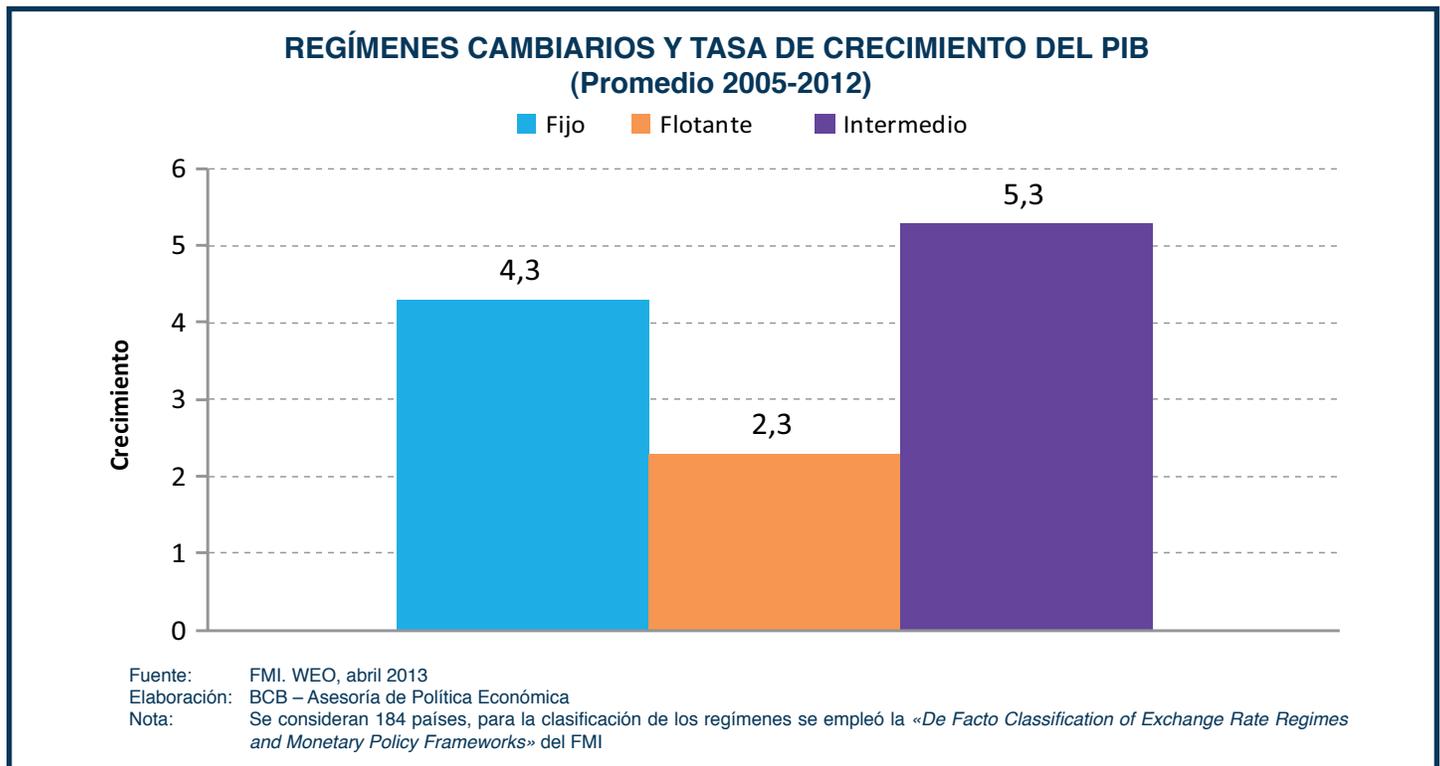




# Los beneficios de la estabilidad cambiaria

La experiencia del último sexenio muestra que países con regímenes de tipo de cambio intermedio obtuvieron, en promedio, mayores tasas de crecimiento respecto a países con tipo de cambio flexible.



En Bolivia, el régimen cambiario vigente ha coadyuvado para alcanzar objetivos de política económica importantes como el control de la inflación importada, la promoción de la bolivianización real y financiera; y el anclaje de las expectativas en el mercado cambiario, sin descuidar que el tipo de cambio real se sitúe en torno a los niveles de equilibrio de largo plazo.

La administración del tipo de cambio en Bolivia fue prudente, lo que permitió que la volatilidad del tipo de cambio sea baja, a diferencia de economías que mantienen un tipo de cambio flexible.

La baja volatilidad cambiaria fue beneficiosa en términos de estabilidad, crecimiento, bolivianización y además no generó desalineamientos del tipo de cambio real con respecto a su nivel de equilibrio.

El crecimiento promedio de la economía boliviana en los últimos años se situó por encima del de varias economías de la región que experimentaron mayor volatilidad cambiaria.

El debate sobre el régimen cambiario apropiado para un país o inclusive un grupo de países ha estado presente en forma permanente en la discusión económica. Existen diversos regímenes, desde aquellos que no utilizan una moneda propia (dolarización como en Ecuador o moneda común como en la Zona del Euro), hasta aquellos en los cuales el mercado determina la paridad cambiaria.

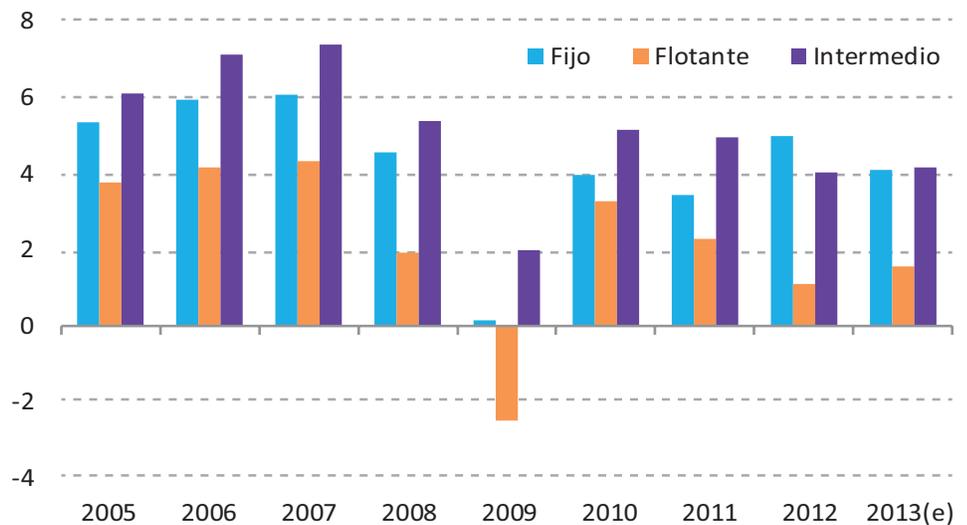
En estos extremos se encuentran diversas opciones como tipo de cambio fijo, tipo de cambio deslizante, bandas cambiarias, flexibilidad limitada, entre los principales.

Las posiciones en cuanto a adoptar un régimen cambiario u otro y sus consecuentes efectos sobre otras variables son diversas y han cambiado a lo largo del tiempo. Por ejemplo, pese a que se señala que regímenes más flexibles son propicios para el crecimiento,<sup>1</sup> la experiencia del último sexenio muestra que países con regímenes intermedios y fijos obtuvieron, en promedio, mayores tasas de crecimiento respecto a países con tipo de cambio flexible (Gráfico 1).

En esta línea, estudios recientes analizan el efecto de la volatilidad del tipo de cambio real en el crecimiento económico de largo plazo para un conjunto de más de 80 economías, encontrando que mayor (menor) volatilidad del tipo de cambio real tiene efectos significativamente negativos (positivos) en el crecimiento económico.<sup>2</sup>

Por tanto, la estabilidad cambiaria, tanto nominal como real, sería importante para fomentar el crecimiento de largo plazo, evitando sobre-reacciones que puedan ser perniciosas para la actividad económica. Por esta razón y otros motivos (incluyendo los posibles

**GRÁFICO 1: CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB SEGÚN RÉGIMEN CAMBIARIO**  
(En porcentajes)



Fuente: FMI. WEO, abril 2013

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

Nota: Para la clasificación de los regímenes se empleó la «De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks» del FMI  
(e) estimado

efectos en la inflación), varios países optaron por moderar las presiones hacia la depreciación de las monedas.

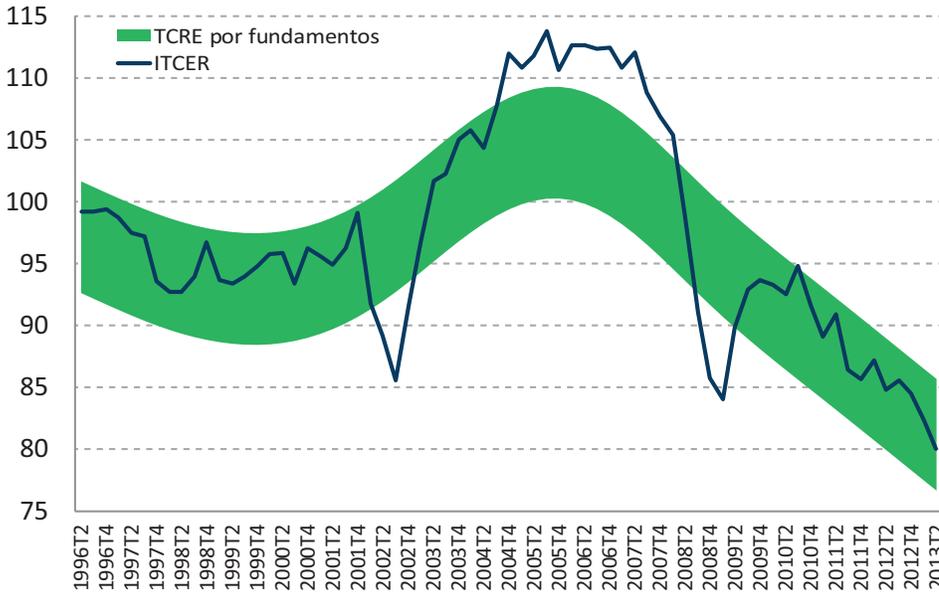
De hecho, el pesimismo sobre el efecto de una depreciación para restaurar equilibrios externos tampoco es reciente. Un estudio de finales del siglo pasado<sup>3</sup> señala tres aspectos que muestran los riesgos de atribuir este rol a la depreciación del tipo de cambio: i) el primero alude a la “demanda de importaciones”; y se relaciona con el hecho de que si una parte importante de los insumos son importados (como es el caso de Bolivia), una depreciación real implicará resultados adversos en la actividad; ii) el de la “oferta de exportaciones”, que indica que la estructura productiva no cambia rápidamente frente a una depreciación real, cuando las exportaciones se concentran en un número determinado de artículos; y iii) el de la “demanda de exportaciones”, que se refiere a que la demanda mundial no reacciona frente a estos movimientos en el caso de países pequeños y una

depreciación real no tendría efectos significativos.

En el caso de la economía boliviana, el régimen cambiario intermedio vigente ha coadyuvado para alcanzar objetivos de política económica importantes como el control de la inflación importada, la promoción de la bolivianización real y financiera; y el anclaje de las expectativas en el mercado cambiario, sin descuidar que el tipo de cambio real se sitúe en torno a los niveles de equilibrio de largo plazo.

Al respecto, la comparación del Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) con su tendencia de largo plazo (que es una aproximación al tipo de cambio real de equilibrio), muestra que en los últimos años no se han registrado desalineamientos cambiarios de carácter persistente (Gráfico 2). Además, estudios publicados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) dan cuenta, bajo distintas metodologías, que Bolivia se encuentra entre los países del mundo que no presentan desalineamientos con respecto de su valor de equilibrio.<sup>4</sup>

**GRÁFICO 2: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL Y SU EQUILIBRO DE LARGO PLAZO (Agosto 2003=100)**



Fuente: *Bloomberg*, Instituto Nacional de Estadística, BCB  
 Elaboración: Asesoría de Política Económica - BCB  
 Nota: Los fundamentos son los términos de intercambio, balance fiscal y balance comercial

A partir de 2006, la política cambiaria en Bolivia dio un giro en cuanto a su orientación, pasando de un periodo caracterizado por continuas depreciaciones que se extendió por dos décadas, a uno basado en leves apreciaciones y estabilidad de la moneda nacional.

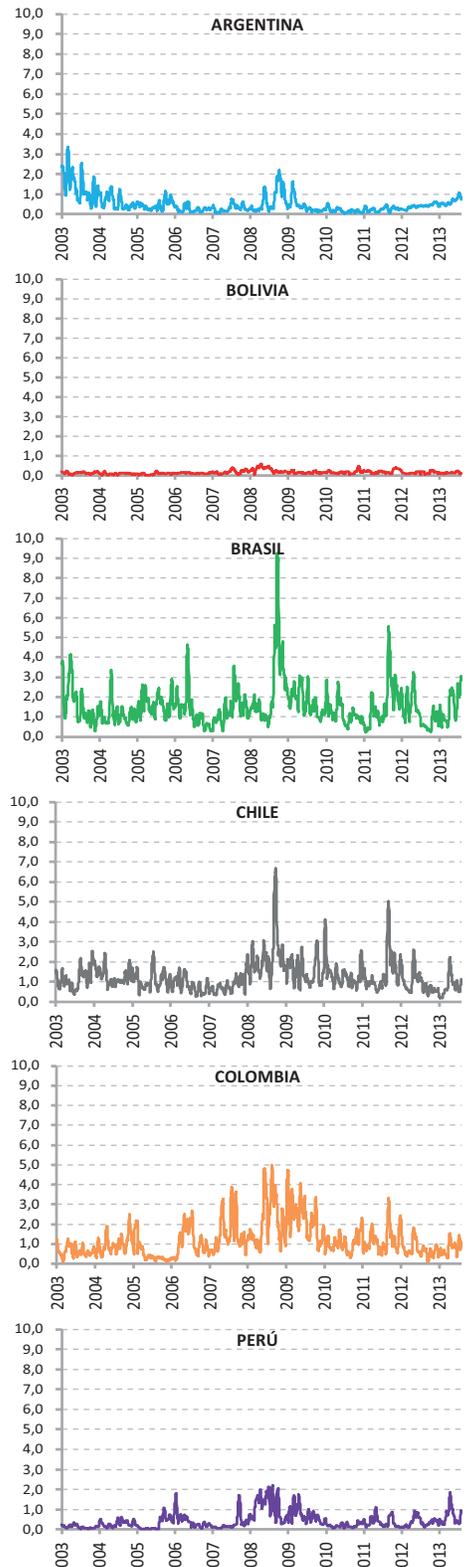
En los últimos años se suscitaron a nivel internacional distintos acontecimientos: el incremento en los precios internacionales, principalmente de materias primas en 2007-2008 y en 2010-2011; la crisis económica y financiera de 2008-2009 y la crisis de endeudamiento de 2011-2013. En los episodios con presencia de presiones inflacionarias externas se realizaron apreciaciones

moderadas del boliviano, mientras que en periodos de incertidumbre y fuerte volatilidad cambiaria internacional se optó por mantener invariante el tipo de cambio para anclar las expectativas.

En lo que va de 2013, la orientación cambiaria de los principales socios comerciales tuvo una tendencia a la depreciación, la cual en muchos casos requirió ser contrarrestada mediante la intervención de sus bancos centrales (e.g. Brasil).

En general, la administración del tipo de cambio en Bolivia fue prudente, lo que permitió que la volatilidad del tipo de cambio sea baja, a diferencia de economías que mantienen un tipo de cambio más flexible (Gráfico 3).

**GRÁFICO 3: VARIABILIDAD CAMBIARIA EN PAÍSES SELECCIONADOS<sup>1/</sup> (Coeficiente de variación, en porcentajes)**



Fuente: Banco Central de Bolivia - *Bloomberg*  
 Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica  
 Nota: <sup>1/</sup> Para Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero

| INDICADORES ECONÓMICOS           |          |          |   |          |          |
|----------------------------------|----------|----------|---|----------|----------|
|                                  | Ago 2012 | Ago 2013 |   | Ago 2012 | Ago 2013 |
| Inflación acumulada (%)          | 2,72     | 4,23     | Reservas internacionales netas BCB (millones de US\$) | 13.034   | 14.401   |
| Tipo de cambio oficial de venta  | 6,96     | 6,96     | Emisión monetaria (en millones de Bs)                 | 28.585   | 31.958   |
| Tipo de cambio oficial de compra | 6,86     | 6,86     | Depósitos Sistema Financiero (en millones de Bs)      | 81.130   | 95.636   |
| Tasa de interés activa en MN (%) | 12,72    | 12,34    | Créditos Sistema Financiero (en millones de Bs)       | 68.016   | 80.960   |
| Tasa de interés pasiva en MN (%) | 1,93     | 1,97     | Bolivianización de depósitos (%)                      | 69,15    | 74,99    |
| Tasa Libor a 6 meses (%)         | 0,71     | 0,39     | Bolivianización de créditos (%)                       | 76,33    | 85,36    |

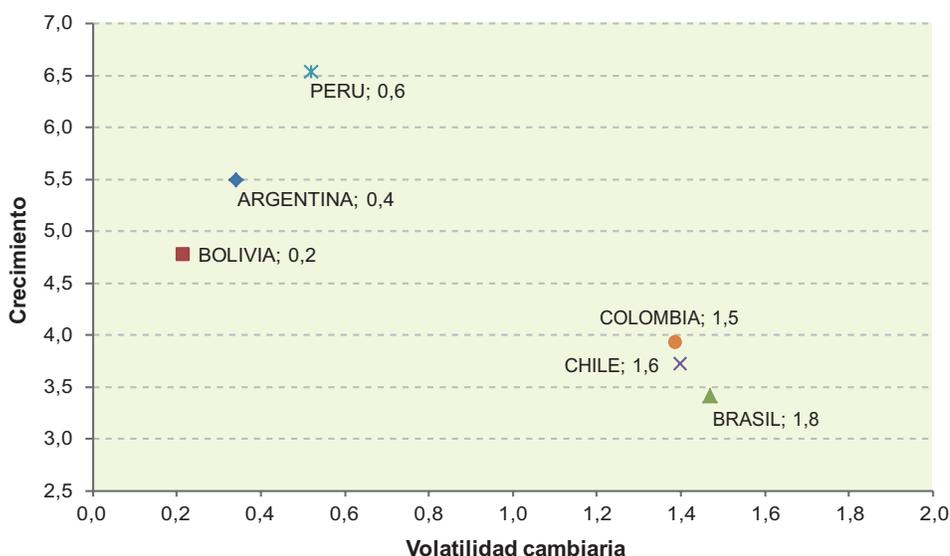
En línea con la evidencia empírica descrita anteriormente, la baja volatilidad cambiaria fue beneficiosa en términos de estabilidad, crecimiento, bolivianización y además no generó desalineamientos del tipo de cambio real con respecto a su nivel de equilibrio. En efecto, la bolivianización avanzó de 7,5% en cartera y 16,1% en depósitos a fines de 2005 a 85,7% y 74,9% en la actualidad, respectivamente. El crecimiento

promedio de la economía boliviana en el periodo 2008-2012 se situó por encima del de varias economías de la región que experimentaron mayor volatilidad cambiaria (Gráfico 4), en el contexto de las crisis económicas más importantes de las últimas décadas. A su vez, la balanza comercial ha registrado saldos favorables de manera sostenida, alcanzando en 2012 el mayor superávit de la región en porcentaje del PIB.

**Notas:**

- 1 Por ejemplo, véase Ghosh y otros (2002), *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press); Levy-Yeyati y Sturzenegger (2003), "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes", *American Economic Review*, Vol. 93, No. 4, pp. 1173-93; Larraín y Parro (2003), "¿Importa la Opción de Régimen Cambiario? Evidencia para Países en Desarrollo", *Latin American Journal of Economics*, Instituto de Economía. Pontificia Universidad Católica de Chile., vol. 40(121), pages 635-645
- 2 Schnabl (2008). "Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery" *Economic Systems*, vol. 32(1), pp. 70-91, y Brito y otros (2011). "Growth and exchange rate volatility: a panel data analysis", *Textos para discussão 296*, Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getulio Vargas de Brasil.
- 3 Ghei y Pritchett (1999) "The Three Pessimisms: Real Exchange Rates and Trade Flows in Developing Countries" en Hinkle y Montiel (eds) *Exchange Rate Misalignment*, Oxford University Press.
- 4 Vitek, Francis (2013), *Exchange Rate Assessment Tools for Advanced, Emerging, and Developing Economies*, Fondo Monetario Internacional.

**Gráfico 4: Volatilidad Cambiaria y Crecimiento Económico, 2008-2012/ (En porcentajes)**



Fuente: Banco Central de Bolivia – Bloomberg – FMI (WEO, Abril 2013)  
 Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica  
 Nota: <sup>1</sup> Para Bolivia se toma el tipo de cambio promedio ponderado de operaciones estándar y preferenciales del sistema financiero



Si desea recibir este boletín en formato electrónico, puede suscribirse en <http://www.bcb.gob.bo/?q=suscribirse>



**www.bcb.gob.bo**  
**Línea gratuita: 800-10-2023**  
 Calle Ayacucho esquina Mercado  
 Tel: (591-2) 2409090 • Fax: (591-2) 2406614 • Casilla: 3118 • [bancocentraldebolivia@bcb.gob.bo](mailto:bancocentraldebolivia@bcb.gob.bo)  
 La Paz - Bolivia