



# PARTE I

## **INFLACIÓN**

1. La inflación en 2008
2. El BCB y el control de la inflación
3. Perspectivas de la inflación para 2009



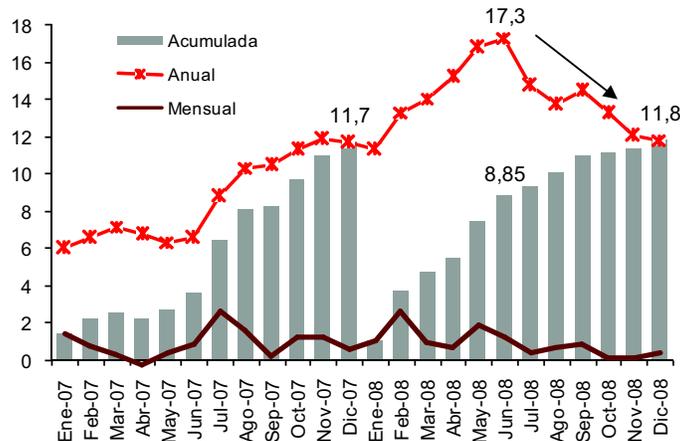
La inflación en 2008 (11,8%) fue similar a la observada en 2007 (11,7%). Se caracterizó por una evolución distinta a lo largo del año, pues inicialmente se incrementó hasta llegar a 17% en junio, para luego comenzar a descender gradualmente. Esta disminución fue determinada por varios factores: el descenso de la inflación importada como resultado de la crisis financiera internacional y la reducción de la actividad económica mundial, el efecto de las políticas económicas aplicadas por el Ente Emisor y el Gobierno, las favorables condiciones climáticas y por menores expectativas de inflación. De esta forma, las medidas de inflación relevante para la política monetaria, que excluyen los precios más volátiles, se situaron en torno a 9% al finalizar la gestión. Para promover este descenso, las políticas monetaria y cambiaria del BCB fueron contractivas hasta el tercer trimestre del año, posteriormente cambiaron de orientación, en vista del descenso de la inflación y para prevenir los efectos negativos de la crisis internacional. Las proyecciones indican que la inflación se encontrará en torno a 8% en 2009, con un rango de valores probables entre 6% y 9%, y 6% en 2010. La inflación disminuiría como resultado de una menor inflación importada, la reducción de las expectativas de inflación y por el efecto de las políticas aplicadas para controlar la inflación.

## 1 LA INFLACIÓN EN 2008

La inflación anual en diciembre de 2008 (11,8%), medida como la variación porcentual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue similar a la registrada en diciembre de 2007 (11,7%). No obstante, su comportamiento durante el año fue distinto: en 2007 registró una tendencia ascendente durante todo el año, mientras que en 2008 el ascenso se observó inicialmente hasta junio, donde la inflación llegó a

17,3% y posteriormente descendió en más de 5 puntos porcentuales (pp) hasta llegar a 11,8% en diciembre (Gráfico 2.1). Este comportamiento tiene una alta relación con la inflación importada, en particular con la de productos alimenticios, pero también con factores internos como el desempeño de la producción y los efectos de las medidas de política económica aplicadas.

GRÁFICO 2.1  
INFLACIÓN ANUAL, MENSUAL Y ACUMULADA  
(En porcentajes)



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

En el primer semestre de 2008, la incidencia en la inflación acumulada del rubro de alimentos y bebidas<sup>19</sup> fue de 7,9pp con un aporte de 88,9% a la inflación total. El capítulo de alimentos y bebidas consumidos dentro del hogar contribuyó con 6,3pp (71,2% de la inflación), esencialmente por su incidencia en el primer trimestre cuando los efectos adversos del fenómeno natural "La Niña" repercutieron sobre los precios de los productos agrícolas.

En el segundo semestre este panorama cambió radicalmente. La inflación acumulada disminuyó hasta 3,0% y la contribución de los capítulos relacionados con alimentos y bebidas cayó a 62,7% y la de aquellos consumidos dentro del hogar a sólo 22,6%. Entre los factores que han contribuido a esta reducción se pueden señalar: la recuperación del sector agropecuario, la reducción de la inflación importada y el impacto de las distintas políticas ejecutadas de manera coordinada entre el BCB y el Gobierno (Cuadro 2.1).

<sup>19</sup> Incluye los capítulos de alimentos y bebidas no alcohólicas, bebidas alcohólicas y tabaco, y restaurantes y hoteles.

**CUADRO 2.1**  
**INCIDENCIAS DE LA INFLACIÓN POR CAPÍTULO**  
(En porcentajes)

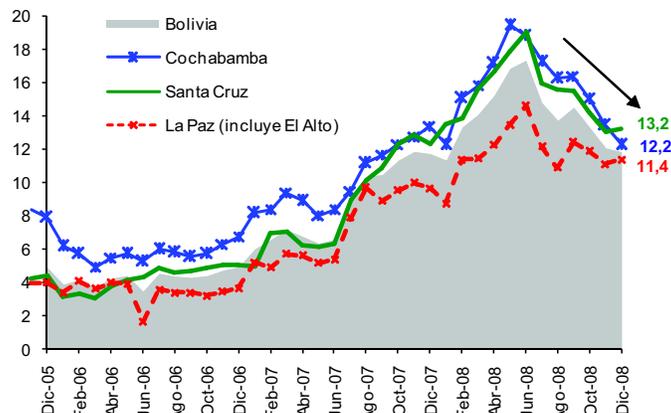
CAPÍTULO	Semestre I/2008	Part. en incid. I/2008	Semestre II/2008	Part. en incid. II/2008	Ene-Dic 2008	Part. en incid. 2008
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	6,30	71,19	0,68	22,58	6,98	58,86
Bebidas Alcohólicas y Tabaco	0,06	0,70	0,08	2,73	0,14	1,21
Prendas de Vestir y Calzados	0,20	2,26	0,17	5,79	0,37	3,16
Vivienda y Servicios Básicos	0,33	3,70	0,04	1,27	0,37	3,08
Muebles y Artículos Domésticos	0,44	4,97	0,44	14,74	0,88	7,45
Salud	0,09	1,03	0,19	6,28	0,28	2,36
Transporte	-0,30	-3,35	0,14	4,66	-0,16	-1,32
Comunicaciones	-0,01	-0,12	-0,03	-0,84	-0,04	-0,31
Recreación y Cultura	0,01	0,08	0,02	0,56	0,02	0,20
Educación	0,09	0,98	0,02	0,61	0,11	0,89
Restaurantes y Hoteles	1,51	17,02	1,12	37,35	2,63	22,18
Bienes y servicios Diversos	0,14	1,55	0,13	4,29	0,27	2,24
<b>Inflación Total</b>	<b>8,85</b>		<b>3,01</b>		<b>11,85</b>	

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: El capítulo de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas corresponde a productos consumidos dentro del hogar

Desde la perspectiva geográfica, la inflación en las nueve ciudades capitales tuvo la misma característica: ascendente en el primer semestre y descendente en el segundo. Sin embargo, destacaron las tasas de inflación en Santa Cruz y Cochabamba que durante todos los meses de 2008 fueron

mayores al promedio nacional (Gráfico 2.2). Para las ciudades fuera del eje central, la información disponible desde el mes de marzo de 2008, también muestra que la inflación disminuyó en forma marcada desde junio y principalmente en el último trimestre del año.<sup>20</sup>

**GRÁFICO 2.2**  
**INFLACIÓN POR CIUDADES**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

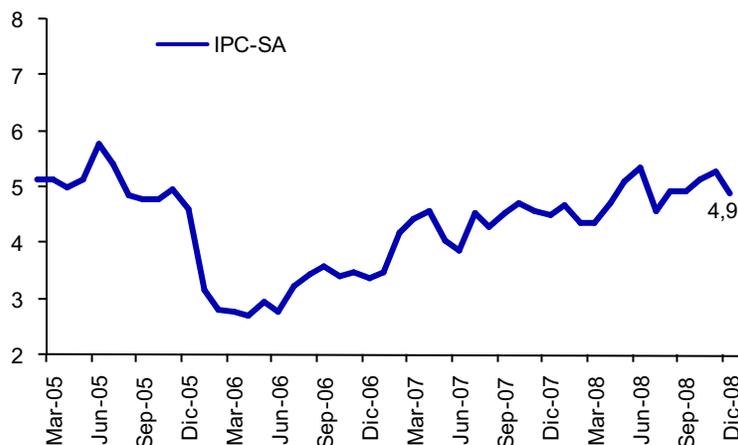
### Inflación con y sin alimentos

El indicador de inflación que excluye el efecto de los precios de los alimentos (Índice de Precios al Consumidor sin Alimentos - IPC - SA), fue de un dígito y no descendió de manera similar a la inflación total (Gráfico 2.3). Ello refleja que la inflación observada en 2007 y 2008 tuvo un alto

componente de inflación por factores de oferta, en este caso relacionado con los precios internacionales y la inflación importada, principalmente de alimentos. El patrón ascendente de este indicador en el primer semestre y su menor reducción respecto a la inflación total, revela que existieron "efectos de segunda vuelta" o repercusiones en el resto de los precios de la canasta del IPC.

<sup>20</sup> A partir de marzo de 2008 el Instituto Nacional de Estadística (INE) calcula un nuevo IPC, que actualizó la canasta de bienes y servicios y amplió la cobertura a nivel nacional. Se puede encontrar una descripción más amplia en el *Reporte de Inflación* de abril de 2008.

**GRÁFICO 2.3**  
**VARIACIÓN PORCENTUAL DE LOS PRECIOS**  
**SIN ALIMENTOS**  
(En porcentajes)



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

Durante el primer semestre del año los productos alimenticios estuvieron entre los de mayor incidencia inflacionaria. Por ejemplo, en los dos primeros trimestres, cerca del 96% de la incidencia de los 10 artículos de mayor efecto en la inflación

se explica por productos del capítulo de alimentos y bebidas. En el cuarto trimestre este porcentaje se redujo en alrededor de 15pp, lo que puede interpretarse como una señal de la estabilización de los precios de este capítulo (Cuadro 2.2).

**CUADRO 2.2**  
**ARTÍCULOS CON MAYOR INCIDENCIA EN LA INFLACIÓN**  
(En porcentajes)

Artículos con mayor incidencia	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre
<b>I. Incidencia de los 10 artículos más inflacionarios</b>	<b>3,08</b>	<b>2,98</b>	<b>1,33</b>	<b>0,75</b>
I.1. De los cuales alimentos	2,97	2,84	1,22	0,53
I.2. De los cuales no alimentos	0,11	0,14	0,11	0,22
<b>% de los alimentos más inflacionarios (I.1/I)</b>	<b>96</b>	<b>95</b>	<b>91</b>	<b>71</b>
<b>% de los no alimentos más inflacionarios (I.2/I)</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>29</b>

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

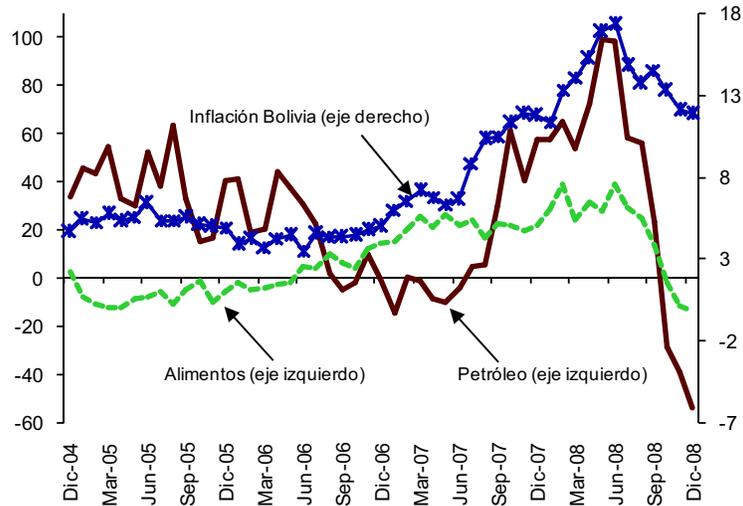
### Inflación importada

La inflación importada, tanto por el comportamiento de los precios internacionales relevantes como por los movimientos del tipo de cambio de las monedas de nuestros socios comerciales respecto al dólar, fue fundamental en la evolución de la inflación en 2008. En el primer semestre de 2008 continuó el incremento de los precios internacionales de los alimentos y del petróleo así como las apreciaciones de los países vecinos transmitiéndose a la economía boliviana mediante un mayor costo de los productos importados para la producción y para el consumo.

Sin embargo, esta situación se revirtió en el segundo semestre de 2008, fundamentalmente por los cambios trascendentales en el escenario económico mundial (crisis financiera y recesión global) que derivaron en una importante caída de los precios del petróleo y de los alimentos como consecuencia de la reducción de la demanda de las principales economías industrializadas. Conjuntamente a la depreciación de las monedas de los socios comerciales por efecto de los movimientos de capital y la reasignación de portafolio, se tradujeron en menores presiones inflacionarias importadas (Gráfico 2.4).

**GRÁFICO 2.4**  
**INFLACION Y PRECIOS INTERNACIONALES**  
**DEL PETRÓLEO Y ALIMENTOS<sup>1/</sup>**

(Variación a doce meses, en porcentajes)



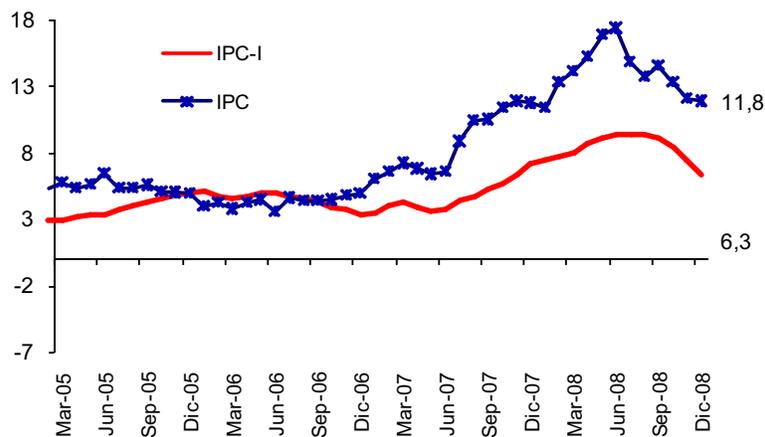
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y *Bloomberg*  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> Se tomó el índice de alimentos "CRB Foodstuffs Index" del *Commodity Research Bureau* de los Estados Unidos, que incluye para su cálculo los precios de productos como el azúcar, el trigo, el maíz, el aceite de soya, la carne de res, la carne y grasa de cerdo, la cocoa y la mantequilla. Expresa un índice cuyas variaciones corresponden a variaciones equivalentes en dólares americanos

De esta manera, la variación anual de precios de los artículos clasificados en el IPC como importados (componente importado de la inflación - IPC-I) se redujo sistemáticamente desde julio de 2008, y con mayor intensidad en los últimos

tres meses del año, explicando alrededor del 50% del descenso de la inflación total anual entre junio y diciembre de 2008 (Gráfico 2.5).

**GRÁFICO 2.5**  
**COMPONENTE IMPORTADO DEL IPC**

(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

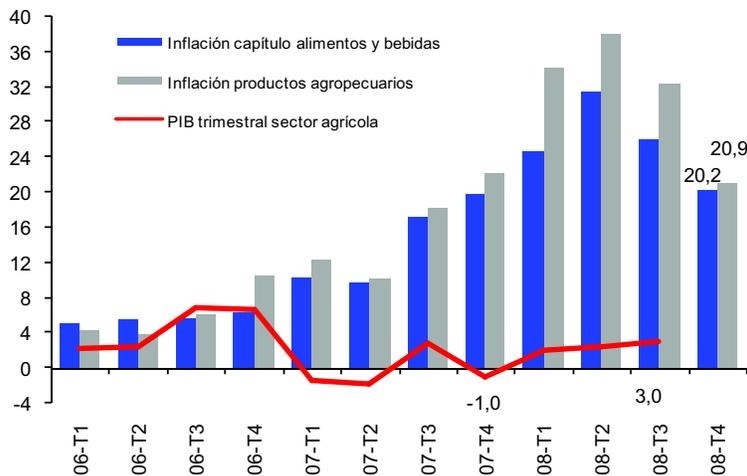
### Incremento de la oferta productiva de alimentos

La mayor oferta de alimentos durante 2008 fue explicada por la recuperación de la producción agrícola, luego de los problemas climatológicos que enfrentó en 2007. También fueron determinantes las políticas adoptadas para el abastecimiento de los mercados y los menores conflictos en el sistema de transporte que contribuyeron significativamente a la reducción de la inflación de alimentos especialmente en el segundo semestre de la gestión.

En efecto, la variación anual de precios del capítulo de alimentos y bebidas así como del grupo de alimentos agropecuarios que componen el IPC registraron descensos significativos desde más de 30% en el mes de junio, a valores alrededor de 20% en diciembre de 2008. Destaca el descenso de la inflación en productos agropecuarios desde un máximo cercano a 40% en el mes de junio de 2008, lo cual también muestra que el traspaso de estos precios al resto de artículos alimenticios, como por ejemplo las comidas elaboradas y las consumidas en locales y restaurantes, se fue moderando gradualmente (Gráfico 2.6).

**GRÁFICO 2.6**  
**INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y CRECIMIENTO**  
**DEL PIB AGRÍCOLA**

(Variaciones anuales, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: Al cierre de la presente publicación no se disponía de información sobre el PIB trimestral

### Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero

Otro factor que explicó la disminución de la inflación fue el comportamiento del Índice de Precios al Productor Industrial Manufacturero (IPPIM). Este indicador registró una variación anual de 8,5% en diciembre de 2008, menor al valor de cerca del 20% observado a mediados de dicha gestión.<sup>21</sup>

Este comportamiento obedeció en gran medida a la recuperación de la producción en algunos subsectores que se habían visto afectados por factores climatológicos y a la

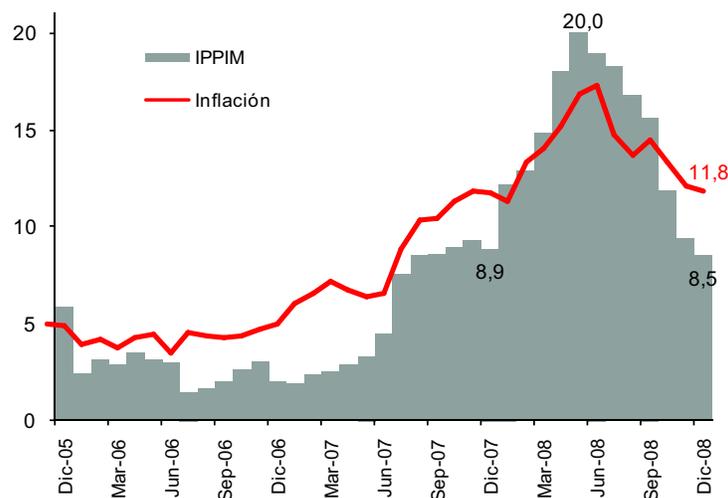
caída en los precios de los insumos y productos importados necesarios para la ejecución de sus actividades.

Cabe resaltar que el traspaso de los precios de varios productos del sector manufacturero al IPC es directo, ya que varios de ellos forman parte o son insumos esenciales para productos incluidos en la canasta del IPC, tal es el caso de la carne, el pan, los fideos, la harina, el aceite vegetal y animal, entre otros. La variación anual del IPPIM hasta el tercer trimestre de 2008 se encontraba por encima de la tasa de inflación y se revirtió en el cuarto trimestre, lo cual reafirma la disminución de las presiones inflacionarias (Gráfico 2.7).

<sup>21</sup> El IPPIM es calculado por el INE con información de establecimientos dedicados a la producción y comercialización de productos industriales manufactureros y se publica de manera trimestral con un rezago aproximado de 90 días. Su objetivo es proporcionar estadísticas que cuantifiquen la evolución de los precios al productor de la actividad industrial; en su construcción se consideran los precios de actividades como: la matanza de ganado, preparación y conservación de carne, la fabricación de productos lácteos, la molienda, la panadería, la fabricación de aceites vegetales y animales, y otros.

**GRÁFICO 2.7**  
**INFLACIÓN E ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR INDUSTRIAL MANUFACTURERO**

(Variaciones a doce meses, en porcentajes)



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

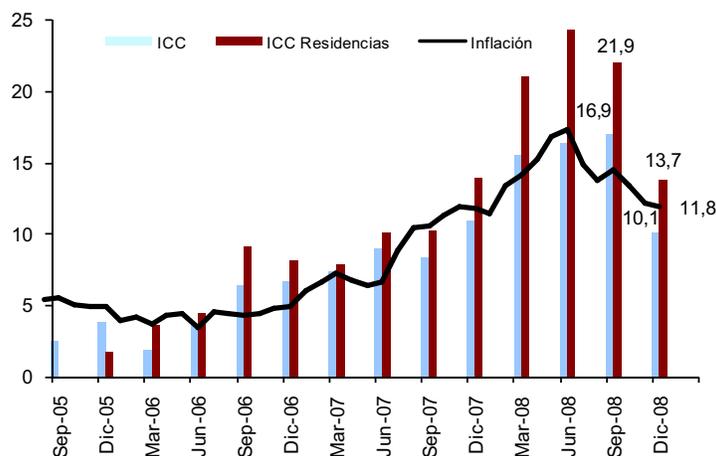
### Índice del Costo de la Construcción

La evolución del Índice del Costo de la Construcción (ICC)<sup>22</sup> en 2008 también confirma la tendencia descendente de la inflación. En septiembre de 2008 alcanzó una variación anual máxima de 16,9% y disminuyó hasta 10,1% en diciembre de 2008. Algo similar ocurrió con el índice del costo de

construcción de residencias, cuya variación anual cayó en aproximadamente 8pp en el cuarto trimestre. El descenso de estos índices es consistente con el indicador de inflación, ya que existen mecanismos de transmisión directos (materiales de construcción que forman parte de la canasta del IPC) e indirectos (precio de alquiler de viviendas) que afectan al nivel general de precios (Gráfico 2.8).

**GRÁFICO 2.8**  
**INFLACIÓN E ÍNDICE DEL COSTO DE LA CONSTRUCCIÓN**

(Variaciones anuales, en porcentajes)



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

<sup>22</sup> El Índice del Costo de la Construcción es un indicador promedio de los precios de los materiales, mano de obra y otros insumos que intervienen en la actividad económica de la construcción.

### Actividades remuneradas

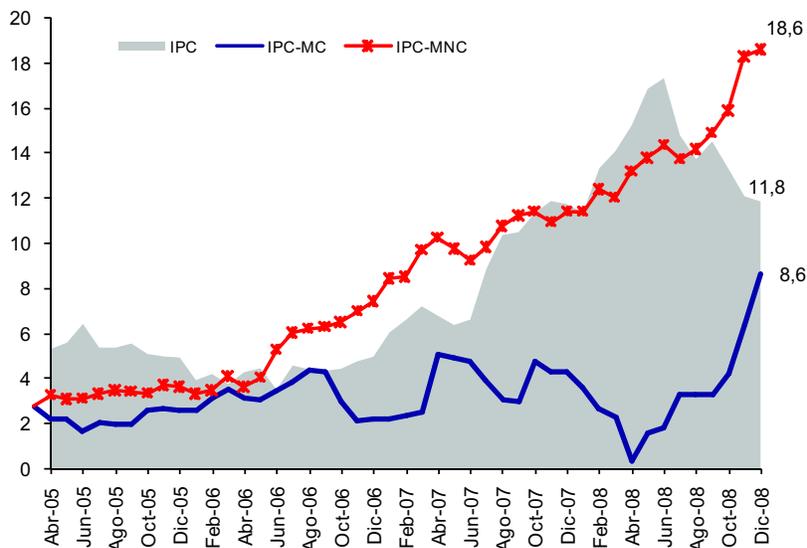
El índice de precios de la mano de obra no calificada (IPC-MNC)<sup>23</sup> presentó un aumento sostenido desde mayo de 2008. La variación anual de este índice alcanzó a 18,6% en diciembre de 2008, explicado por el incremento en el costo del servicio "empleada doméstica", ítem que se ubicó dentro de los diez más inflacionarios del segundo semestre de 2008 (Gráfico 2.9).

Este comportamiento estaría relacionado con la demanda de trabajo por sectores de la economía que mantienen tasas de crecimiento por encima de su nivel de tendencia, a los

incrementos salariales y a la escasez de mano de obra en algunos sectores económicos, en este último caso relacionado con los movimientos migratorios dentro del país como hacia otros países.

No obstante, no se descarta que parte del incremento del costo de la mano de obra no calificada esté motivado por reajustes ante el incremento de los precios de la canasta familiar. En la misma dirección, el índice de precios de la mano de obra calificada (IPC-MC) experimentó un repunte en los últimos meses del año alcanzando en diciembre de 2008 una variación anual de 8,6%, impulsado por los precios de servicios relacionados con el capítulo de salud.<sup>24</sup>

**GRÁFICO 2.9**  
**ÍNDICE DE ACTIVIDADES REMUNERADAS**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



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

### Expectativas

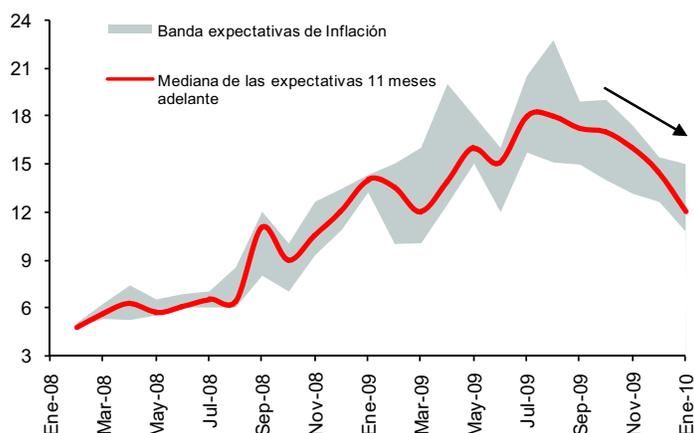
Un aspecto que influye en el comportamiento de los precios son las expectativas sobre la inflación futura, cuya cuantificación en la práctica es difícil. El BCB, con base en una muestra de aproximadamente 30 analistas financieros, académicos y empresarios del sector privado, realiza mensualmente la Encuesta de Expectativas Económicas

(EEE). Sus resultados indican que las expectativas de inflación se habrían reducido significativamente en el segundo semestre de 2008. En efecto, los agentes económicos consultados en este período, efectuaron una corrección de sus expectativas desde niveles cercanos a 20% en promedio esperadas para el tercer trimestre de 2009 (11 meses adelante partir del momento de la encuesta) a niveles menores a 15% para fines de 2009 (Gráfico 2.10).

<sup>23</sup> Utilizando componentes que corresponden a servicios personales incluidos en el IPC, el BCB ha construido de manera no oficial un índice de precios de actividades remuneradas calificada y no calificada. Entre las actividades no calificadas se encuentran la variación promedio de la remuneración de empleadas domésticas, lavanderas, reparación de calzados y artículos de cuero, servicios de albañilería, confección y arreglo de ropa, entre otras. Por su parte, el sector de mano de obra calificada incluye las actividades médicas, dentistas, mecánicos y honorarios profesionales. Este índice fue ajustado por el cambio de año base del IPC.

<sup>24</sup> Al finalizar el año, la consulta médica general se incrementó en 3,9%, el servicio dental 2,2%, y la consulta médica especializada en 1,7%.

**GRÁFICO 2.10**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: La banda muestra las respuestas ubicadas entre el 25% más bajo y más alto respectivamente. Los datos corresponden a la inflación anual que se espera para dentro de 11 meses a partir del momento de la encuesta

Los resultados de la encuesta sugieren que en Bolivia la inflación observada es esencial en la formación de expectativas;<sup>25</sup> por consiguiente, conforme la inflación siga descendiendo las expectativas también lo harían.

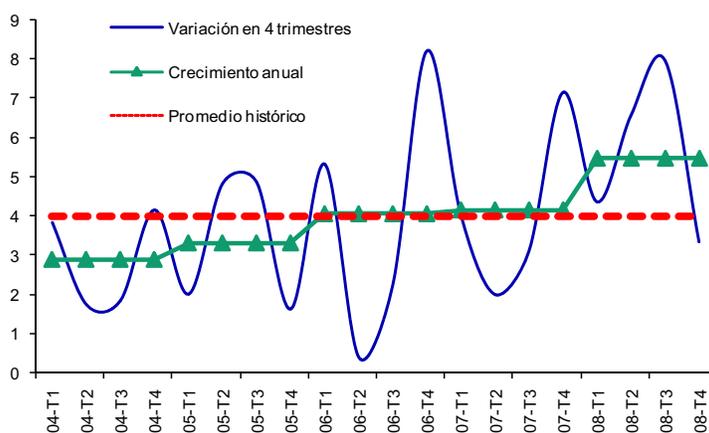
**Presiones por el lado de la demanda**

En 2008 también se presentaron presiones inflacionarias por el lado de la demanda reflejadas en la creciente expansión del consumo privado como resultado del aumento del ingreso derivado de la mayor actividad económica, los incrementos salariales, la afluencia de remesas provenientes del exterior

y las transferencias del gobierno.

El nivel récord de crecimiento económico superior a 6% en 2008 y niveles por sobre su promedio histórico en varios sectores económicos explican el comportamiento dinámico del consumo privado, cuyo crecimiento también marca niveles históricos (Gráfico 2.11). Sin embargo, las políticas adoptadas para el control de la inflación permitieron moderar los excesos de liquidez y de demanda en la economía, por lo cual la expansión del consumo fue menos pronunciada de lo que habría sido sin estas políticas.

**GRÁFICO 2.11**  
**CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO**  
(Variación a doce meses, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: El promedio del crecimiento del consumo comprende el período 2004-2008. Al cierre de la presente publicación sólo se disponía de información del PIB anual

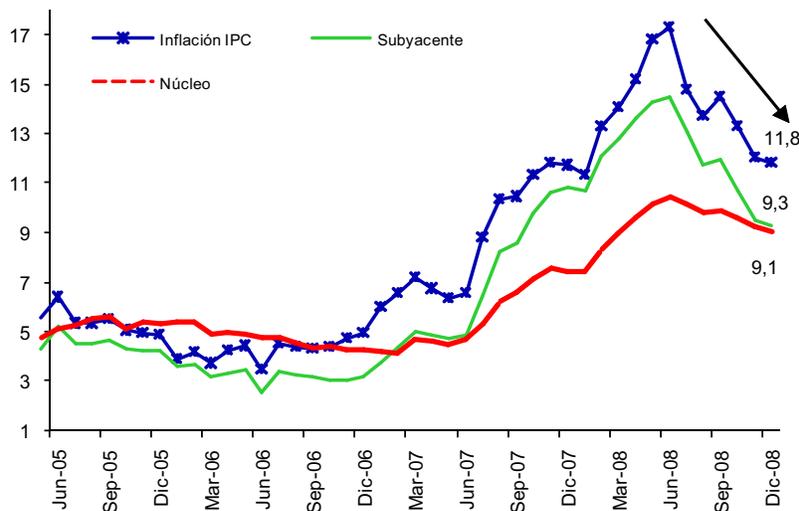
<sup>25</sup> En términos económicos a este tipo de comportamiento se denomina "expectativas que miran hacia atrás" o *backward-looking*.

**Indicadores de tendencia inflacionaria**

El patrón de comportamiento de los indicadores de tendencia inflacionaria (núcleo y subyacente), que miden la inflación relevante para decisiones de políticas monetaria y cambiaria, fue muy similar al de la inflación total: se incrementó en el primer semestre y disminuyó en el segundo. Ambos sugieren que el nivel de inflación anual relevante para la política monetaria fue de un dígito al cierre de 2008. La inflación

subyacente anual, que excluye los precios de los 5 artículos más y menos inflacionarios y los de carácter estacional, a diciembre de 2008 fue de 9,3%, con una reducción de 5,2pp con relación al dato interanual de junio de 2008 (14,5%). Por su parte, el núcleo inflacionario, que excluye los artículos cuyos precios son mas volátiles, registró una caída de 1,4pp en similar período, este indicador fue de un solo dígito en la mayor parte del año y finalizó 2008 en 9,1% (Gráfico 2.12).<sup>26</sup>

**GRÁFICO 2.12**  
**INFLACIÓN, INFLACIÓN SUBYACENTE**  
**Y NÚCLEO INFLACIONARIO**  
(Variaciones anuales, en porcentajes)



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

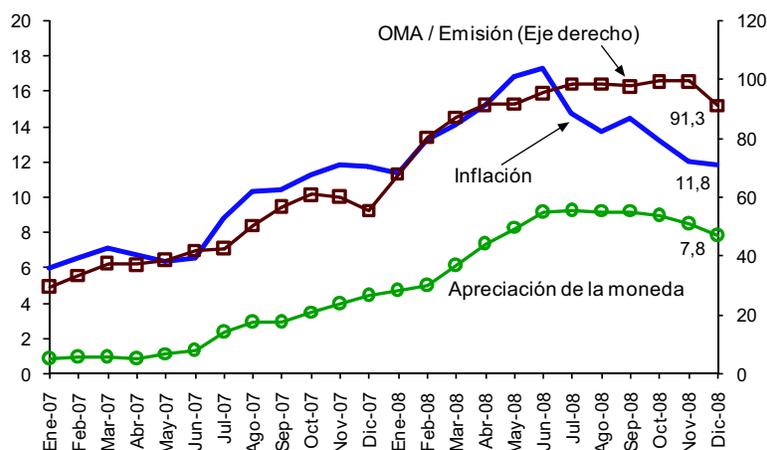
## 2 EL BCB Y EL CONTROL DE LA INFLACIÓN<sup>27</sup>

El artículo 2° de la Ley N° 1670 del Banco Central de Bolivia señala que el objeto de la autoridad monetaria es el de procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional, mandato que significa mantener una tasa de inflación relativamente baja y estable. Puesto que la inflación ocasiona costos en bienestar, especialmente en los estratos más pobres de la población, el logro de este objetivo es el principal aporte que el BCB puede hacer a la sociedad boliviana (ver Recuadro 2A).

Los principales instrumentos del BCB para cumplir con su mandato son las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y la determinación del tipo de cambio nominal, las mismas que fueron dinámicas durante 2008.<sup>28</sup> En una primera instancia estuvieron dirigidas a controlar las presiones inflacionarias y, conforme éstas fueron reduciéndose, en la última parte del año la política monetaria abandonó su carácter contractivo y la política de apreciación fue menos intensa, consistentes con una política contracíclica (Gráfico 2.13).

<sup>26</sup> Además de los bienes y servicios con precios volátiles (principalmente los productos agrícolas perecederos), se excluyen los de carácter regulado (precios que son controlados o influidos por el Gobierno).  
<sup>27</sup> Este apartado hace un breve recuento del accionar del BCB para reducir la inflación. Una explicación más exhaustiva de cada uno de estos puntos se desarrolla en la parte IV.  
<sup>28</sup> Mediante OMA, el BCB coloca títulos públicos y retira la liquidez en exceso de la economía. La operación inversa se denomina redención de títulos y corresponde a inyección de liquidez a la economía.

**GRÁFICO 2.13**  
**INFLACIÓN, OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO**  
**Y APRECIACIÓN**  
 (En porcentajes)

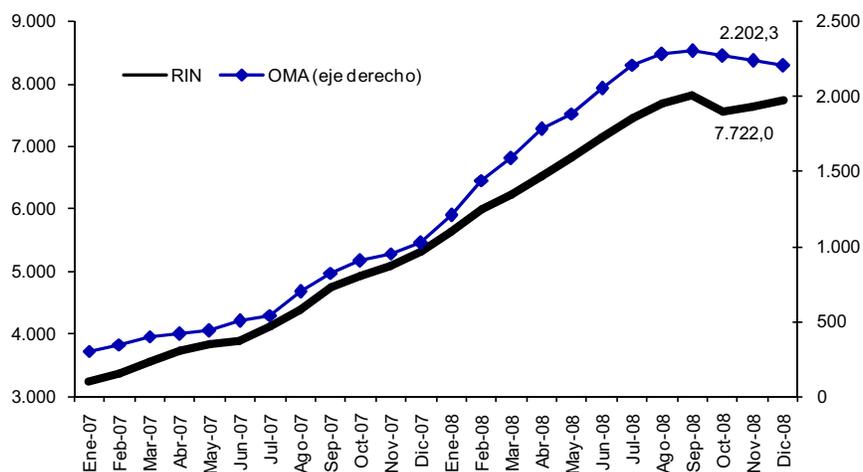


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En efecto, las OMA fueron contractivas hasta el tercer trimestre de 2008 y la relación OMA/Emisión alcanzó un nivel máximo cercano a 100%, lo que representa el esfuerzo monetario más elevado de los últimos veinte años. De la misma manera, el boliviano se apreció en forma dinámica hasta julio de 2008, cuando la tasa anual de apreciación alcanzó a 8%. Estas políticas fueron adecuadas mientras se observaba una elevada acumulación de reservas internacionales, permanecían las presiones inflacionarias importadas debido al favorable contexto económico internacional y existía la necesidad de moderar las expectativas de inflación además de los efectos de segunda vuelta (reajuste inercial de precios).

El cambio en el contexto económico internacional, reflejado en una menor demanda externa, la reducción de los precios internacionales de los principales productos básicos, la apreciación del dólar estadounidense y la aplicación de políticas contracíclicas expansivas en varias economías, indujo a modificar la orientación de las políticas del BCB. En política monetaria, la menor acumulación de reservas internacionales y la moderación de las presiones inflacionarias importadas, disminuyó la necesidad de efectuar OMA; por tanto el BCB redujo la oferta de títulos y el saldo neto de colocaciones disminuyó cerca de \$us100 millones en el último trimestre (Gráfico 2.14) y la relación OMA/Emisión cayó hasta 91% en diciembre de 2008 (Gráfico 2.13).

**GRÁFICO 2.14**  
**OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
 (En millones de dólares)



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

En política cambiaria, la moderación de las expectativas de inflación y de las presiones de inflación importada permitió reducir la tasa anual de apreciación del boliviano respecto al dólar y el tipo de cambio nominal se mantuvo constante desde octubre de 2008. Cabe destacar que por efecto de las expectativas de depreciación del boliviano asociadas a la variabilidad de los mercados cambiarios internacionales, se incrementó la demanda de dólares por parte de la población y de las entidades financieras. Por consiguiente, el BCB a partir de septiembre de 2008 cambió su posición de comprador a vendedor neto de dólares con el sistema financiero, registrándose una leve reducción en el nivel de reservas internacionales del BCB.

Adicionalmente, con el propósito de moderar las expectativas de depreciación y evitar sobre reacciones con efectos en el sector real y la inflación, el BCB incrementó la oferta diaria de dólares en el Bolsín desde \$us15 millones a \$us50 millones en octubre de 2008. Esta medida se complementó con la modificación de las comisiones por transferencias de

recursos del sistema financiero del y hacia el exterior a través del BCB (se redujo la primera de 1% a 0,6% e incrementó la segunda de 0,2% a 0,6%) con el objeto de desincentivar los movimientos de capital especulativo.<sup>29</sup>

El BCB también aplicó modificaciones al Reglamento de Encaje Legal con los objetivos de retirar los excedentes de liquidez en la economía y de promover el descenso de la dolarización financiera, para mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria y precautelar la estabilidad del sistema financiero, debido a los costos que este fenómeno implica. En dos oportunidades se amplió la base de cómputo sobre la que se aplica el encaje adicional en moneda extranjera, y a partir del 25 de febrero de 2008 los depósitos a plazo fijo en moneda nacional y en unidades de fomento de vivienda hasta 360 días están sujetos a encaje en efectivo y en títulos.<sup>30</sup> Como resultado el cociente de encaje respecto a M3 se incrementó de 11,3% en diciembre de 2007 a 12,8% en diciembre de 2008 (Cuadro 2.3).<sup>31</sup>

**CUADRO 2.3**  
**ENCAJE LEGAL Y AGREGADOS MONETARIOS**

(Saldos en millones de Bs. y porcentajes)

	2007				2008			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Encaje legal constituido	4886,1	5045,9	5285,7	5896,2	5634,8	5760,7	6111,4	8003,4
M'3	42.520,1	45.593,4	48.340,2	52.240,3	54.265,9	57.611,2	60.332,6	62.632,8
Encaje/M'3 (%)	11,5	11,1	10,9	11,3	10,4	10,0	10,1	12,8

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

Estas medidas se vieron reforzadas por las políticas aplicadas por el Gobierno como los incentivos a la producción agropecuaria y las disposiciones para abastecer el mercado

con productos básicos de la canasta familiar y reducir la especulación.

### 3

## PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN PARA 2009

Las perspectivas presentadas en el *Informe de Política Monetaria* (IPM) de enero de 2009 muestran que en el bienio 2009-2010 la inflación continuaría su descenso como resultado de la caída en su componente importado, el efecto de las políticas económicas aplicadas, la desaceleración de la actividad económica internacional y nacional y la normalización del abastecimiento de los productos alimenticios.

En lo relacionado con la inflación relevante para fines de política monetaria (núcleo y subyacente), las proyecciones realizadas señalan que la rápida caída de la inflación internacional y la desaceleración del gasto corriente impulsarán la paulatina reducción de este indicador. Asimismo, los efectos de las políticas monetaria y cambiaria se manifestarán de manera plena, reduciendo de esta forma el crecimiento del núcleo inflacionario.

<sup>29</sup> Esta medida entró en vigencia el 1 de enero de 2009.

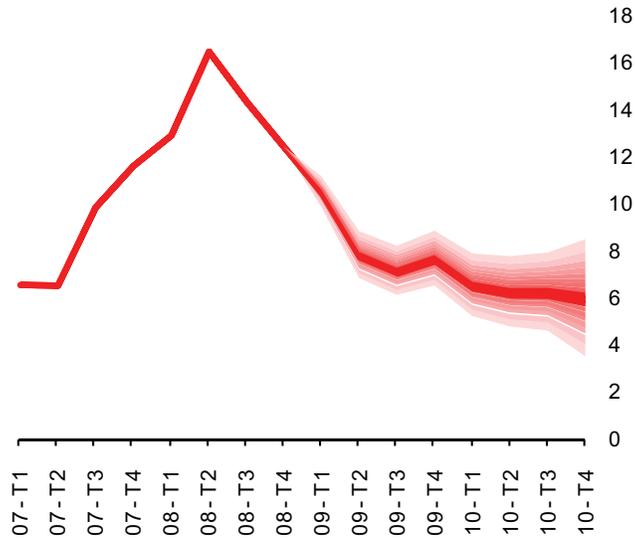
<sup>30</sup> El encaje adicional sobre los depósitos en moneda extranjera (7,5%) se aplicaba a la diferencia entre los depósitos en ME de la fecha de cómputo y un porcentaje (k) de los preexistentes en la fecha base (31 de marzo de 2005) e incluía un sistema de compensación equivalente al 7,5% de los depósitos que exceden el nivel alcanzado en la misma fecha base. La norma dispuso que a partir del 25 de febrero de 2008 el porcentaje k disminuya de 60% a 30% y a partir del 30 de junio de 2008 a 0%. Asimismo, antes de la aplicación de esta norma, sólo constituían encaje (en títulos) los depósitos en MN y UFV con plazo hasta 60 días. En diciembre se modificó esta norma, incrementando el encaje adicional a 30%, eliminando el mecanismo de compensación descrito y cambiando la fecha base al 30 de septiembre de 2008. Esta modificación entró en vigencia en febrero de 2009.

<sup>31</sup> El agregado monetario M'3 es bastante amplio e incluye el circulante en MN y los depósitos totales (a la vista, caja de ahorros, depósitos a plazo y otro tipo de obligaciones) del sistema financiero en moneda nacional, unidades de fomento de vivienda y moneda extranjera.

De igual forma, en lo que respecta a los componentes de la inflación fuera del núcleo, se prevé que los precios de los productos perecederos tendrían una menor presión al alza, puesto que la producción no se vería afectada por factores climatológicos adversos similares a los registrados en 2007 o principios de 2008 y su abastecimiento a los distintos mercados del país sería normal.

De esta forma, se espera que en 2009 la inflación termine en torno a 8% y un nivel cercano a 6% en 2010 (Gráfico 2.15). Se debe destacar que el rango plausible de la proyección es más acotado que en IPM previos. En el caso de la proyección para 2009 el 95% de las posibilidades se encuentra entre 6% y 9% para la inflación en 4 trimestres, que en términos generales es similar al rango para la inflación a 12 meses.

**GRÁFICO 2.15**  
**INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA**  
(Variación a 4 trimestres, en porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La proyección incluye la distribución de probabilidades hasta 95% en torno al escenario central para la inflación. Esta última se define como la variación porcentual del IPC promedio del trimestre respecto al de similar periodo del año anterior

La mayoría de los factores apuntan a una reducción que se concretaría con mayor fuerza en el primer semestre de 2009 y, subiría levemente en el segundo semestre, como resultado de una menor base de comparación. Como se mencionó en el IPM de enero de 2009, los riesgos al desvío de este

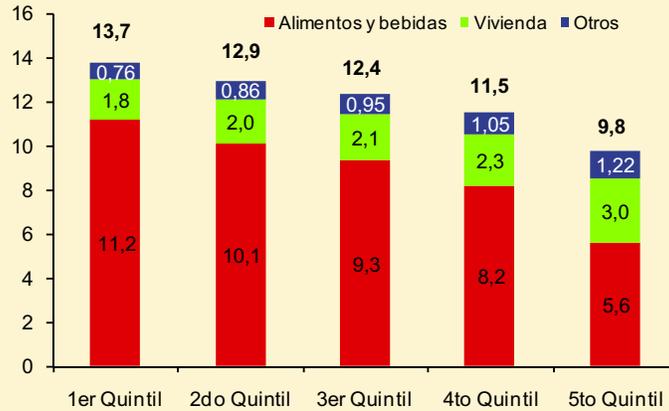
escenario están balanceados y en cualquier caso, el BCB tomará medidas según las circunstancias para que la inflación converja a niveles más moderados, en cumplimiento al mandato que le confiere la Ley 1670 y a los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo.

**RECUADRO 2A  
INFLACIÓN Y POBREZA**

La población con menores ingresos se caracteriza por destinar una mayor proporción de su ingreso al consumo y porque su gasto está altamente concentrado en productos y servicios básicos como los alimentos. Por estas características los incrementos de precios y la inflación tienen mayores repercusiones en términos de capacidad real de compra y, por tanto, en el bienestar de la población más pobre. La población de mayores ingresos tiene la posibilidad de reducir el impacto por medio de la recomposición del gasto, acción que es menos probable para los estratos de ingresos más bajos.

En el Gráfico 1 se observan los resultados de la reponderación de la inflación por capítulos de acuerdo con la estructura del gasto para cada uno de los quintiles de ingreso. Éstos muestran que la inflación de alimentos y bebidas en 2008 tuvo incidencia mayor sobre el quintil inferior o más pobre de la población (11,2%), mientras que para el grupo de población con mayores ingresos, ésta sólo le representa 5,6% del total (la mitad del primer quintil).

**GRÁFICO 1  
INCIDENCIA DE LA INFLACIÓN  
POR ESTRUCTURA DE GASTO DE HOGARES  
SEGÚN QUINTILES DE INGRESO**  
(En puntos porcentuales, diciembre 2008)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La estructura de gasto para cada quintil corresponde a la Encuesta Continua de Hogares 2003-2004 del INE

