Bolivianización del sistema financiero continuó avanzando y coadyuvó a mantener indicadores sólidos de solvencia y liquidez. El buen desempeño económico y las medidas para incrementar la Bolivianización, implementadas en coordinación con el Órgano Ejecutivo, consolidaron la confianza de la población en la moneda nacional. La Bolivianización de la cartera llegó a 95,2% (2,9pp más que a fines de 2014) y la del ahorro financiero a 83,8% (1,1pp mayor; Gráfico 2.19). Asimismo, todos los indicadores muestran la buena salud del sistema financiero. En efecto, la pesadez de cartera es una de las más bajas de la región y del mundo, en un contexto de un crecimiento importante del crédito al sector privado; el Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP) está por encima del que rige la normativa (10%); y los indicadores de rentabilidad y liquidez mantienen ratios adecuados (Cuadro 2.3).

2.3.2. Agregados monetarios

Crecimiento importante de los agregados monetarios. El fuerte incremento de los depósitos del público en el sistema financiero a partir del segundo trimestre determinó que los agregados monetarios más amplios (M3 y M'3) continúen mostrando un importante dinamismo (Gráfico 2.20). En efecto, la redención de Certificados de Depósitos (CD) y valores públicos de venta directa a particulares a partir del segundo trimestre liberaron liquidez que retornó a las EIF como depósitos del público. Los agregados que contienen solamente moneda nacional registraron tasas de crecimiento mayores, reflejando la profundización de la Bolivianización. Asimismo, la

Cuadro 2.3: Indicadores financieros de bancos múltiples
(En porcentaje)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pesadez de Cartera (%)	2,2	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5
Coeficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	11,9	12,3	12,6	12,7	12,3	12,0
Rentabilidad sobre ganancias (ROE)	17,3	19,5	17,6	14,2	16,9	15,1
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	39,0	37,6	37,4	35,5	35,8	36,0

Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero - Banco Central de Bolivia
 Nota: Hasta 2013 la cobertura corresponde al sistema bancario que luego fue modificado por la Ley 393

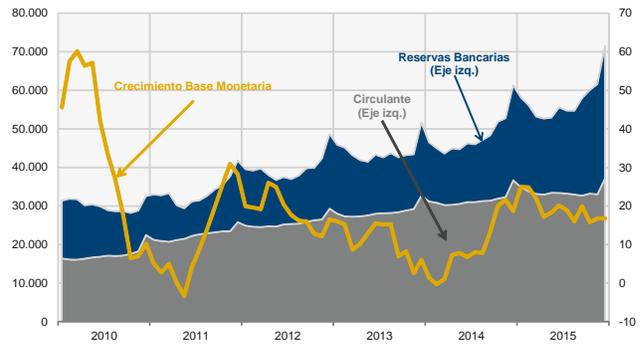
base monetaria creció a tasas apreciables en función al crecimiento de la liquidez (Gráfico 2.21), generando mayores condiciones para la expansión del crédito a hogares y empresas.

Gráfico 2.20: Crecimiento interanual de agregados monetarios
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 2.21: Base monetaria
(En millones de bolivianos, en porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia
Nota: Variaciones a doce meses

3. Políticas del BCB

A principios de 2015, frente a un escenario externo adverso, las autoridades nacionales decidieron mantener políticas dirigidas a sostener el dinamismo de la actividad económica y la lucha contra la pobreza continuando con la orientación contracíclica de las políticas económicas, así como las políticas de protección social. En este sentido, los impulsos fiscales y monetarios realizados permitieron atenuar el impacto del ciclo económico internacional desfavorable, originado principalmente en el descenso de los precios de los principales productos de exportación y la menor demanda externa. Se destaca que frente al escenario externo más adverso que el previsto inicialmente, se sostuvieron las políticas expansivas que permitieron alcanzar el objetivo de crecimiento, lo que implicó asumir desvíos en las metas del Programa Fiscal – Financiero pero con la cautela de no generar presiones inflacionarias.

La política monetaria expansiva fue muy importante e inédita en cuanto a su magnitud, en particular entre los meses de abril y diciembre. La inyección de liquidez se realizó mediante el vencimiento de diferentes instrumentos de regulación monetaria y la creación de otros, destacándose el aporte de los Certificados de Depósito, los cambios en el Reglamento de Encaje Legal y los Depósitos Especiales de Regulación Monetaria.

La postura expansiva de la política monetaria se reflejó en la disminución del saldo de títulos de regulación monetaria y de sus indicadores de intensidad. La liquidez del sistema financiero aumentó de forma pronunciada, cerrando la gestión en niveles históricamente elevados y las tasas de títulos públicos descendieron a prácticamente cero, aspectos que provocaron disminuciones de las tasas

interbancarias, de reporto en la BBV y de las tasas activas y pasivas del sistema financiero. Asimismo, la mayor liquidez implicó un aumento importante de la disponibilidad de recursos prestables, lo que influyó positivamente en la colocación de créditos otorgados por el sistema financiero al sector privado, complementando los incentivos generados por la Ley de Servicios Financieros.

La estabilidad del tipo de cambio nominal permitió anclar las expectativas sobre el tipo de cambio y contribuyó a mantener una inflación importada baja apuntalando la política monetaria expansiva. Al mismo tiempo, la política cambiaria contribuyó al fortalecimiento del proceso de Bolivianización y no generó desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto al determinado por sus fundamentos de largo plazo.

Por otra parte, el Órgano Ejecutivo implementó varias medidas dirigidas a apoyar al sector productivo del país y garantizar la seguridad alimentaria, las mismas que también coadyuvaron al control de la inflación.

En 2015, el Banco Central de Bolivia profundizó su aporte al Modelo Económico Social Comunitario Productivo con la otorgación de créditos a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas para proyectos destinados a alcanzar la soberanía energética y la seguridad alimentaria. Asimismo, el Banco Central de Bolivia otorgó un préstamo excepcional para la constitución de un Fideicomiso que permita a los Gobiernos Autónomos Departamentales financiar las contrapartes de proyectos, medida asumida por el Órgano Ejecutivo para garantizar la ejecución de proyectos de inversión pública. También contribuyó al desarrollo social y la redistribución del ingreso mediante las transferencias para el pago del Bono Juana Azurduy y mantuvo la emisión de Títulos Directos a personas naturales con rendimientos atractivos. Además, continuó implementando medidas económicas de corte heterodoxo para favorecer al proceso de Bolivianización y consolidar la soberanía monetaria.

3.1. Política monetaria

En coordinación con el Órgano Ejecutivo, la orientación contracíclica de la política monetaria permitió inyectar a la economía

montos sustanciales de liquidez,³ implicando la disminución de las tasas de interés monetarias y de intermediación financiera con la consecuente expansión del crédito. Continuando con la orientación expansiva iniciada a mediados de 2014, luego de regular la liquidez en el primer trimestre con la precaución de no generar alzas sustanciales en las tasas de interés, el Banco Central de Bolivia (BCB) realizó fuertes expansiones de la liquidez dando como resultado niveles históricamente elevados de la expansión del crédito al sector privado, apoyando al dinamismo de la actividad económica, complementando las políticas de inversión pública y promoción al financiamiento del sector productivo y vivienda de interés social que establece la Ley de Servicios Financieros. Esta orientación fue complementada con el financiamiento directo del BCB a las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas (EPNE). La orientación señalada de la política monetaria junto a la expansión fiscal, determinaron incrementos del Crédito Interno Neto del BCB (CIN).

3.1.1. Programa Monetario

A principios de 2015, las autoridades nacionales decidieron mantener políticas dirigidas a sostener el dinamismo de la actividad económica y la lucha contra la pobreza, continuando con la orientación contracíclica de las políticas monetaria y fiscal, así como las políticas de protección social. En varios países el contexto externo desfavorable planteó el dilema de reducir gastos (en particular la inversión pública), o sostener el dinamismo consumiendo ahorros que en algunos países eran muy bajos o inexistentes. En el E.P. de Bolivia, este dilema fue resuelto eligiendo sostener la orientación contracíclica y las políticas de protección social. En efecto, la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2015⁴ suscrita el 11 de marzo de 2015 entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB, estableció como objetivos para finales de gestión una tasa de crecimiento del PIB del orden de 5% y una tasa de inflación no mayor a 5,5%.

³ Se entiende por liquidez a los recursos de las EIF de disponibilidad inmediata. Se mide como la diferencia entre el Encaje Legal constituido y el Encaje Legal requerido.

⁴ Las políticas específicas del BCB se reflejan en el Programa Monetario y forman parte del Programa Fiscal Financiero elaborado con el MEFP, el mismo que fue incorporado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2015.

Ello implicaba un déficit fiscal de aproximadamente 4,1% del PIB explicado fundamentalmente por el incremento de la inversión pública en un entorno de menores ingresos por ventas de hidrocarburos, pérdidas de RIN e incrementos del financiamiento interno al Sector Público No Financiero (SPNF) del CIN, acorde con una orientación expansiva de la política monetaria. Es decir, un uso parcial de los recursos ahorrados para contribuir al dinamismo de la actividad económica y sostener los programas de protección social. Cabe señalar que entre 2006 y 2014 el país acumuló ahorros sustanciales para hacer frente a coyunturas adversas. En efecto, al cierre de 2014 las RIN alcanzaron a 45% del PIB y el E.P. de Bolivia registró una posición acreedora frente al resto del mundo equivalente a 15% del PIB reflejando la solvencia externa del país. Ocho años de resultados positivos en las finanzas públicas generaron entre 2006 y 2013 un superávit global acumulado de 14% del PIB, permitiendo un saldo de depósitos del SPNF en el BCB equivalente, en diciembre de 2015, a 20% del PIB configurando una importante capacidad para mantener impulsos fiscales.

Cuadro 3.1: Flujo anual del Programa Fiscal - Financiero 2015^{pl}
(En millones de bolivianos y de dólares estadounidenses)

	Moneda	Meta		Margen (+)
		Acordada	Ejecución	Desvío (-)
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (Superávit = -)	Bs	10.122	15.730	-5.607
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	7.474	11.922	-4.448
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN)	Bs	9.950	12.824	-2.874
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs	6.036	13.620	-7.584
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	-648	-1.643	-995

Fuente: Banco Central de Bolivia

Notas: Las cifras se calcularon desde el 1ro de enero 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 Programa Fiscal – Financiero acordado entre el BCB y MEFP el 11 de marzo de 2015

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

^{pl} Cifras preliminares

El escenario externo fue más adverso que el previsto inicialmente, pero se sostuvieron las políticas expansivas procurando alcanzar el objetivo de crecimiento, lo que implicó asumir desvíos en las metas del Programa Fiscal – Financiero, con la cautela de no generar presiones inflacionarias. En efecto, la tasa de crecimiento del PIB al cierre de la gestión (4,8% estimada) estuvo en torno al objetivo previsto (5,0%). Por su parte la inflación (3,0%) fue más baja que la meta (5,5%) explicada principalmente por un buen año agrícola, el descenso de la inflación importada y la estabilidad cambiaria.⁵ Empero, la disminución de las RIN fue mayor a la meta, lo que se explica por la caída más pronunciada de los precios de las exportaciones. Este comportamiento afectó los ingresos fiscales por lo que el Déficit, Financiamiento Interno y CIN SPNF excedieron sus metas respectivas. Como consecuencia, el CIN también registró desvíos (Cuadro 3.1). En síntesis, los impulsos fiscales y monetarios permitieron mantener el dinamismo de la actividad económica coadyuvando al logro de los objetivos de crecimiento y estabilidad de precios,

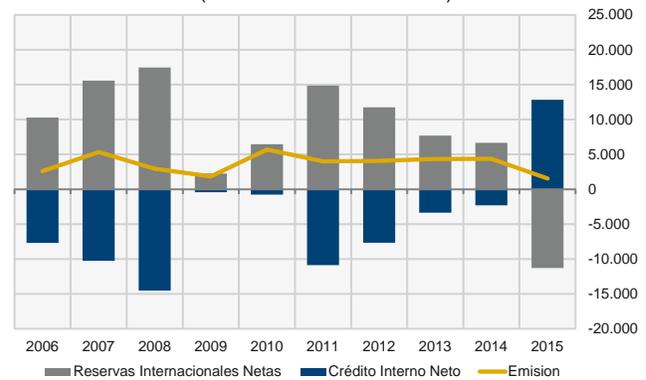
⁵ Cabe señalar que en 2015, el E.P. de Bolivia presentó el crecimiento económico más alto y la inflación más baja de América del Sur.

aunque ello implicó desvíos en las metas cuantitativas en un entorno externo más desfavorable que el previsto inicialmente.

La expansión del CIN permitió compensar la contracción de las RIN para sostener el dinamismo de la actividad económica. A diferencia de gestiones anteriores, el CIN tuvo un carácter expansivo como respuesta al efecto contractivo de la disminución de las RIN. El choque externo adverso implicó una pérdida de RIN en 2015 luego de haberse registrado incrementos desde 2006. Asimismo, a diferencia de gestiones anteriores, el CIN presentó un fuerte incremento a raíz de las expansiones fiscales y monetarias. Ambos, permitieron sostener el crecimiento de la emisión monetaria (3,8% respecto al de finales de 2014) aunque a ritmo menor que en gestiones anteriores, ralentización explicada por la mayor pérdida de RIN desde el punto de vista contable y la menor inflación desde el punto de vista de sus determinantes (Gráfico 3.1). En este sentido, la restricción de la liquidez de origen externo ha sido más que compensada con la expansión interna y la emisión monetaria continuó creciendo.

El mayor CIN SPNF se ha realizado principalmente mediante el uso de depósitos que las entidades públicas habían acumulado en el BCB y, en menor medida, mediante los créditos desembolsados a las EPNE. La dinamización de la demanda interna a través de la inversión pública⁶ y las transferencias directas, en un contexto de menores ingresos, fue cubierta principalmente con el uso de recursos del SPNF depositados en cuentas en el BCB. A diferencia de muchos países en los que los espacios fiscales se habían agotado, el Estado Boliviano acumuló importantes montos de recursos en gestiones previas que le permitieron hacer frente a la coyuntura desfavorable de menores ingresos, sin tener que acudir a contracciones del gasto corriente y de capital que hubiesen sido perjudiciales para el desempeño económico.

Gráfico 3.1: Evolución anual del CIN y RIN
(En millones de bolivianos)



⁶ El incremento de la inversión pública posibilitará mejoras significativas de la infraestructura que favorecerá a la productividad del país en los próximos años.

El rol de la expansión monetaria fue muy importante e inédito en cuanto a su magnitud, en particular entre abril y diciembre. En los primeros meses se reguló la liquidez para prevenir efectos inflacionarios de segunda vuelta frente a registros elevados de inflación a principios de año, sin que ello haya implicado alzas sustanciales de las tasas de interés, lo que fue posible gracias a innovaciones en los instrumentos de Posteriormente, en un contexto de baja inflación y ante la necesidad de sostener el crecimiento de la actividad económica se incrementó fuertemente la liquidez propiciando caídas en la tasa de interés. En este sentido, el CIN hasta marzo se redujo (Bs3.603 millones) y entre abril-diciembre se incrementó fuertemente (Bs16.426 millones); ambas políticas (monetaria y fiscal) se complementaron en la misma dirección para generar los impulsos adecuados con el fin de sostener el dinamismo de la actividad económica (Cuadro 3.2).

Cuadro 3.2: Ejecución del Programa Monetario
(En millones de bolivianos)

	Ene- Mar	Abr - Dic	Ene - Dic
EMISIÓN MONETARIA	-3.088	4.639	1.552
CRÉDITO INTERNO NETO TOTAL DEL BCB^{1/}	-3.603	16.426	12.824
SECTOR PÚBLICO	-1.769	15.094	13.325
Crédito neto del BCB	-1.727	15.347	13.620
Cuasifiscal	-42	-253	-295
SECTOR FINANCIERO	5.090	-14.489	-9.399
BDP	-32	63	31
OTROS	-297	409	112
REGULACIÓN MONETARIA	-6.595	15.348	8.753
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	515	-11.787	-11.272
En millones de dólares	75	-1.718	-1.643

Fuente: Banco Central de Bolivia

Notas: Las cifras corresponden a flujos acumulados de los periodos señalados y fueron calculados utilizando un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, canadiense y australiano, el euro, el Yuan, la UFV y DEG, así como un precio fijo para el oro

^{1/} Incluye obligaciones de mediano y largo plazo del BCB

3.1.2. Instrumentación de la política monetaria⁷

La inyección de liquidez se realizó mediante el vencimiento de diferentes instrumentos y la creación de otros. En la gestión, la inyección de liquidez fue sustancial a través del vencimiento de los títulos empleados tradicionalmente en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y de los nuevos instrumentos como Certificados de Depósito (CD) y Títulos Directos al público. Además, se inició la emisión de Depósitos Especiales de Regulación Monetaria (DERM) cuyos vencimientos inyectaron liquidez a partir del segundo trimestre. Asimismo, por primera vez el BCB realizó compras de títulos públicos en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) como forma de adelantar los vencimientos para facilitar la inyección de liquidez y se emitieron valores con opción de rescate anticipado que también permitirán mejorar la capacidad de expandir la liquidez en caso de ser necesario. Adicionalmente, se realizaron cambios en el Reglamento de Encaje Legal con un propósito similar. En este sentido, destacan las innovaciones en instrumentos de regulación monetaria (Ver Recuadro) y la expansión alcanzada entre abril y diciembre con una inyección neta de Bs15.348 millones (Cuadro 3.3).

Cuadro 3.3: Operaciones de regulación monetaria
(En millones de bolivianos)

	Ene-Mar	Abr-Dic	Ene-Dic
Operaciones de Mercado Abierto	-3.891,9	12.199,1	8.307,2
Colocación de títulos en subasta	-289,9	2.905,1	2.615,2
Colocación de títulos directos	-257,4	132,0	-125,4
Certificados de Depósitos	-3.344,6	9.162,0	5.817,4
Tercera emisión		1.676,9	1.676,9
Cuarta emisión		2.377,9	2.377,9
Quinta emisión		1.762,6	1.762,6
Sexta emisión	-3.344,6	3.344,6	
Encaje Legal	-105,1	643,7	538,6
Reportos, créditos-RAL y otros	-94,0	1,7	-92,3
Depósitos Especiales de Regulación Monetaria	-2.504,0	2.504,0	
TOTAL	-6.595,0	15.348,5	8.753,5

Fuente: Banco Central de Bolivia

Notas: Las cifras corresponden a flujos acumulados de los periodos señalados
Colocación (-); redención (+)

⁷ Los montos señalados corresponden a datos del Programa Monetario a valor descontado.

a) Operaciones de Mercado Abierto

Las OMA permitieron una expansión considerable de la liquidez en el año. En las últimas semanas del año anterior y en las primeras de 2015 se incrementó la oferta de títulos de regulación monetaria de Bs700 millones a Bs2.500 millones semanales (Gráfico 3.2), logrando una colocación neta en subasta de Bs290 millones en el primer trimestre de 2015 (Cuadro 3.3), en su mayor parte a plazos menores a un año para que los recursos puedan reinyectarse en la misma gestión. A partir del segundo trimestre se redujo la oferta de títulos de Bs2.500 millones a Bs600 millones y el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) fue más reactivo a aceptar posturas que implicaban alzas de tasas de interés, lo que generó redenciones netas en subasta por Bs2.905 millones con la consecuente inyección de liquidez. Al mismo tiempo que se redujo la oferta semanal de títulos, se modificaron los plazos a fin de obtener una estructura de vencimientos acorde a las necesidades de inyección de liquidez futuras (Cuadro 3.4).

La colocación de CD fue planificada para que sus vencimientos generen volúmenes importantes de liquidez a partir de abril. En los primeros meses de 2015 fue colocada la sexta emisión de CD por Bs4.000 millones, habiéndose colocado el total de esta oferta en los primeros meses del año. Incluyendo las emisiones anteriores y sus vencimientos, el saldo de CD (Bs9.162 millones a marzo) pudo inyectarse de manera gradual en un periodo de sólo ocho meses (Gráfico 3.3).

Los Títulos Directos, que son exclusivos para personas naturales, también implicaron inyecciones hasta el mes de noviembre debido a las redenciones netas. En diciembre se realizó una nueva emisión de Bonos Navideños. Las colocaciones a personas naturales aumentaron hasta marzo y luego disminuyeron hasta noviembre. De forma similar a la gestión pasada, destacó la emisión del Bono Navideño ofrecido a la población a partir del 4 de diciembre con un rendimiento del

Gráfico 3.2: Oferta semanal de títulos de regulación monetaria en subasta
(En millones de bolivianos)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Cuadro 3.4: Oferta de títulos públicos en cada subasta
(En millones de bolivianos)

Plazos	2014		2015			
	Dic	I-Trim	II-Trim	III-Trim	IV-Trim	
91 días	150	150	50	30		
182 días	850	950	150	120	120	
273 días	800	900	200	150	150	
1 año	370	470	770	270	200	
2 años	30	30	30	30	130	
Oferta total	2.200	2.500	1.200	600	600	

Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.3: Saldos de certificados de depósitos
(En millones de bolivianos)

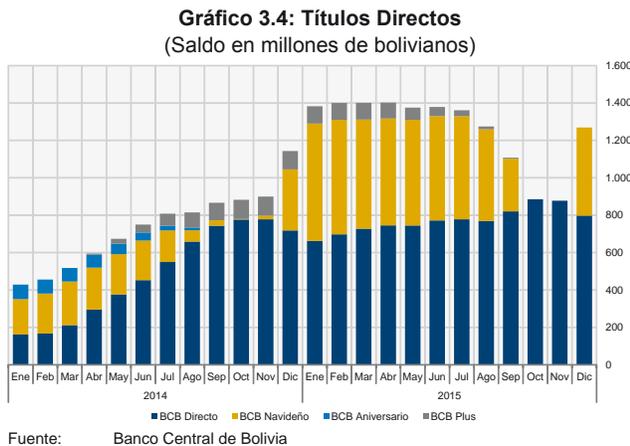


Fuente: Banco Central de Bolivia

7% anual. El total de Títulos Directos alcanzó a Bs1.269 millones al cierre de la gestión (Gráfico 3.4).

b) Depósitos especiales de regulación monetaria

En 2015 fue introducido un nuevo instrumento de regulación monetaria, denominado DERM, que resultó muy efectivo para regular la liquidez a corto plazo. Se trata de depósitos remunerados de corto plazo que las EIF pueden realizar voluntariamente en el BCB. La primera serie fue puesta a disposición entre el 20 de febrero y el 13 de marzo de 2015 con una oferta total de Bs2.000 millones, con vencimiento al 6 de abril y un rendimiento de 1,2% anual. La segunda serie estuvo en vigencia entre el 12 de marzo y el 2 de abril con una oferta de Bs2.000 millones, con vencimiento al 10 de junio y un rendimiento de 2% anual. Este instrumento permitió retirar rápidamente volúmenes importantes de la liquidez de las EIF en el primer trimestre y reinyectarlos en el segundo trimestre. En efecto, los DERM que se constituyeron en febrero y marzo de 2015, implicaron una contracción de liquidez por Bs2.504 millones que al vencerse en su totalidad durante el segundo trimestre determinaron una expansión de la liquidez, reforzando los efectos expansivos de la política monetaria durante este periodo.



c) Compra de títulos públicos en la BBV y emisión de valores con opción de rescate anticipado

En 2015 se inició la compra de títulos en la BBV y la emisión de valores con opción de rescate anticipado, ampliando el universo de instrumentos de regulación de la liquidez. A partir del 3 de septiembre de 2015, el BCB inició la compra de valores públicos en el mercado secundario con propuestas en la BBV con el propósito de profundizar la inyección de liquidez a la economía. En el tercer trimestre, a través de este mecanismo se logró inyectar liquidez por Bs157 millones. Adicionalmente, en el último trimestre se emitieron valores con opción de rescate anticipado (Bs135 millones en bonos y

Bs517 millones en letras) que permitirán mejorar la capacidad de expansión de la liquidez cuando sea necesario.

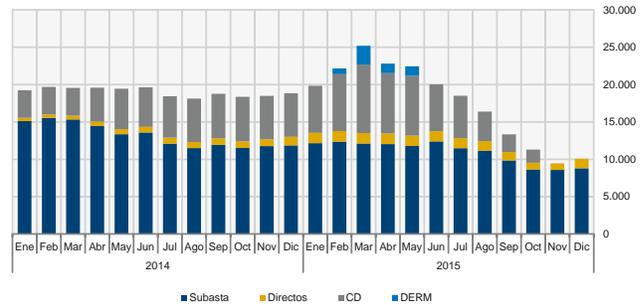
d) Encaje legal

Con el objetivo de inyectar volúmenes importantes de liquidez, se realizaron cambios en el Reglamento de Encaje Legal. Profundizando la política expansiva, mediante Resolución de Directorio No.59/2015 emitida en mayo, se realizaron modificaciones a la normativa de Encaje Legal. Con dicha disposición se incrementó el porcentaje de reservas en Moneda Nacional (MN) en efectivo de 2% a 6% y se redujo el de títulos de 10% a 6%,⁸ manteniendo inalterado el total del encaje requerido. Para que la medida tenga efecto expansivo en la liquidez, se incrementó el porcentaje de Fondos en Custodia en MN de 5% a 50% del encaje requerido en efectivo; es decir, una porción importante de los recursos que las EIF mantenían en caja fue habilitada como encaje constituido liberando recursos para la colocación de créditos.

3.1.3. Expansión de la liquidez y descenso de las tasas de interés

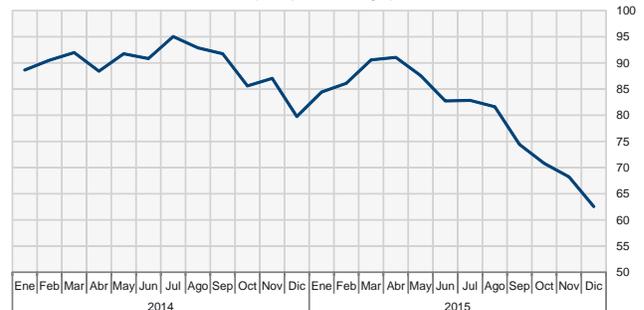
La postura expansiva de la política monetaria se reflejó en la disminución del saldo de títulos de regulación monetaria y de sus indicadores de intensidad. Producto de las operaciones señaladas, en el primer trimestre se incrementó el saldo de títulos de regulación monetaria hasta alcanzar su máximo a fines de marzo (Bs24.569 millones). A partir de abril el saldo fue disminuyendo, finalizando la gestión en Bs9.866 millones (Gráfico 3.5). El descenso del Indicador de Intensidad de la Regulación Monetaria (IIRM) también reflejó la orientación descrita de la política monetaria; después de incrementarse hasta 91% en marzo, se fue reduciendo hasta 63% al finalizar la gestión (Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5: Títulos de regulación monetaria
(Saldo en millones de bolivianos)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.6: Indicador de Intensidad de la Regulación Monetaria
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Notas: Regulación monetaria como porcentaje de la liquidez ex – ante:
IIRM = (Regulación Monetaria / (Regulación Monetaria + Excedente de Encaje))

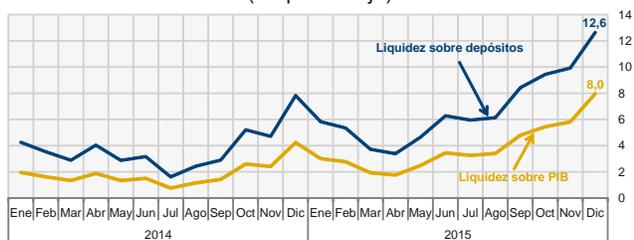
⁸ Esta medida se implementó en dos fases, la primera en mayo (de 2% a 4% para efectivo y de 10% a 8% para títulos) y la segunda en julio (de 4% a 6% para efectivo y de 8% a 6% para títulos).

Gráfico 3.7: Liquidez del sistema financiero
(En millones de bolivianos)



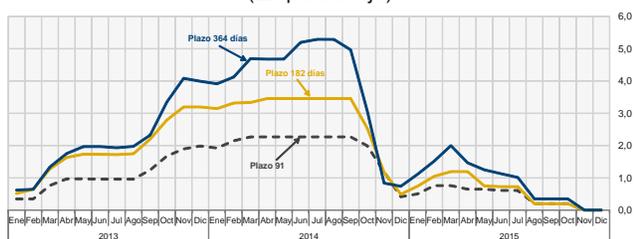
Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.8: Indicador de liquidez
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.9: Tasa efectiva anualizada de títulos públicos de regulación monetaria
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.10: Tasa pactada de operaciones interbancarias y de reportos en la BBV en MN
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

La liquidez del sistema financiero aumentó de forma pronunciada, cerrando la gestión en niveles inéditos y las tasas de interés del mercado monetario descendieron a prácticamente cero. Después de disminuir en los primeros meses del año, la liquidez se incrementó de forma sostenida llegando a Bs18.848 millones, cifra récord, a fines de diciembre (Gráfico 3.7). Asimismo, el *ratio* de liquidez respecto a los depósitos del público en el sistema financiero y sobre el PIB alcanzaron niveles elevados (Gráfico 3.8). En consecuencia, continuando la orientación iniciada en el segundo semestre de 2014, las tasas de interés monetarias descendieron cerrando la gestión en niveles prácticamente de cero (entre 0,001% y 0,004% para los plazos de 364, 182 y 91 días; Gráfico 3.9).⁹

La elevada liquidez y el descenso de las tasas de los instrumentos de regulación monetaria incidieron en disminuciones de las tasas interbancarias, de reporto en la BBV y de las tasas activas y pasivas del sistema financiero. Las trayectorias de las tasas interbancarias y de reporto reflejaron la orientación de la política monetaria, con caídas importantes en el segundo semestre de 2014, leves incrementos en la primera parte de 2015 y posteriores descensos hasta situarse a fines de la gestión en niveles en torno a 0,5% (Gráfico 3.10). Por su parte, las tasas activas y pasivas del sistema financiero también descendieron en respuesta a la mayor liquidez y al descenso de las tasas monetarias. La tasa pasiva promedio ponderada del sistema bancario disminuyó en 301pb respecto a julio de 2014 (Gráfico 3.11a) y la tasa activa promedio ponderada registró una caída de 358pb respecto a la observada en junio de 2014 (Gráfico 3.11b). El descenso de esta última también se debió a la Ley de Servicios Financieros que, entre otras disposiciones, estableció un techo a las tasas activas para créditos a la vivienda de interés social y al sector productivo.

⁹ En el primer trimestre de 2015 las colocaciones netas se realizaron sin generar incrementos importantes en las tasas.

3.1.4. Crecimiento del crédito al sector privado

La elevada liquidez que se alcanzó con la expansión monetaria, implicó la disponibilidad de recursos prestables, lo que influyó positivamente en la colocación de créditos otorgados por el sistema financiero, complementando los incentivos generados en el marco de la Ley de Servicios Financieros. Los vencimientos de los títulos que fueron adquiridos por las EIF generaron mayor liquidez para éstas de manera directa; asimismo, los vencimientos de los CD y Títulos Directos determinaron también mayor liquidez para las EIF, ya que frente a la imposibilidad de invertir en instrumentos del BCB, las AFP, FRUV y familias incrementaron sus depósitos en dichas entidades, lo que explica también el crecimiento récord de los depósitos. Por tanto, la política monetaria implicó una gran disponibilidad de fondos prestables, dando lugar al mayor crecimiento histórico de la cartera de créditos (Bs17.258 millones) como se analiza en el Capítulo II. De esta forma, la tasa de crecimiento interanual de la cartera que venía ralentizándose presentó una inflexión a partir de diciembre de 2014 y cerró la gestión 2015 en 17,5%, acorde con el crecimiento estimado en el Programa Monetario de la gestión. Cabe destacar que esta orientación complementó los objetivos de incremento de la cartera al sector productivo y vivienda de interés social establecidos en la Ley de Servicios Financieros.

En síntesis, los impulsos fiscales y monetarios permitieron sostener el dinamismo de la actividad económica, atenuando el impacto del ciclo económico adverso originado principalmente en el descenso de los precios de los principales productos de exportación y la menor demanda externa, sin que ello afecte a la inflación. El crecimiento estimado de 4,8% en 2015 está en torno al objetivo y la inflación de 3,0% fue más baja que la meta. La política monetaria determinó una fuerte inyección de liquidez que facilitó recursos para que las EIF la destinen al crédito con el objetivo de sostener el dinamismo de la actividad económica. Asimismo, las políticas del gobierno que mantuvieron el gasto corriente y de inversión fueron determinantes para sostener la demanda agregada.

Gráfico 3.11: Tasas de interés de bancos múltiples en MN (En porcentaje)
a) Pasivas DPF



b) Activas

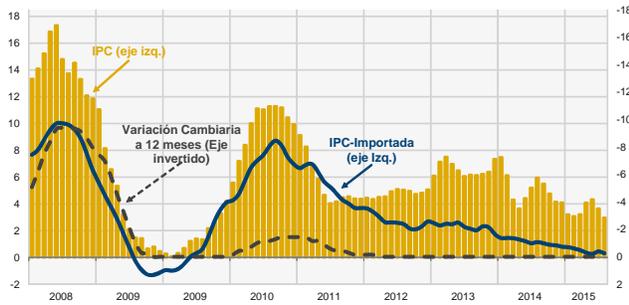


Fuente: Banco Central de Bolivia

Notas: Tasas efectivas de interés promedio ponderado

Hasta 2013 la cobertura corresponde al sistema bancario que luego fue modificado por la Ley de Servicios Financieros

Gráfico 3.12: Variación interanual del tipo de cambio, inflación e inflación importada
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

3.2. Política cambiaria

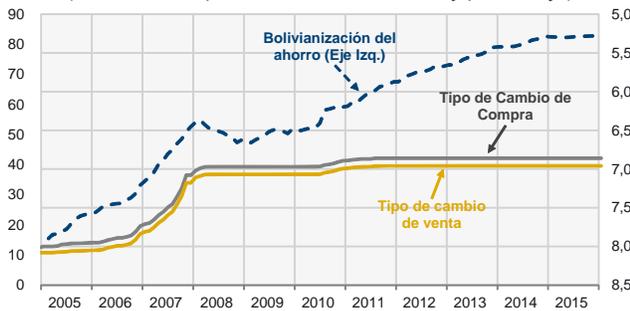
3.2.1. Orientación de la política cambiaria

La estabilidad del tipo de cambio nominal permitió anclar las expectativas sobre el tipo de cambio y contribuyó a mantener una inflación importada baja apuntalando la política monetaria expansiva. Durante 2015, el tipo de cambio respecto al dólar estadounidense se mantuvo invariable (Bs6,96 por dólar para la venta y Bs6,86 para la compra), lo que contribuyó a sostener una inflación baja contribuyendo a la orientación expansiva de la política monetaria.¹⁰ En efecto, la estabilidad del tipo de cambio guardó relación con la reducción de la inflación importada originada en menores precios internacionales de las materias primas y mayores depreciaciones de las monedas de nuestros socios comerciales (Gráfico 3.12). Por otra parte, la estabilidad cambiaria moderó las expectativas de la población en un contexto de elevada volatilidad de las paridades en los países vecinos, aspecto que contribuyó a que las compras de dólares estadounidenses se vinculen solamente con las operaciones de comercio exterior.

Al mismo tiempo, la política cambiaria contribuyó al fortalecimiento del proceso de Bolivianización. La orientación de la política cambiaria desde 2006, caracterizada por períodos de apreciación, estabilidad de la moneda nacional, ampliación de la brecha entre el tipo de cambio de compra y de venta (10 ctvs. desde el 9 de marzo de 2006), entre otros, continuó siendo determinante para el avance y consolidación del proceso de Bolivianización (Gráfico 3.13).

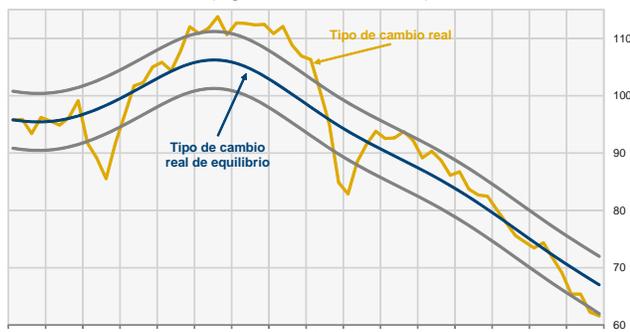
La política cambiaria no generó desalineamientos persistentes del tipo de cambio real respecto al determinado por sus fundamentos de largo plazo. Durante 2015 el tipo de cambio real no mostró alejamientos persistentes de su nivel de equilibrio (Gráfico 3.14). Es importante destacar que el choque externo desfavorable en 2015 se materializó principalmente en caídas en precios antes que en volúmenes de exportación.

Gráfico 3.13: Tipo de cambio oficial y Bolivianización del ahorro en el sistema financiero
(En bolivianos por dólar estadounidense y porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 3.14: Índice de tipo de cambio real y tipo de cambio real de equilibrio 1992-2015
(Agosto de 2003 = 100)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: El modelo del tipo de cambio real efectivo considera las siguientes variables: términos de intercambio, apertura comercial y gasto corriente

10 Como se analizó en el Capítulo I, las economías que sufrieron fuertes depreciaciones de sus monedas experimentaron también alzas de precios, que en varios casos tuvieron que ser enfrentadas con incrementos en las tasas de interés deprimiendo su ritmo de actividad.

3.2.2. El Bolsín y la venta directa de dólares estadounidenses del BCB

Con el propósito de profundizar la confianza en el abastecimiento de divisas, el BCB mantuvo diferentes mecanismos para atender la demanda de dólares estadounidenses. En 2015 se incrementaron las ventas de dólares estadounidenses realizadas por el BCB para atender operaciones comerciales en una economía que enfrenta términos de intercambio desfavorables y elevado nivel de inversión. El mecanismo de ventas directas continuó siendo el más utilizado para la demanda de dólares estadounidenses (Gráfico 3.15). Por su parte, las adquisiciones de dólares estadounidenses por parte del sector privado no financiero continuaron siendo las de mayor volumen, por encima de las realizadas por las entidades financieras, aspecto que empezó a cambiar con la eliminación de Impuesto a la Venta de Moneda Extranjera (IVME) a fines de gestión (Gráfico 3.16). Al igual que en 2013 y 2014, en 2015 las ventas de dólares estadounidenses del sistema financiero a sus clientes, en operaciones estándar y preferenciales, fueron mayores a las compras (Gráfico 3.17).

3.2.3. Comportamiento de los tipos de cambio

El tipo de cambio para las transacciones efectivamente realizadas entre las entidades financieras y sus clientes no es fijo y oscila diariamente dentro de una banda. En 2015, el Tipo de Cambio Promedio Ponderado (TCPP) de las operaciones de cambio estándar y preferenciales entre las entidades financieras y sus clientes¹¹ mantuvo la volatilidad acotada por la brecha definida por el tipo de cambio oficial de venta más un centavo y el de compra menos un centavo (Gráfico 3.18). Este aspecto es importante de destacar ya que en la práctica, las operaciones de cambio de moneda enfrentan a diario cotizaciones diferentes.

Gráfico 3.15: Venta de dólares estadounidenses del BCB por modalidad
(En millones de dólares estadounidenses)

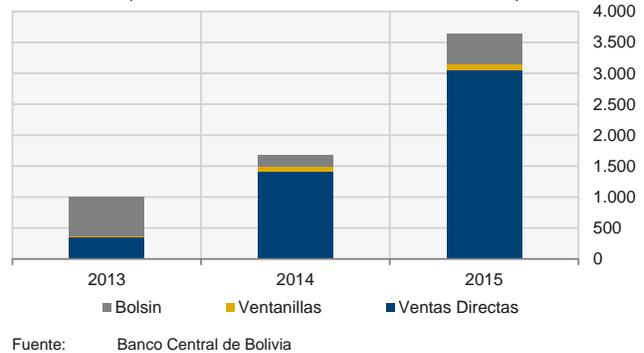


Gráfico 3.16: Venta de dólares estadounidenses del BCB por sectores
(En millones de dólares estadounidenses)

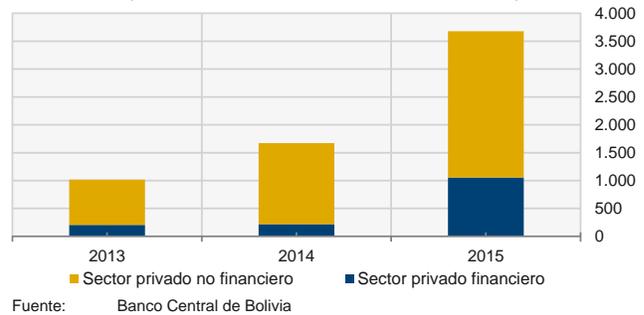


Gráfico 3.17: Compra y venta de dólares estadounidenses del sistema financiero al público
(En millones de dólares estadounidenses)

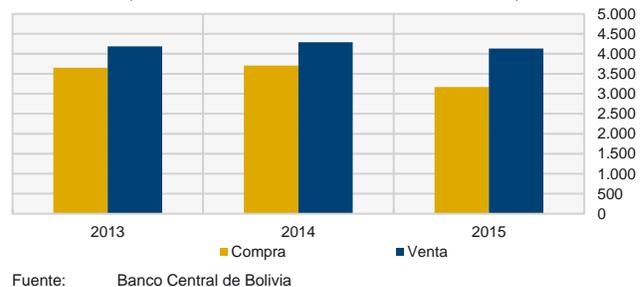
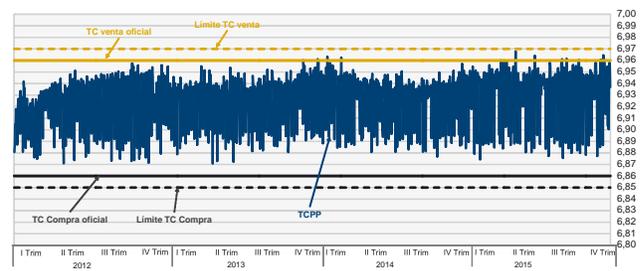


Gráfico 3.18: Tipos de cambio oficiales y del sistema financiero
(En bolivianos por dólar estadounidense)



11 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.

3.3. Otras medidas para el control de la inflación

El Órgano Ejecutivo implementó varias medidas dirigidas a apoyar al sector productivo del país y garantizar la seguridad alimentaria, las mismas que coadyuvaron también al control de la inflación. Entre ellas destacan: abastecimiento de víveres y provisiones por posibles contingencias, realización de ferias de precio y peso justo, fortalecimiento de la Empresa de Apoyo a la Producción de Alimentos (EMAPA), medidas para enfrentar los posibles efectos del Fenómeno de El Niño, fomento al sector productivo, cobertura estatal del seguro agrario y reducciones arancelarias. Específicamente:

- Mediante el DS No. 2243 del 7 de enero, se reguló y garantizó el abastecimiento oportuno de diesel oil destinado al consumo de los productores agropecuarios.
- La producción agraria estuvo asegurada contra los posibles efectos de fenómenos climáticos y desastres naturales mediante la promulgación del DS No. 2272 de 18 de febrero, norma con la que el TGN destinó Bs30 millones para el pago del subsidio a la prima del Seguro Agrario Universal “Pachamama” de la gestión 2015.
- El Ministerio de Desarrollo Rural y Tierras (MDRyT) amplió la cobertura de las ferias del precio y peso justo, con alcance nacional en todos los departamentos del E.P. de Bolivia. Durante la gestión se realizaron más de 110 ferias.
- Se dispuso mediante DS No. 2301 de 18 de marzo el financiamiento de capital de operaciones para la producción de bienes destinados al mercado interno y exportación con valor agregado, autorizando al Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural (MDPyEP) la constitución de un fideicomiso a favor del Banco de Desarrollo Productivo (BDP S.A.M.).
- Se promovió el acceso al “Crédito Productivo Grupal para la Mujer” en el marco del fideicomiso para el desarrollo productivo, según lo establece el DS No. 2310 de 25 de marzo.
- Se redujo temporalmente a 0% el Gravamen Arancelario para la importación de diésel oil,

mediante la promulgación del DS No. 2345 de 29 de abril.

- En el mes de abril, el MDPyEP dio inicio al Programa de Agricultura Urbana y Periurbana con el propósito de incentivar la producción de alimentos para contribuir a la seguridad alimentaria.
- Mediante Resolución Bi Ministerial No. 002/2015 de 05 de junio, emitida por el MDPyEP y el MDRyT se aprobó el “Reglamento para la emisión de certificados de abastecimiento interno a precio justo” con el propósito de priorizar el abastecimiento del mercado interno en relación a las exportaciones.
- Pro Bolivia inauguró en julio tres plantas de procesamiento de quinua en los Departamentos de Oruro, La Paz y Potosí, en las que se da valor agregado a este cereal.
- Por medio del DS No. 2453 promulgado el 15 de julio, se determinó recuperar áreas de suelos agropecuarios degradados de propiedades pequeñas, comunitarias o colectivas para mejorar la salud y la capacidad productiva de los suelos a nivel nacional, y garantizar la producción y la seguridad alimentaria.
- A través del DS No. 2472 de 2 de agosto, se creó el Programa “Cosechando Vida – Sembrando Luz” para facilitar el acceso al agua segura para consumo humano y saneamiento, y a fuentes alternativas y renovables de energía en comunidades rurales dispersas y/o vulnerables a los efectos del cambio climático que se encuentran en situación de pobreza o pobreza extrema.
- Mediante DS No. 2480 de 6 de agosto, se aprobó el Subsidio Prenatal Universal a todas las mujeres embarazadas que no cuentan con seguro de salud. Este subsidio se otorga mensualmente a partir del quinto mes de embarazo hasta el momento en que la madre tiene el parto y consiste en la dotación de productos nacionales por valor de Bs300. Su entrega se inició en el mes de octubre.
- A fines del mes de octubre, la Empresa Azucarera de San Buenaventura (EASBA), produjo su primer quintal de azúcar en el marco de la etapa de prueba.

- Mediante DS No. 2601 y DS No. 2602 de 18 de noviembre, se asignaron recursos en calidad de préstamo a EMAPA para la implementación de una planta procesadora de lácteos y un matadero frigorífico de carne vacuna en el Departamento de Beni.
- Mediante DS No. 2614 de 2 de diciembre, se estableció que el 6% de las utilidades netas de la gestión 2015 de los Bancos Múltiples y Bancos PyME deberá ser destinado a un Fondo de Garantía de Créditos para el sector productivo.
- Mediante DS No. 2618 de 2 de diciembre, se aprobó el “Plan de Acciones Inmediatas ante el Fenómeno de El Niño 2015–2016”. Este incluye la contratación directa de obras, bienes y servicios a distintas entidades públicas; la previsión presupuestaria para gastos de logística; y transferencias público-privadas en especie.
- EMAPA realizó distintas acciones durante la gestión, las cuales contribuyeron al control de la inflación y sus expectativas, entre las que se destacan:
 - Otorgación de créditos sin recargo de intereses a campesinos productores de trigo del Departamento de Tarija.
 - Apertura de nuevas sucursales en localidades del Departamento de Beni, ampliando la oferta de bienes de primera necesidad a precio justo.
 - Inicio de gestiones para renovar el contrato de abastecimiento de leche al mercado interno.
 - Provisión de carne de res en ciudades capitales.
 - Seguimiento a la primera cosecha con semilla mejorada de los productores del Municipio de Caracollo del Departamento de Oruro.
 - Disposición de 90 mil toneladas de trigo y 1,5 millones de bolsas de 50 kilogramos de harina para los panificadores.
 - Programa de compra de 100 mil toneladas de trigo a precio preferencial a pequeños y medianos productores.

- Socialización en el Departamento de Beni de la producción de arroz bajo el sistema de Cosecha de Lluvias, en coordinación con la Universidad Autónoma de Beni.
- Inicio de los siguientes proyectos en municipios cruceños: segunda fase de construcción, equipamiento e instalación de las Plantas de Acopio y Transformación en el municipio de Cuatro Cañadas; construcción, equipamiento e instalación del Centro de Almacenamiento de Alimentos en la localidad Mora del municipio de Cabezas; construcción, equipamiento e instalación de la segunda fase de la Planta de Acopio de Granos en el municipio de San Pedro.
- Venta al consumidor de harina a precio justo en vísperas de la fiesta de Todos Santos, previendo una eventual elevación de precios.
- Dotación de aproximadamente 600 mil bolsas de afrecho de trigo a más de 15 mil productores del sector lechero en los Departamentos de La Paz, Cochabamba y Santa Cruz.
- Disponibilidad de una reserva estratégica de 100 mil toneladas de trigo, 140 mil toneladas de maíz y 75 mil toneladas de arroz, y la provisión de carne de pollo, cerdo, res y leche, ante posibles contingencias a causa del Fenómeno de El Niño.

CUADRO 3.5: Créditos del BCB a las EPNE
(En millones de bolivianos)

	Saldo a	Desembolsos 2015			Diciembre 2015
	Diciembre 2014	Ene-Jun	Jul - Dic	Ene - Dic	
YPFB	10.542	858	1.163	2.021	12.563
EBIH	1	-	-	-	1
ENDE	3.586	620	406	1.026	4.612
COMIBOL	886	1.263	-	1.263	2.149
EASBA	1.311	159	89	248	1.560
TOTAL	16.327	2.899	1.658	4.557	20.884

Fuente: Banco Central de Bolivia

3.4. Políticas que contribuyeron al desarrollo económico y social

3.4.1. Financiamiento del BCB a las EPNE

El BCB participa en el Modelo Económico Social Comunitario Productivo mediante la otorgación de créditos para proyectos destinados a garantizar la soberanía energética y seguridad alimentaria. Cumpliendo con su mandato constitucional y Leyes del Estado, en 2015 el BCB desembolsó créditos a las EPNE por Bs4.557 millones. Estos recursos fueron destinados a financiar las actividades de los proyectos productivos de YPFB, ENDE, COMIBOL y EASBA, que coadyuvarán a fortalecer la matriz productiva y alcanzar la soberanía energética y la seguridad alimentaria del país (Cuadro 3.5).

CUADRO 3.6: Desembolsos al fideicomiso de apoyo a Gobiernos Autónomos Departamentales
(En millones de bolivianos)

	2015
Beni	94
Santa Cruz	46
Chuquisaca	18
Oruro	2
TOTAL	160

Fuente: Banco Central de Bolivia

Los desembolsos en 2015 fueron realizados para los siguientes proyectos:

- YPFB: “Planta de Urea-Amoníaco Carrasco Cochabamba” y “Planta de Separación de Líquidos Gran Chaco –Tarija – Carlos Villegas Quiroga”.
- ENDE: “Plan de Emergencia para el Abastecimiento de Electricidad al SIN”, “Planta de Generación Termoeléctrica Warnes”, “Hidroeléctrico San José, Líneas de Transmisión y Subestaciones Asociadas”, “Hidroeléctrico Miguillas” y “Línea de Transmisión San José – Santivañez”.
- COMIBOL: Segunda Fase del Proyecto “Desarrollo Integral de la Salmuera del Salar de Uyuni, Planta Industrial Fase II”.
- EASBA: Implementación y puesta en marcha del Ingenio Azucarero de San Buenaventura.

3.4.2. Préstamo del BCB para la constitución de un Fideicomiso para el financiamiento de contrapartes locales

En 2015, el BCB otorgó un préstamo excepcional para la constitución de un Fideicomiso que permita a los Gobiernos Autónomos Departamentales financiar las contrapartes de proyectos, medida asumida por el Órgano Ejecutivo para garantizar la ejecución de proyectos de inversión pública. El Gobierno Nacional aprobó mediante Ley N° 742 de Modificaciones al Presupuesto General del Estado de la gestión 2015, de fecha 30 de septiembre de 2015, la constitución de un Fideicomiso administrado por el Fondo Nacional de Desarrollo Regional (FNDR) con recursos externos y de manera excepcional de un préstamo del BCB de hasta Bs3.180 millones. El pago al BCB será cubierto con créditos externos, gestionados por el Ministerio de Planificación del Desarrollo (MPD). En 2015 se desembolsó Bs160 millones a este fideicomiso, beneficiando a cuatro gobernaciones (Cuadro 3.6).

3.4.3. Financiamiento del BCB al Bono Juana Azurduy

El BCB contribuye a la protección social y redistribución del ingreso mediante transferencias para el pago del Bono Juana

Azurduy de Padilla (BJA).¹² Desde 2010 y hasta la fecha el BCB ha transferido al Tesoro General de la Nación (TGN) recursos que provienen de los rendimientos generados por la inversión de las RIN que administra. Este beneficio tiene el propósito de reducir la mortalidad materna-infantil y la desnutrición crónica en niños menores de dos años. Entre 2010 y 2015, el BCB transfirió al TGN Bs675 millones para el financiamiento de este bono. De este total Bs147 millones fueron transferidos durante 2015 (Bs78 millones en el primer semestre y Bs69 millones en el segundo; Gráfico 3.19).

3.4.4. Financiamiento y transferencia del BCB al Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO)

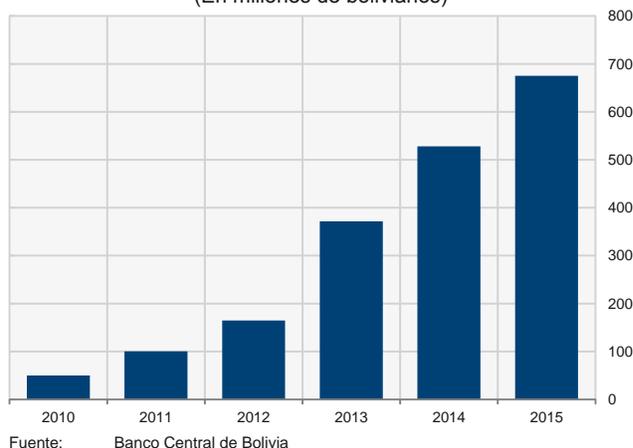
El FINPRO fue creado con recursos del BCB para financiar emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes y empleo. Para la constitución del FINPRO, el BCB transfirió \$us600 millones y concedió un crédito por otros \$us600 millones con el fin de otorgar financiamiento a empresas públicas u otras que se conformen con participación mayoritaria del Estado. Los recursos de este fondo, concedidos desde 2013, han sido destinados a proyectos aprobados mediante DS. A la fecha fueron otorgados trece créditos beneficiando a doce empresas del país (Cuadro 3.7). A diciembre de 2015, los desembolsos realizados por el FINPRO alcanzaron a \$us364 millones, de este total en 2015 se desembolsaron \$us169 millones y se amortizaron \$us18 millones.

3.4.5. Políticas para incentivar y crear alternativas de ahorro para las familias

El BCB apoya a la democratización del ahorro a través de la emisión de Títulos Directos a personas naturales, los mismos que cuentan con los rendimientos más atractivos del sistema financiero. A partir de 2007 el BCB realiza colocaciones directas de títulos a personas naturales, democratizando el acceso a instrumentos de regulación monetaria, con la particularidad de que estos títulos cuentan con rendimientos atractivos que inducen incrementos de las tasas pasivas en las EIF

12 Esta transferencia consiste en el pago de Bs1.820, de los cuales Bs320 se otorgan a las madres durante el período de gestación y el parto asistido, y el restante durante los primeros dos años de vida de los menores.

Gráfico 3.19: Transferencias del BCB para el Bono Juana Azurduy de Padilla
(En millones de bolivianos)



Cuadro 3.7: Créditos con financiamiento del FINPRO
(En millones de dólares estadounidenses)

Empresa	Proyecto	Autorizado	Monto Desembolsado	Amortizado
ECEBOL	Planta de cemento en el departamento de Oruro	307	124	
LACTEOSBOL	Planta liofilizadora de frutas en el trópico de Cochabamba	7	2	
LACTEOSBOL	Planta Liofilizadora de Frutas en el Municipio de Palos Blancos, Departamento de La Paz	8	2	
QUIPUS	Planta ensambladora de equipos de computación en el parque industrial de Kallutaca-Laja	61	61	6
YACANA	Empresa de Transformación Fibra de Caméidos en Kallutaca-Laja	38	22	
PROMIEL	Planta Procesadora Apícola en Chuquisaca	7	6	
PROMIEL	Producción Primería e Implementación de una Planta de Procesamiento de Stevia	14	3	
PROMIEL	Complejo productivo apícola en los Yungas	6	1	
HUANUNI	Implementación programa exploración y equipamiento empresa minera Huanuni	51	24	2
CORANI	Parque Eólico Qolpana Fase II	55	33	
VINTO	Adquisición de concentrados de estaño e insumos considerados en la actualización del estudio del proyecto "Planta de Fundición Ausmelt-Vinto"	51	51	10
SANK'AYU	Fundidora de Chatarra en Kallutaca	35	0	
ENATEX	Ampliación de la Capacidad Productiva de la Empresa Pública Nacional Textil	21	20	
ENVIBOL	Creación de empresa productiva de Envases de Vidrio de Bolivia (ENVIBOL)	58	13	
EMAPA	Implementación del Complejo Piscícola en el Trópico de Cochabamba	29	1	
TOTAL		746	364	18

Fuente: Banco de Desarrollo Productivo

favoreciendo al ahorro y la bancarización.¹³ Por tanto, esta colocación, además de contribuir a la regulación monetaria, promueve la cultura del ahorro, que es la base de la inversión en la economía. Desde el 4 de diciembre de 2015 hasta el 31 de enero de 2016, el BCB puso a disposición del público una nueva emisión del Bono Navideño con una tasa de rendimiento de 7% a plazos entre 2 y 8 meses.

3.4.6. Política cambiaria y su impacto en el crecimiento y la redistribución

La orientación de la política cambiaria apoyó también al crecimiento y a la redistribución del ingreso. La estabilidad del tipo de cambio generó confianza entre los inversionistas y contribuyó a la reducción de los costos de insumos y maquinaria de origen importado (rubros que representan aproximadamente el 80% del total de las importaciones del E.P. de Bolivia). Asimismo, no generó reducción de la capacidad competitiva del sector exportador ya que el tipo de cambio real se mantuvo alineado en torno a su nivel de equilibrio de largo plazo explicado por sus determinantes. Por otro lado, promovió la reducción de la pobreza y la desigualdad en los últimos años, ya que la estabilidad de la moneda nacional, complementada con las 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. De igual forma, aportó al mejoramiento del poder adquisitivo de los hogares al ser un mecanismo de contención del impacto de la inflación de origen externo.

3.4.7. Políticas para incentivar la Bolivianización

La soberanía monetaria genera recursos para el Estado y bienestar para la población. Desde 2006, se ha logrado recuperar la soberanía monetaria, resultado de la aplicación de un conjunto de medidas con características heterodoxas. Las políticas implementadas por el BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, lograron en tiempo récord importantes avances en el uso de la MN, lo que implica ingresos para el Estado y diversos beneficios para la población en general como se analiza en el Capítulo

¹³ De acuerdo a encuestas realizadas, para muchos clientes ésta es la primera inversión financiera que realizan, y se ha observado que al vencimiento de estos instrumentos los recursos se trasladan a las entidades bancarias.

IV. Además de la política cambiaria, las medidas más importantes para la Bolivianización fueron:

- Modificaciones al régimen de Encaje Legal diferenciándolo por monedas e introducción de incentivos para la colocación de créditos al sector productivo.
- Ampliación del diferencial entre los tipos de cambio de compra y de venta hasta 10 centavos.
- Aplicación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) a operaciones de depósito y retiro en ME.
- 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.
- Provisión oportuna de material monetario, lo que ha implicado en 2015 la emisión de la serie J para billetes de Bs10, Bs20, Bs50 y Bs200; en estos tres últimos cortes con un nuevo hilo de seguridad.
- Títulos Directos colocados en MN a familias y empresas con rendimientos atractivos, que compiten con los productos financieros de las EIF e indujeron a incrementar sus tasas pasivas.
- Un conjunto amplio de acciones de comunicación y educación, en los que se destaca los beneficios de la Bolivianización, entre ellas los ensayos escolares, concursos de teatro, cartillas, conferencias y rendición pública de cuentas.

Recuadro

Incorporación de nuevos instrumentos de regulación monetaria

La efectividad de la política monetaria ha mejorado sustancialmente en los últimos años debido, en parte, a la introducción de nuevos instrumentos de regulación monetaria.¹⁴ Estos instrumentos permitieron mejorar la transmisión de la política monetaria reduciendo los costos financieros y acortando los tiempos entre las decisiones de política y los efectos que éstas tienen sobre la economía. En este sentido, además de la tradicional venta de títulos de regulación monetaria en subasta, actualmente se cuentan con los siguientes instrumentos:¹⁵

- a) **Certificados de Depósitos o CD (2013)**, dirigidos a las administradoras del sistema integral de pensiones (AFP y FRUV) y compañías de seguros y reaseguros. Al ofrecerse directamente a inversionistas institucionales tiene un mayor impacto por los volúmenes con los que opera y el menor tiempo que implica su colocación. Las características de este instrumento (plazo, tasa, oferta y otros) son definidas por el Directorio del BCB de acuerdo al propósito de la política monetaria; al respecto, en general ha implicado un menor costo (tasas de colocación) que las operaciones en subasta considerando el mecanismo y el ámbito en el que se opera. Por tanto, este instrumento resultó ser muy efectivo por la magnitud de absorción, el menor tiempo y costo que implicó.
- b) **Reservas Complementarias o RC (2013)**, instrumento dirigido a las EIF que se constituye como una especie de encaje adicional obligatorio a un plazo y a una tasa de interés anual definidas de acuerdo a las condiciones de liquidez de la economía. La aplicación de este instrumento, permite inmovilizar parte del exceso de la liquidez del sistema financiero respecto a un nivel considerado adecuado en función a los depósitos, el cual se estima mediante procedimientos estadísticos en series observadas en varios años. Al aplicarse sobre el excedente, la medida permitió regular la liquidez de forma inmediata, sin impacto en las entidades que no disponían de los excedentes suficientes. El costo para el BCB fue menor que el de las OMA y tuvo un impacto mayor e inmediato. Además, el mecanismo tiene la flexibilidad suficiente para permitir la reinyección de la liquidez en el momento que se considere adecuado.
- c) **Depósitos Especiales de Regulación Monetaria o DERM (2015)**, consiste en depósitos remunerados a corto plazo que las EIF pueden realizar voluntariamente en el BCB. De ésta manera, el Ente Emisor regula volúmenes importantes de liquidez de forma inmediata y puede generar vencimientos en el corto plazo de acuerdo a los requerimientos de la economía. El BCB determina un monto límite de oferta que se adjudica de acuerdo a las solicitudes de los participantes (modalidad “primero llegado, primero servido”). Los recursos constituidos son inmovilizados, por tanto, no pueden ser utilizados por las EIF para el cumplimiento de los requerimientos de encaje legal, ni para garantizar o realizar otro tipo de operaciones. El BCB define la tasa y el plazo de éstos depósitos.

Adicionalmente, en el marco de la coordinación permanente con el Órgano Ejecutivo, a través del Grupo Macroeconómico, las autoridades recomendaron implementar los siguientes instrumentos heterodoxos:

- a) **Títulos Directos dirigidos a personas naturales (2007)**, que en sus diversas modalidades (letras de venta directa, bonos BCB directo, navideño, aniversario y plus) permiten captar recursos directamente de las familias e inducir mejores rendimientos para los ahorristas en el sistema financiero. Además, el Bono BCB Navideño permite trasladar el gasto de fin de año, que es principalmente en bienes importados, a otras fechas del año con un mayor componente de producción nacional. Estos títulos democratizaron el acceso a los instrumentos del BCB que antes estaban destinados exclusivamente a las EIF. Asimismo,

¹⁴ Asimismo, la mayor efectividad también se alcanzó con la recuperación del margen de maniobra de la política monetaria a raíz del incremento de la Bolivianización, política coordinada con el MEFP.

¹⁵ Cabe señalar que también fueron mejorados los instrumentos tradicionales. En el caso de la subasta, se ampliaron las facultades del COMA dándole mayor capacidad de realizar colocaciones en ciertas circunstancias.

debido a la intensa política de comunicación, estos instrumentos incentivan a la bancarización al ser en muchas ocasiones el primer acercamiento de la población a instrumentos financieros. El COMA del BCB define las características de la oferta de estos valores, específicamente los montos mínimos y máximos de compra permitidos por titular, las tasas y los plazos ofertados. Pueden acceder a esta modalidad todas las personas naturales. La cancelación de valores se realiza al vencimiento o de manera anticipada a simple solicitud de la persona titular de los valores. Actualmente, se pueden comprar estos valores en Plataforma de Atención al Cliente del BCB con efectivo o tarjeta de débito de la Red ENLACE, además con el propósito de llegar a la población en todo el territorio nacional, se puede acceder a estos en las agencias y/o sucursales del Banco Unión S.A. o por internet desde la página web del BCB.

- b) **Compra de valores públicos en el mercado secundario de la Bolsa Boliviana de Valores (2015)**, realizado a través de una Agencia de Bolsa por el cual el BCB adquiere valores emitidos por el TGN o por el mismo BCB, como forma de adelantar los vencimientos de los títulos para facilitar la inyección de liquidez. Con este mecanismo, por primera vez el BCB puede acceder al mercado secundario para regular la liquidez. El COMA determina el periodo en el que se ejecuta la compra, la cantidad de títulos a adquirir, el plazo restante de los valores y las series específicas como el precio máximo de compra de cada serie. La Agencia de Bolsa ejecuta la compra, realiza los procedimientos de liquidación y compensación y transfiere los valores adquiridos a la cuenta matriz del BCB en la Entidad de Depósitos de Valores de Bolivia (EDV). Los valores del BCB adquiridos son redimidos anticipadamente dando de baja la obligación, en caso de títulos emitidos por el TGN estos permanecen hasta su vencimiento.
- c) **Emisión de Valores (letras y bonos) con opción de rescate anticipado (2015)**, destinados a las entidades financieras con licencia de funcionamiento de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) o de la Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS) ofertados en subasta o en mesa de dinero. Estos títulos pueden ser redimidos anticipadamente cuando sea necesario inyectar liquidez, ya que este instrumento da la opción al BCB pero no la obligación de rescatar sus valores antes del vencimiento. El COMA define el plazo, el monto total y la fecha de emisión, así como el periodo de protección del rescate. En este sentido, el BCB puede ejercer su opción en cualquier momento después del periodo de protección (90 días).

Adicionalmente a los instrumentos señalados, el BCB ha empleado también la normativa de encaje legal con fines de regulación de la liquidez, promover la bolivianización e incentivar el crédito. Diversas modificaciones se han realizado a la normativa de encaje, como fue explicada en ediciones anteriores del IPM, que han propiciado que este instrumento sea también una herramienta útil para los fines señalados. En 2015 se modificaron las tasas de encaje y el porcentaje de Fondos en Custodia, ampliando la liquidez de las EIF de forma rápida.

4. Estabilidad de precios y desarrollo económico y social

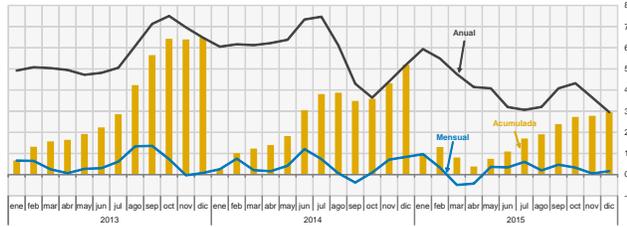
En 2015, la inflación se mantuvo controlada, cerrando el año en 3%. La mayor parte del año la inflación interanual presentó una tendencia descendente, la cual se explicó principalmente por el buen desempeño del sector agropecuario, bajas presiones inflacionarias externas y la estabilidad cambiaria. Otros factores que también explicaron el comportamiento de la inflación fueron la estabilidad de tarifas de servicios y las reducidas expectativas inflacionarias. La trayectoria de la inflación a doce meses estuvo acorde con lo esperado en el IPM de julio de 2015, aunque en niveles se situó por debajo del rango inferior de la proyección.

Comparada con los otros países de América del Sur, la inflación del E.P. de Bolivia fue la más baja. Varios países registraron importantes depreciaciones de sus monedas lo que ocasionó un efecto transmisión llevando a la inflación por encima de sus respectivas metas.

Los indicadores de tendencia inflacionaria reflejaron una ligera evolución descendente, menos pronunciada que la inflación total, lo cual indica que fueron factores de oferta favorables los que ejercieron mayor influencia para el descenso de esta última. Al cierre de la gestión terminaron en tasas ligeramente mayores que la inflación total.

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 de Padilla.

Gráfico 4.1: Inflación anual, acumulada y mensual
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

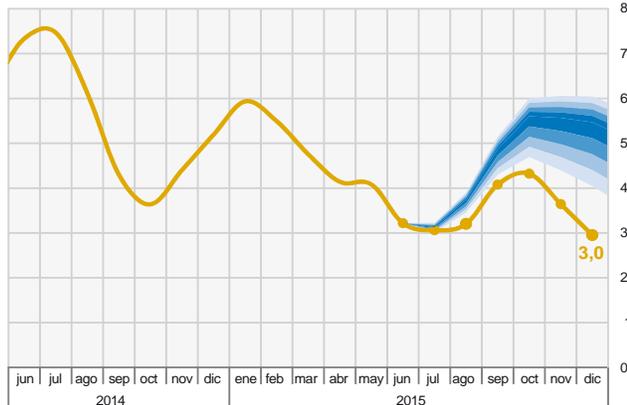
4.1. Comportamiento reciente de la inflación

4.1.1. Contexto y evolución reciente de la inflación

En 2015 la inflación se mantuvo controlada cerrando con una tasa anual de 3%, la más baja desde 2009. La mayor parte del año la inflación interanual presentó una tendencia descendente, explicada principalmente por el buen desempeño del sector agropecuario, bajas presiones inflacionarias externas y la estabilidad cambiaria (Gráfico 4.1).

Durante 2015, la trayectoria de la inflación a doce meses estuvo acorde con lo esperado en el IPM de julio de 2015, aunque en niveles se situó por debajo del rango inferior de proyección. Durante la mayor parte del segundo semestre, la inflación se situó ligeramente por debajo del rango inferior de proyección; sin embargo, en los últimos dos meses reflejó una caída más pronunciada de lo esperado debido principalmente a la disminución de precios de algunos alimentos (vegetales). Cabe señalar que para 2015 se determinó una meta relativamente elevada (5,5%) con el fin de contar con mayor espacio para las políticas monetaria y fiscal expansivas orientadas a dinamizar la actividad económica (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.2: Inflación interanual observada y proyectada-IPM de julio de 2015
(En porcentaje)

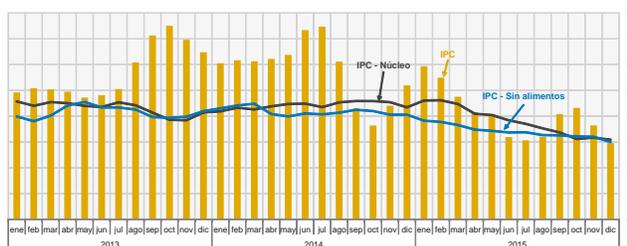


Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
Notas: La línea dorada denota la trayectoria observada de la inflación
El área azul refleja la proyección efectuada en el IPM de julio de 2015

El BCB calcula indicadores de tendencia inflacionaria que reflejan con mayor precisión el incremento persistente y generalizado de precios.¹⁶

En 2015 estos indicadores presentaron una ligera evolución descendente, menos pronunciada que la inflación total, lo cual indica que fueron choques de oferta favorables los que ejercieron mayor influencia para el descenso de esta última. Esto refuerza la idea de que factores como el buen desempeño del sector agropecuario y las bajas presiones inflacionarias externas ejercieron una importante influencia sobre la caída de la inflación general. El Índice de Precios al Consumidor Núcleo (IPC-Núcleo) (3,1%) e IPC-Sin alimentos (3,0%) terminaron la gestión con tasas ligeramente mayores a la inflación total y mostraron una relativa estabilidad en los últimos meses (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3: Inflación interanual total, núcleo y sin alimentos
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

¹⁶ Estos indicadores son: IPC-Núcleo e IPC-Sin alimentos. El núcleo inflacionario excluye los alimentos perecederos y los productos con precios administrados (transporte público, pan y combustibles). Por su parte, la inflación sin alimentos excluye todos los tipos de estos productos.

La mayoría de las divisiones del IPC registraron tasas menores que en 2014. Entre las que observaron menor inflación destacan Recreación y Cultura, así como Prendas de Vestir y Calzados. Cabe señalar que la división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas presentó una de las tasas más bajas, al contrario de anteriores gestiones, lo cual se explica principalmente por el buen desempeño del sector agrícola que fue importante para la estabilidad de los precios de los alimentos perecederos y no perecederos. Por el contrario, en línea con las políticas orientadas a dinamizar la demanda interna y la redistribución del ingreso, las mayores tasas de inflación se registraron en las divisiones relacionadas con los servicios (Salud y Vivienda, Servicios Básicos y Combustibles), aunque terminaron la gestión con tasas bajas y estables (Cuadro 4.1).

En general, todas las ciudades capitales registraron variaciones acumuladas menores a las de la gestión anterior. Las ciudades que destacaron por su baja inflación fueron Cobija, Potosí y Santa Cruz. Por su parte, La Paz y Cochabamba presentaron los mayores incrementos (Cuadro 4.2).

Los porcentajes de bienes y servicios cuyos precios aumentaron y disminuyeron respecto al mes anterior se mantuvieron estables. Salvo factores estacionales de finales y principios de gestión, estos indicadores reflejan la estabilidad de la inflación total y de los factores de oferta que explican su comportamiento en 2015 (Gráfico 4.4).

El Índice de Precios al Productor (IPP)¹⁷ registró una tendencia similar a la del IPC aunque con variaciones interanuales negativas. La disminución de los precios al productor se explicó especialmente por una disminución de los costos de producción tanto por mayor oferta de insumos internos (especialmente en el caso de la industria alimenticia) como externos (Gráfico 4.5).

17 El IPP reemplazó en 2015 al Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM) el cual sólo consideraba el sector industrial. Este nuevo indicador incluye las siguientes actividades: agropecuaria, pesca, industria manufacturera y servicios de distribución de energía eléctrica y agua.

Cuadro 4.1: Inflación e incidencias acumuladas por divisiones del IPC

(En porcentaje e incidencia en puntos porcentuales)

IPC GENERAL	2014	2015	
	Variación (%)	Variación (%)	Incidencia (pp)
IPC GENERAL	5,2	3,0	
Alimentos y bebidas no alcohólicas	6,9	2,2	0,71
Bebidas alcohólicas y tabaco	6,7	3,1	0,03
Prendas de vestir y calzados	2,6	1,3	0,07
Vivienda, servicios básicos y combustibles	5,5	4,8	0,48
Muebles, artículos y servicios domésticos	5,4	3,4	0,24
Salud	6,9	6,2	0,16
Transporte	3,3	2,4	0,25
Comunicaciones	-1,4	1,9	0,04
Recreación y cultura	2,3	0,6	0,03
Educación	5,8	4,5	0,18
Restaurantes y hoteles	5,5	4,5	0,63
Bienes y servicios diversos	3,6	2,0	0,13

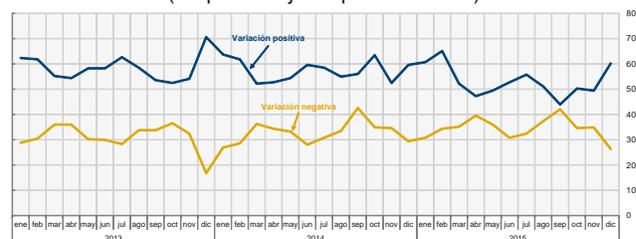
Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Cuadro 4.2: Inflación acumulada por ciudades
(En porcentaje)

	2014	2015
Bolivia	5,2	3,0
La Paz	4,0	4,6
Cochabamba	7,4	4,1
Trinidad	5,6	3,0
Sucre	4,5	3,0
Oruro	3,9	1,8
Tarija	9,1	1,7
Santa Cruz	4,8	1,4
Potosí	4,1	1,2
Cobija	2,0	-0,5

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

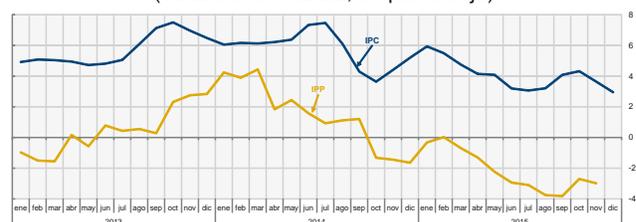
Gráfico 4.4: Bienes y servicios del IPC que aumentaron y disminuyeron de precio por mes
(En porcentaje respecto del total)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

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 4.5: Índice de precios al productor
(Variación interanual, en porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

4.1.2. Factores que explican la evolución reciente de la inflación

El comportamiento de la inflación en 2015 se explica principalmente por factores de oferta. Además de la caída de los precios de los alimentos por la mayor producción del sector agropecuario, las bajas presiones inflacionarias externas y la estabilidad cambiaria, también tuvieron un papel importante la estabilidad de tarifas de servicios y las reducidas expectativas inflacionarias.

4.1.2.1. Menores tasas de inflación de alimentos

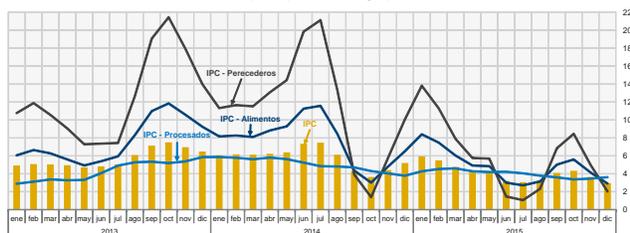
La inflación interanual de alimentos mostró una tendencia descendente en 2015, explicada principalmente por la mayor oferta interna y externa. El sector agropecuario registró su mejor desempeño en los últimos 12 años, favorecido por un buen entorno climático, situación que contrasta con los efectos negativos del Fenómeno de El Niño observado en otros países de la región (Gráfico 4.6).

Por tipo de alimento, los percederos reflejaron un comportamiento volátil y explican de manera importante la variación de la inflación total, mientras que los alimentos procesados mostraron una trayectoria estable. Los precios de los vegetales (cebolla, lechuga, papa y tomate) registraron importantes disminuciones en 2015, así como es el caso de algunas frutas, carne de pollo, arroz, fideos y harina de trigo.

4.1.2.2. Baja inflación externa

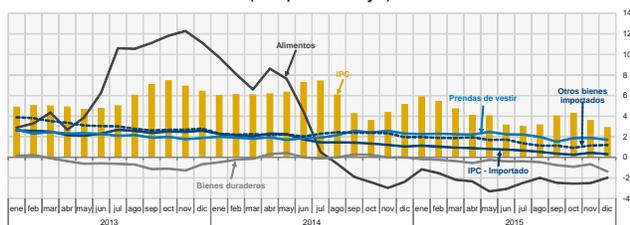
En 2015, todos los componentes de la inflación importada tuvieron una tendencia a la baja alcanzando tasas negativas y/o cercanas a cero. Este comportamiento obedeció a la caída de los precios internacionales de las materias primas y a la depreciación de las monedas de los principales socios comerciales. La estabilidad cambiaria desempeñó un papel importante que permitió generar un entorno económico estable y evitar presiones inflacionarias adicionales, como las observadas en países con flexibilidad cambiaria. Por un lado, los alimentos (especialmente arroz, harina de trigo y fideos) y bienes duraderos reflejaron variaciones interanuales negativas. Por otro, las categorías de Otros Bienes Importados y Prendas de Vestir y Textiles mantuvieron una tendencia descendente (Gráfico 4.7).

Gráfico 4.6: Inflación interanual total e inflación de alimentos según tipo
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

Gráfico 4.7: Inflación interanual total e inflación importada por componentes
(En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

Nota: Los grupos que se muestran corresponden sólo a productos importados del IPC

4.1.2.3. Estabilidad de tarifas de servicios

En línea con las políticas orientadas a dinamizar la demanda interna y la redistribución del ingreso, las tasas de inflación de los servicios se mantuvieron relativamente estables. Al interior de este grupo, los incrementos más importantes fueron en alquiler de vivienda, empleada doméstica, salud y educación superior universitaria (Gráfico 4.8).

4.1.2.4. Reducidas expectativas inflacionarias

En 2015, en línea con la inflación observada, las expectativas de inflación tendieron a disminuir situándose por debajo de la meta para la gestión (5,5%). Las expectativas de los agentes económicos se moderaron a lo largo de la gestión por el desempeño de la economía y la evolución de los precios, destacando el carácter adaptativo de las expectativas (Gráfico 4.9).¹⁸

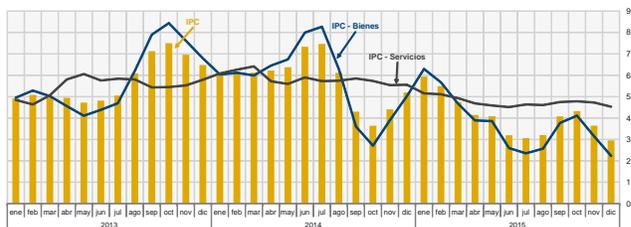
4.1.3. Inflación del E.P. de Bolivia comparada con la región

Comparada con los otros países de América del Sur, la inflación del E. P. de Bolivia fue la más baja, dado que varios países registraron importantes depreciaciones de sus monedas que derivaron en tasas de inflación por encima de sus metas. En efecto, en la mayoría de los países con flexibilidad cambiaria, las depreciaciones de las monedas encarecieron los precios de bienes finales e insumos importados y, a pesar de sus esfuerzos, la inflación sobrepasó los límites superiores de los rangos meta en Brasil, Uruguay, Colombia, Chile y Perú (Gráfico 4.10).

4.2. Desarrollo económico y social

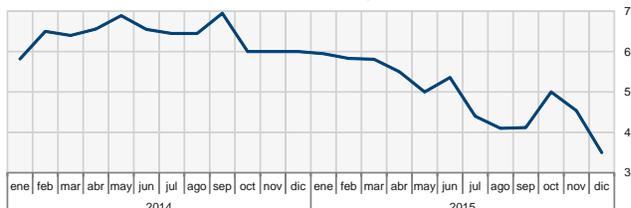
En el capítulo 3 se presentaron las políticas y acciones realizadas por el Ente Emisor para contribuir al desarrollo económico y social del país. En esta sección se describen algunos resultados e impactos de las mismas.

Gráfico 4.8: Inflación interanual total, de servicios y de bienes (En porcentaje)



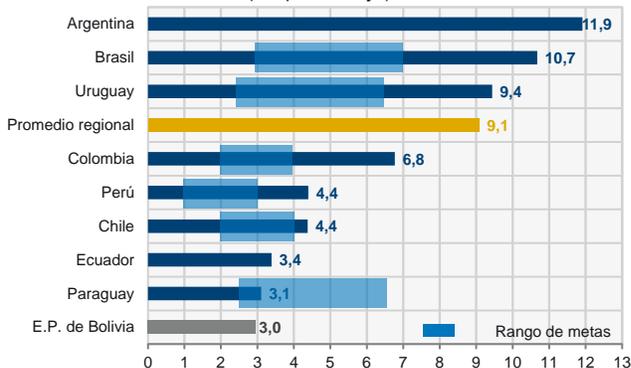
Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

Gráfico 4.9: Expectativas de inflación a fin de año (En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Gráfico 4.10: Inflación acumulada en economías de América del Sur en 2015 (En porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística – Bloomberg – Banco Central de Bolivia
 Notas: El promedio toma en cuenta ponderaciones según el tamaño respectivo de las economías
 Los datos de Argentina corresponden a octubre de 2015

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

4.2.1. Créditos del BCB a las EPNE

En 2015, los desembolsos realizados por el BCB a las EPNE dieron continuidad y conclusión a varios proyectos. Estos proyectos se orientaron a la generación de valor agregado, principalmente en hidrocarburos, seguridad energética, industrialización del litio y seguridad alimentaria.

i) Industrialización de los Hidrocarburos

De acuerdo a YPFB,¹⁹ se concluyó la construcción de la Planta Separadora de Líquidos Gran Chaco - Carlos Villegas Quiroga. Esta planta, ubicada en el departamento de Tarija, inició sus operaciones en septiembre de 2015. Sus niveles de producción superarán en al menos cinco veces los volúmenes actuales de la Planta Río Grande y tendrán como principal destino el mercado externo. Entre los principales impactos económicos, se espera que permita recuperar productos pesados que actualmente se están exportando junto con el gas natural, disponer de volúmenes adicionales de GLP para sustituir importaciones y exportar, lo cual implica ingresos adicionales para el país. Se dispondrán volúmenes de etano como materia prima para la Planta de Etileno y Polietileno. En la fase de construcción se generó 7.000 puestos de trabajo, entre directos e indirectos.

La Planta de Amoniaco y Urea, ubicada en la provincia José Carrasco de la localidad de Bulu Bulu del departamento de Cochabamba, tiene un avance de 85%. Con esta iniciativa se busca agregar valor al gas natural para generar excedentes y promover el desarrollo integral, abastecer al mercado interno y regional sustituyendo las importaciones de fertilizantes, precautelar la seguridad alimentaria y promover el desarrollo de la agroindustria en el E.P. de Bolivia, crear polos de desarrollo petroquímicos con la transferencia tecnológica y generar ingreso de divisas a través de la exportación de productos no tradicionales con alto valor agregado. Desde el inicio de la construcción de la obra hasta su culminación, se tiene previsto generar aproximadamente 8.000 puestos de trabajo, entre directos e indirectos.

¹⁹ Comunicación de YPFB de fecha 11 de diciembre de 2015 detalla los siguientes proyectos: i) Planta Separadora de Líquidos Gran Chaco Carlos Villegas Quiroga ii) Planta de Amoniaco y Urea en Carrasco.

Como parte de la generación de valor agregado en el sector hidrocarburífero, se encuentra en desarrollo la Planta de Transformación de Polietileno – El Alto.²⁰

Este proyecto tiene como objetivo principal satisfacer la demanda de tuberías de polietileno para redes secundarias de transporte de gas de proyectos de YPFB, proyectos de riego, geo membranas para la impermeabilización y agro films derivados de polietileno con el fin de satisfacer la demanda interna de estos insumos para el desarrollo productivo. La implementación de esta planta genera 60 empleos directos.

Asimismo, en gestiones pasadas el BCB financió el proyecto de la Planta Separadora de Líquidos de Río Grande, ubicada en la provincia Cordillera del departamento de Santa Cruz, que fue finalizada en 2013.

ii) Seguridad energética

En línea con la política energética actual, ENDE²¹ está llevando a cabo inversiones en distintos proyectos de la cadena de valor del sector eléctrico (generación, transmisión y distribución). Estas inversiones tienen el propósito de satisfacer la demanda interna, incorporar a comunidades alejadas al Sistema Interconectado Nacional (SIN), garantizar el suministro oportuno de energía a los megaproyectos impulsados por el sector público, generar excedentes para la exportación y consolidar al E.P. de Bolivia como el centro energético de la región en línea con los objetivos de la Agenda Patriótica 2025.

En la generación de energía eléctrica destacan los proyectos hidroeléctricos de San José en Cochabamba y el de Miguillas en La Paz. La construcción del primero tiene un avance del 19%, en tanto que la del segundo todavía se encuentra en una etapa inicial y se tiene previsto su inicio de operaciones para 2019. Con estos dos proyectos se espera incrementar la generación bruta de energía eléctrica en 364 MW aproximadamente y su construcción demandará cerca de 2.400 empleos entre directos e indirectos.

²⁰ En base a comunicación EBH-GG-N°415/2015.

²¹ En base a comunicación oficial ENDE-DGFN-12/55-15, cursada el 29 de diciembre de 2015.

Respecto a los proyectos de transmisión eléctrica destaca la Línea de Transmisión Chaco – Tarija, consistente en una línea de transmisión en doble terna con una tensión de 230kV para el transporte de la energía generada por la Planta Termoeléctrica del Sur. La primera terna se concluyó en 2014 en tanto se espera que se concluya la segunda en 2016. El proyecto posibilitará la incorporación al SIN de los sistemas aislados de Yacuiba, Villamontes, Caraparí, Entre Ríos y Bermejo, mejorará la calidad y confiabilidad del suministro en Tarija, Yacuiba, Villamontes, Caraparí y sus áreas de influencia, beneficiando a más de 60 mil familias y transportará la energía generada en la Planta Termoeléctrica del Sur hacia el SIN, incrementando la oferta de generación. El proyecto creó más de 2.000 empleos directos e indirectos.

Se están llevando a cabo otros proyectos que permitan el suministro de energía eléctrica a distintas regiones del país. Entre estos proyectos se tiene el Plan de Emergencia - Generación Moxos, que tiene la finalidad de adicionar 14 unidades de 1,4 MW de potencia, haciendo un total de 20 MW en la Planta Térmica Moxos, con el objetivo de atender y garantizar el abastecimiento a la creciente demanda del Sistema Trinidad, en la misma línea se encuentran en ejecución los proyectos de remodelación de los sistemas de media y baja tensión en la parte de distribución en la ciudad de Trinidad. Por otra parte, se concluyó el Proyecto Subestación La Cumbre como parte del Plan de Emergencia, para mejorar el suministro de energía al área norte del SIN y el Proyecto de Suministro de Energía al Centro Minero Huanuni.

Los proyectos finalizados y financiados por el BCB en el sector eléctrico son los siguientes: Línea de Transmisión Chaco – Tarija (Primera Terna; 2014) y la Planta Termoeléctrica de Warnes (septiembre de 2015).

iii) **Industrialización del Litio**

Como parte de la Estrategia Nacional de Industrialización de Recursos Evaporíticos,

COMIBOL²² está concretando el proyecto integral de industrialización del litio en el salar de Uyuni en tres fases. Como se mencionó en anteriores IPM, ya se concluyó la primera fase piloto de producción de carbonato de litio y cloruro de potasio. La segunda fase consiste en la construcción de una planta a escala industrial la cual, además de los productos mencionados, producirá otras sales, finalmente se pretende concluir este complejo con la producción de baterías de ion litio.

El proyecto de producción industrial de sales básicas (fases II y III), principalmente de sales de potasio y carbonato de litio y posteriormente, de productos de magnesio y boro, ha conseguido significativos avances. Hasta la fecha, estos proyectos han generado más de tres centenares de empleos directos y alrededor de un millar de indirectos.

iv) Seguridad alimentaria

En el marco de las políticas del Órgano Ejecutivo para procurar la Seguridad Alimentaria con Soberanía, el Ente Emisor otorgó a EASBA tres créditos. Este financiamiento está destinado a la implementación de la Planta Industrial Azucarera y Derivados para la ejecución de proyectos orientados a la implementación de la planta industrial, desarrollo agrícola, estudios y mejora de la infraestructura, que en conjunto se constituirán en la base de la producción de azúcar en el norte del Departamento de La Paz. De acuerdo a ésta empresa,²³ el avance de ejecución física de la planta a noviembre de 2015 es del 96%, destacándose la plantación de 1.177 hectáreas de caña de azúcar, la adquisición de maquinaria, equipos e implementos agrícolas para las labores de habilitación, preparación de suelos y plantación, la construcción de galpones para equipos y tanques, construcción de campamento y capacitación de personal y productores de las comunidades en el cultivo de caña de azúcar, la adquisición y remodelación de un inmueble para el funcionamiento de la

²² Según Informe Técnico GERE DPL 086/2015, del 14 de diciembre de 2015.

²³ En base a comunicación oficial EASBA-NE-GG-N° 770/2015, cursada el 18 de diciembre de 2015 y al Informe Técnico EASBA/IT/PL-N° 043/2015 del 16 de diciembre de 2015.

empresa en la ciudad de La Paz, la realización de doce estudios que son la base para la ejecución de los proyectos de Implementación de la Planta Industrial de Azúcar y Derivados, así como del cultivo de caña de azúcar en San Buenaventura.

Ésta iniciativa ha permitido la generación, desde 2011 a noviembre de 2015, de 787 empleos bajo la administración directa de EASBA y 1.762 a través de las empresas contratistas. Se espera que este impacto se vea significativamente intensificado cuando la planta y la industria cañera de la región, alcancen su capacidad máxima de producción, estimándose la generación de 500 empleos directos por EASBA y alrededor de 5.000 empleos indirectos.

4.2.2. Transferencias del BCB para el BJA

Desde hace varios años el BCB contribuye de manera importante a las políticas sociales orientadas a mejorar la salud y la redistribución del ingreso mediante el financiamiento del BJA. Entre 2009 y 2015 el número de madres y niños beneficiados ascendió a 1.502.788 y se ejecutó un presupuesto de más de Bs718 millones (Cuadro 4.3).

4.2.3. Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO)

El financiamiento otorgado por el FINPRO fue canalizado a diferentes emprendimientos productivos del Estado con el fin de diversificar la matriz productiva. Los recursos fueron dirigidos a diversos emprendimientos de la industria de alimentos, desarrollo de hilados y textiles, minería y metalurgia, insumos para la construcción, generación de energía eléctrica, industria de vidrio y computación, entre otros.

- **Industria de Alimentos:** LACTEOSBOL, producción y comercialización de lácteos y jugos en el mercado interno; PROMIEL, industrialización de la estevia y la miel de abeja; y EMAPA con la implementación de un complejo piscícola en el trópico de Cochabamba.
- **Hilados y Textiles:** YACANA, implementación de una planta de transformación de fibra de camélidos en la localidad de Kallutaca-Laja; y ENATEX, producción y comercialización de productos textiles, tanto para el mercado interno como para el externo.

Cuadro 4.3: Beneficiarios y monto erogado para el BJA 2009-2015
(En número de personas y millones de Bs)

Grupo beneficiario	Número de Beneficiarios	Monto Erogado
Madres	590.624	86.399
Niños(as) menores de 2 años	912.164	632.092
Total	1.502.788	718.491

Fuente: Unidad Ejecutora BJA - Ministerio de Salud y Deportes
 Nota: Las cifras del monto erogado corresponden al presupuesto ejecutado hasta octubre de 2015, el número de beneficiarios hasta el 31 de agosto de 2015

- **Minería y metalurgia:** HUANUNI, construcción de un ingenio de tratamiento de estaño en el departamento de Oruro; y en VINTO se incrementó la producción de estaño de 12.000TM a 30.000TM por año a través de la actualización de la planta de fundición Ausmelt-Vinto.
- **Insumos para la construcción:** ECEBOL, producción de cemento en Oruro; y SANK'AYU, construcción de la planta fundidora de chatarra en Kallutaca que producirá planchas y perfiles de metal y/o fierros de construcción.
- **Generación de energía eléctrica:** CORANI, implementación de la segunda fase del Parque Eólico de Qollpana en Cochabamba y la generación de 21 MW de potencia adicional para el SIN.
- **Industria de vidrio:** ENVIBOL, producción de envases de vidrio.
- **Computación:** QUIPUS, ensamblaje de computadoras y diversificación de productos.

4.2.4. Fideicomiso Fondo Nacional de Desarrollo Regional (FNDR)

El Financiamiento del BCB en el marco de la Ley No. 742, fue destinado por los gobiernos departamentales a la ejecución de varios proyectos de prevención de inundaciones, caminos, construcción y mejoramiento de sistemas de riego. En 2015 el BCB desembolsó recursos al Fideicomiso creado mediante la Ley No. 742 para diferentes proyectos ejecutados por cuatro gobiernos departamentales:

- **Gobierno Autónomo Departamental del Beni (Bs94 millones; un proyecto);** construcción del tramo carretero Rurrenabaque – Riberalta.
- **Gobierno Autónomo Departamental de Santa Cruz (Bs46 millones; quince proyectos);** construcción de obras de protección contra inundaciones en varias localidades: Puerto Pacay, Santa Fe, Sector Curuchi, Puerte Grether – Yapacani, Sector Progreso Limoncito, etc.
- **Gobierno Autónomo Departamental de Chuquisaca (Bs18 millones; nueve proyectos);** construcción de presas y represas para sistemas de riego y mejoramiento del sistema de riego en varias localidades: Villa

Charcas, San Agustín Las Carreras, Villa Vaca Guzmán, Villa Serrano, Padilla y otros.

- **Gobierno Autónomo Departamental de Oruro (Bs2 millones; seis proyectos);** construcción de sistemas de riego en varias poblaciones: Caracollo, Totorá, Pazña, Antequera y Mendoza.

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

El BCB ha creado instrumentos para incentivar el ahorro del sector privado con el fin de democratizar las operaciones del BCB, incrementar la inclusión financiera y regular la liquidez estacional. Uno de los objetivos principales de la venta directa de Bonos al público por parte del BCB ha sido favorecer el ahorro de los hogares. En el primer caso, ha permitido la democratización de los instrumentos de regulación monetaria que anteriormente estaban destinados solamente a las EIF. Estos activos financieros fueron ofertados a tasas de rendimiento atractivas con la finalidad de señalar al alza las tasas pasivas. Asimismo, ha promovido la inclusión financiera al incentivar el ahorro de aquellos segmentos de la población que se hallaban excluidos del sistema financiero. En este marco, los Bonos Navideños también han permitido postergar el gasto de los hogares concentrado en bienes importados a finales de año.

Cabe mencionar que las ventas a personas naturales aumentaron de manera significativa en los últimos años, beneficiando a más de 126 mil personas en todo el país. La cobertura geográfica, además de abarcar a todas las ciudades capitales, ha alcanzado a ciudades intermedias y poblaciones del área rural, entre ellas: 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.

4.2.6. Mayor Bolivianización

La soberanía monetaria recuperada permite que las políticas contracíclicas sean más efectivas para el control de la inflación y el apuntalamiento de la actividad económica, así como otros beneficios directos a la población. La profundización de la

Bolivianización contribuyó al fortalecimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y fue un factor fundamental para que el BCB en coordinación con el MEFP, cumpla con su mandato constitucional de controlar la inflación para apoyar al crecimiento económico y social, preservando la estabilidad y solvencia del sistema financiero.

La Bolivianización conlleva varios beneficios para la economía boliviana:

- Disminuye la probabilidad de que las familias incumplan con sus obligaciones, ya que tanto sus deudas como sus ingresos están denominados en la misma moneda, reduciendo el descalce de monedas y la incertidumbre.
- Como consecuencia de lo anterior, disminuye la mora de los créditos en las entidades financieras otorgando a éstas una mejor solvencia financiera.
- Elimina los costos asociados a la compra y venta de monedas, agilizando las transacciones económicas y mejorando la eficiencia.
- Incrementa la efectividad de la política monetaria, facilitando al BCB la aplicación de políticas contracíclicas.
- Mejora la capacidad del sistema financiero para atender requerimientos de dinero por parte de las EIF ante retiros inesperados de depósitos, puesto que el BCB puede proveer el efectivo en moneda nacional que sea necesario (prestamista de última instancia).
- Mejora la calificación de riesgo del país y, por tanto, facilita el acceso al financiamiento externo.
- Incrementa los ingresos para el Estado por concepto de señoreaje (capacidad de emitir nuestra propia moneda).

5. Perspectivas y riesgos de la inflación

La recuperación de la actividad económica mundial en 2016 será más débil que lo previsto en la anterior versión del IPM, dados los mayores riesgos a la baja. En la región, el desempeño diferenciado de las economías estará condicionado a su grado de exposición a los efectos de una menor demanda externa, precios bajos de las materias primas y el endurecimiento en las condiciones del financiamiento externo. Por su parte, se proyecta que la inflación mundial mantendrá un comportamiento diferenciado entre regiones. En este contexto, los bancos centrales de América del Sur continuarán enfrentando el dilema entre mantener ancladas las expectativas de inflación o impulsar el crecimiento.

En 2015 la economía boliviana registrará por segundo año consecutivo el mayor crecimiento económico de América del Sur, resultado que se esperaría nuevamente para 2016, siendo la demanda interna el principal motor del dinamismo económico. Por el lado de la oferta, la expansión se sustentará en sectores con mayor generación de valor agregado y la diversificación del aparato productivo. La inflación interanual para el cierre de 2016 se situará en torno a 5,3%, mientras que para 2017 alrededor de 5%; estas metas proporcionan un margen suficiente de acción para que el BCB continúe implementando los impulsos monetarios sin descuidar el objetivo de preservar la estabilidad de precios, en el marco de su orientación contra-cíclica. La política cambiaria mantendrá una orientación que contribuya a preservar los equilibrios interno y externo.

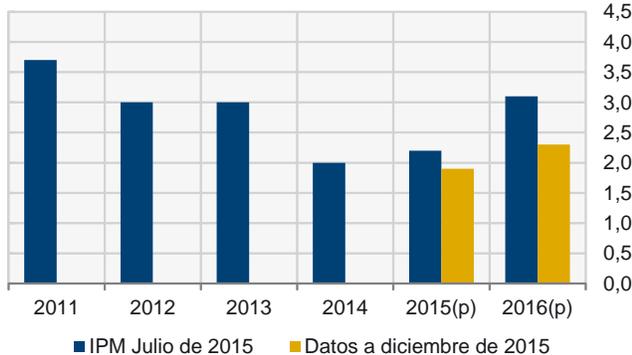
Cuadro 5.1: Crecimiento anual en regiones y países seleccionados
(En porcentaje)

	2014	2015 (p)			2016 (e)		
		CF	FMI	CEPAL	CF	FMI	CEPAL
Producto Mundial	3,4	2,8	3,1	3,1	3,6	3,6	(3,8)
Economías Avanzadas	1,8	n.d.	2,0	n.d.	2,2	2,2	(2,4)
Estados Unidos	2,4	2,5	2,6	2,5	2,8	2,8	(3,0)
Zona del Euro	0,9	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	(1,7)
Japón	-0,1	0,6	0,6	1,1	1,0	1,0	(1,2)
Economías Emergentes y en Desarrollo	4,6	n.d.	4,0	n.d.	4,5	4,5	(4,7)
China	7,3	6,9	6,8	6,5	6,3	6,3	(6,3)
India	7,3	7,5	7,3	7,8	7,5	7,5	(7,5)
América Latina y El Caribe	1,2	-0,2	-0,3	-0,4	0,6	0,8	0,2
América del Sur	0,6	-1,5	-1,6	-1,7	-0,3	-0,3	-0,8
Argentina	0,5	1,3	0,4	2,0	0,5	-0,7	0,8
Brasil	0,1	-3,2	-3,0	-3,5	-1,8	-1,0	-2,0
Chile	1,9	2,1	2,3	2,0	2,5	2,5	2,1
Colombia	4,6	2,9	2,5	3,1	2,8	2,8	3,0
México	2,2	2,4	2,3	2,5	2,8	2,8	2,6
Perú	2,4	2,7	2,4	2,8	3,4	3,3	3,4
R.B. de Venezuela	-4,0	-8,0	-10,0	-7,1	-4,5	-6,0	-7,0
E.P. de Bolivia ^{1/}	5,5	4,8	4,8	5,0	5,0	5,0	(4,0)
PIB relevante para el E.P. de Bolivia^{2/}	2,0	1,9	1,9	2,3	2,3	2,3	(3,1)

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe (diciembre de 2015), *Foreign Exchange Consensus Forecast* (diciembre de 2015), *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2015) y FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (octubre de 2015).

Notas: Entre paréntesis se incluyen las proyecciones del IPM de julio de 2015
^{1/} En el caso del E.P. de Bolivia se toman las cifras y proyecciones oficiales
^{2/} Crecimiento promedio anual ponderado de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia
 (p) proyectado
 (e) estimado
 (n.d.) no disponible
 CF: *Consensus Forecasts*

Gráfico 5.1: Crecimiento del PIB externo relevante para el E.P. de Bolivia
(En porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales e Institutos de estadística de los países. FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (octubre de 2015). *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2015)

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

5.1. Contexto internacional²⁴

Para 2016 se estima una recuperación de la actividad económica mundial a un mayor ritmo que en 2015, pero ligeramente más débil que lo previsto en el IPM de julio de 2015, por una intensificación de los riesgos a la baja. De acuerdo a las proyecciones más recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), la tasa de crecimiento de la economía global será de 3,6% para 2016, mayor a la de 2015 (3,1%), pero ligeramente menor a la tasa estimada en el anterior IPM (3,8%; Cuadro 5.1). Este panorama se sustenta en la intensificación de algunos riesgos como la desaceleración de China, el endurecimiento de las condiciones financieras externas asociado al alza de las tasas de interés en EE.UU. y los conflictos internos en algunos países. De acuerdo con los organismos internacionales, el débil crecimiento de la demanda mundial y las condiciones desde el lado de la oferta, llevarán a que los precios de materias primas se mantengan en torno a los observados en el último año, afectando principalmente a los países emergentes exportadores de materias primas.

El desempeño diferenciado de las economías de la región en 2016 estará condicionado a su orientación comercial y/o productiva. Se prevé que el desempeño económico de América del Sur refleje una contracción de 0,8% en 2016, donde los países exportadores de materias primas se verán más afectados, tanto por la menor demanda externa como por los bajos niveles de precios. En la región destacarían las contracciones estimadas en Venezuela (-7,0%) y Brasil (-2,0%). En el caso de Venezuela, la caída del precio del petróleo y las perspectivas de que se mantenga en niveles bajos, exacerbarían aún más los desbalances macroeconómicos, manteniendo su situación de recesión. El resultado negativo en Brasil se explicaría, además del contexto internacional descrito, por el deterioro de las condiciones políticas y la caída de la confianza empresarial y del consumidor. En este contexto general, el crecimiento externo relevante para el E.P. de Bolivia en 2016 alcanzaría a 2,3% (Gráfico 5.1), ligeramente por encima al registrado en 2015 (1,9%), aunque inferior al anunciado en la anterior edición del IPM (3,1%).

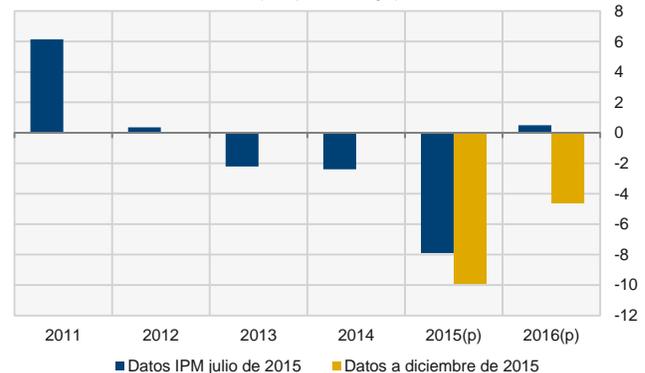
²⁴ Las proyecciones presentadas en esta sección corresponden a las calculadas por diferentes organismos internacionales.

Se prevé una menor liquidez en los mercados financieros internacionales y un endurecimiento de las condiciones del financiamiento externo. La continuación del proceso de normalización monetaria en EE.UU. y la perspectiva de un comportamiento similar en el Reino Unido en 2016, hacen prever condiciones financieras menos favorables para las economías emergentes respecto a las observadas en los últimos meses de 2015. Además, estas economías se encuentran particularmente expuestas a los cambios de orientación de los flujos de capitales, lo que implicará mayor volatilidad en los mercados cambiarios y eventualmente la necesidad de un mayor uso de reservas internacionales.

Los bancos centrales de la región continuarán enfrentando al dilema entre mantener ancladas las expectativas de inflación o impulsar el crecimiento. En función al margen de maniobra y en la medida que las presiones inflacionarias persistan, se anticipan nuevos incrementos de tasas de interés en algunos países de la región, trayectoria más restrictiva que lo esperado en el anterior IPM que obedece al incremento del efecto de transmisión de las depreciaciones a la inflación. En contraposición, se espera que Brasil mantenga o inicie un proceso moderado de reducción de sus elevadas tasas de política para coadyuvar a la actividad económica, a pesar de los latentes riesgos de incrementos en la inflación provenientes de una mayor depreciación o un ajuste fiscal insuficiente. Adicionalmente, la actuación de los bancos centrales continuará condicionada en gran medida al accionar de la *Fed* y a las nuevas decisiones de estímulo monetario que puedan implementar el BCE y/o el Banco de Japón.

Se proyecta que la inflación mundial en 2016 se mantendrá moderada con un comportamiento diferenciado entre regiones. La inflación mundial cerrará en promedio en 3,4%, en tanto que las economías avanzadas presentarán un incremento leve aunque todavía por debajo de sus objetivos. En los países emergentes y en desarrollo, principalmente para aquellos que experimentaron presiones inflacionarias en 2015, se proyectan disminuciones en las variaciones de precios. En este panorama, en 2016 la inflación externa relevante para el E.P. de Bolivia se situaría en niveles negativos (-4,6%) aunque en una magnitud inferior a la de 2015 (-9,9%; Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2: Inflación externa relevante para el E.P. de Bolivia
(En porcentaje)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de los países. FMI, Perspectivas de la economía mundial (octubre de 2015) y *Latin Focus Consensus Forecast* (diciembre de 2015)

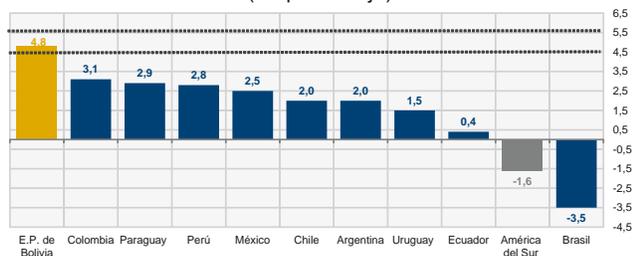
Nota: Corresponde al promedio ponderado por el comercio exterior boliviano de la inflación a diciembre en dólares estadounidenses de quince socios comerciales del E.P. de Bolivia (p) proyectado

5.2. Contexto nacional

En 2015 la economía boliviana registrará por segundo año consecutivo el mayor crecimiento económico de América del Sur. En efecto, en un contexto de una débil recuperación de las economías avanzadas y una desaceleración de las emergentes y en desarrollo, gracias a la fortaleza de la demanda interna y el dinamismo de las distintas actividades económicas, se prevé que el E.P. de Bolivia registre el mayor crecimiento económico de América del Sur, estimándose una tasa en torno al 4,8%, en línea con la proyección efectuada en el IPM de julio de 2015 (Gráfico 5.3).

Para la gestión 2016 se espera una tasa de crecimiento de 5,0%. Este desempeño se fundamentaría en la expansión de los proyectos de industrialización establecidos en el Plan de Desarrollo Económico y Social 2016 – 2020. Por el lado de la oferta, la expansión económica se sustentará en la generación de valor agregado y la diversificación del aparato productivo. En efecto, se espera un importante crecimiento en el sector de Electricidad, Gas y Agua a consecuencia de una mayor generación de electricidad por la puesta en marcha de los proyectos de Misicuni, Qollpana - Fase 2 y la generación por biomasa en San Buenaventura, con excedentes que podrían destinarse a la exportación. En esa línea, se prevé que la capacidad instalada del Sistema Interconectado Nacional (SIN) pase de 1.825 MW a 1.979 MW, representando un incremento del 8,4%.

Gráfico 5.3: Perspectivas de crecimiento económico en América del Sur para 2015
(En porcentaje)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe (diciembre 2015) y Banco Central de Bolivia

Nota: Las líneas punteadas representan el intervalo en el que se encontraría el crecimiento del PIB del E.P. de Bolivia según estimaciones oficiales

En el sector Industrial Manufacturero se prevé un mayor dinamismo, destacándose el incremento de la capacidad utilizada de la Planta Separadora de Líquidos de Gran Chaco “Carlos Villegas Quiroga”, cuyos excedentes podrían destinarse a la exportación de GLP a países como Perú, Paraguay y Uruguay. Por su parte, la producción de cemento mantendrá una dinámica congruente con el desarrollo del sector construcción.

En el sector de Hidrocarburos, el mayor dinamismo del mercado interno, en línea con los programas del Gobierno destinados a incrementar el uso doméstico de gas natural, y los continuos requerimientos de nuestros principales mercados de exportación (Brasil y Argentina), coadyuvarían a una expansión de la producción sectorial.

Respecto al sector agropecuario, las previsiones consideran una desaceleración originada por los efectos del fenómeno climático “El Niño” sobre los cultivos y ganado. Según Organismos Internacionales, la presencia de esta anomalía se prolongaría hasta finales del primer trimestre de 2016.

En 2016 la fortaleza de la demanda interna continuará siendo el principal motor del crecimiento económico. La expansión esperada en el E.P. de Bolivia nuevamente se sustentará en el dinamismo de la demanda interna tanto por impulsos monetarios como fiscales. Entre estos últimos, destaca la inversión pública programada para 2016, mayor en 11% a la de 2015. El sector productivo absorberá el 47% de la inversión, 30% el sector de infraestructura y el restante 23% se asignará a los sectores Social y Multisectorial. Dentro del primer grupo destacan las inversiones en empresas con participación mayoritaria del Estado en los sectores de Comunicaciones (ENTEL), Energía (ENDE) e Hidrocarburos (YPFB). En el segundo sobresalen los recursos para la construcción de hospitales de hasta cuarto nivel.

En 2016, la política monetaria continuará contribuyendo a la dinámica del crecimiento económico en el marco de su orientación contracíclica. Salvo la regulación de excedentes de liquidez estacionales que, en presencia de choques de oferta, podrían generar presiones inflacionarias de segunda vuelta, la política monetaria mantendrá su orientación expansiva iniciada a mediados de 2014. En este sentido, la inyección de liquidez será consistente con los requerimientos de la economía, manteniendo el balance entre el objetivo de estabilidad de precios y el de apoyar al desarrollo económico y social, según lo establecido en el Programa Monetario.

La política cambiaria mantendrá una orientación que contribuya a preservar los equilibrios interno y externo. En efecto, 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.

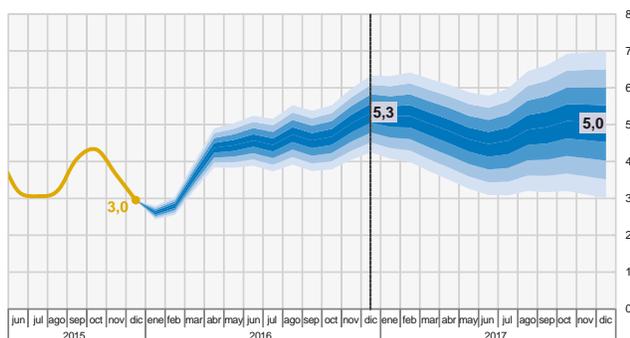
EI BCB, en el marco de lo dispuesto en la Constitución Política del Estado, mantendrá la coordinación de

ambas políticas con el Órgano Ejecutivo mediante los mecanismos ya institucionalizados en los últimos años.

5.3. Perspectivas de la inflación

Se espera que la inflación interanual para el cierre del año 2016 se sitúe en torno a 5,3%, mientras que para 2017 alrededor de 5%. 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. La tasa de inflación esperada de 5,3% para 2016 contempla un rango entre 4,3% y 6,3% (Gráfico 5.4). 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 2015.

Gráfico 5.4: Inflación observada y proyectada
(En porcentaje)



Fuente: Banco Central de Bolivia
 Notas: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central. La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%

5.4. Balance de riesgos

Evaluados los posibles escenarios, se estima que el balance de riesgos sobre la evolución futura de la inflación estaría equilibrado. Dentro de los riesgos que pueden ocasionar que la inflación termine con valores mayores a los esperados, se encuentran los siguientes: i) impacto del Fenómeno de El Niño sobre el sector agropecuario que podría ocasionar una menor producción y, por ende, un incremento de precios de alimentos; y ii) ajuste de precios administrados por encima de lo esperado, principalmente de los sectores de transporte y educación. Por otra parte, entre los riesgos a la baja se encuentran: i) una continua depreciación de las monedas de los socios comerciales del E.P. de Bolivia; ii) bajos precios internacionales de materias primas (energía y alimentos); y iii) menor liquidez de origen externo.

Como en los últimos años, el Órgano Ejecutivo y el BCB, en el marco de sus competencias y de manera coordinada, implementarán diferentes políticas y 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 la economía boliviana.

Abreviaturas y siglas de utilización frecuente en esta publicación

€	Euro
\$us	Dólares estadounidenses
¥	Yenes
AFP	Administradora (s) de Fondos de Pensiones
ASFI	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
APS	Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros
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
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
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
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
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
FNDR	Fondo Nacional de Desarrollo Regional
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
IIRM	Indicador de Intensidad de la Regulación Monetaria
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 Inflacionario
IPC-REM	Índice de Precios al Consumidor de todas las Actividades Remuneradas
IPC-S	Índice de Precios al Consumidor Subyacente
IPC-SA	Índice de Precios al Consumidor Sin Alimentos
IPE	Índice de Precios Externos
IPE-STC	Índice de Precios Externos 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
IVME	Impuesto a la Venta de Moneda Extranjera
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
La Paz - Bolivia