



## Prácticas de Intervención en los Mercados Cambiarios Bajo Esquemas de Objetivos de Inflación

*José Manuel Iraheta Bonilla<sup>1</sup>*

Algunos bancos centrales de América Latina, que basan su estrategia de política monetaria bajo esquemas de objetivos de inflación, han participado recientemente en los mercados cambiarios con el objetivo de minimizar la volatilidad generada por la fuerte afluencia de capitales atraídos por la recuperación económica, así como por las relativamente altas tasas de interés. La política monetaria y cambiaria de otros países se ha visto afectada por los cambios en las preferencias del público quienes han sustituido instrumentos activos y pasivos en moneda extranjera por otros en moneda nacional, dando paso al llamado proceso de desdolarización. Como resultado de la aplicación de políticas heterodoxas en materia cambiaria, varios bancos centrales han acumulado importantes montos de reservas internacionales, lo que ha permitido frenar las presiones hacia la apreciación de sus monedas, y contrarrestar las críticas de algunos sectores al interior de sus países respecto de las pérdidas que les generan las modificaciones en los mercados cambiarios provocadas por la afluencia de capitales y/o

preferencias del público. Este artículo se plantea el cuestionamiento de si es consistente la participación de los bancos centrales en los mercados cambiarios con la estrategia de objetivos de inflación? Además, intenta aclarar si la participación de los bancos centrales en los mercados cambiarios posee alguna incidencia en los tipos de cambio que contravenga la tendencia definida por sus fundamentales. Para el desarrollo del mismo, se proponen algunos conceptos básicos respecto de los regímenes cambiarios bajo esquemas de objetivos de inflación; se hace una revisión de los esquemas de intervención en mercados cambiarios en épocas de no crisis; se evalúan las prácticas de intervención en los mercados cambiarios en época de post-crisis en las principales economías de América Latina que poseen objetivos inflacionarios; se desarrolla similar análisis para las economías de Centroamérica y República Dominicana cuyos regímenes cambiarios poseen algún grado de flexibilidad; y finalmente, se ofrecen algunas consideraciones conclusivas.

### 1. Ausencia de “otra ancla nominal” en la conducción de la política monetaria.

Los documentos seminales sobre estrategia de objetivos de inflación de Bernanke y Mishkin (1997), DeBelle, Masson, Savastano y Samra (1998), Schaechter, Stone y Zelmer (2000), Mishkin y Schmidt-Hebbel (2001) y Carare, Schaechter, Stone y Zelmer (2002), por mencionar algunos, establecían la

<sup>1</sup> Economista de la SECMCA. Las opiniones y comentarios son de responsabilidad exclusiva del autor y no representan la posición oficial de la institución a la que pertenece. Se agradecen los comentarios de Ángel Arita, Subsecretario Ejecutivo, así como el apoyo brindado por William Calvo, Secretario Ejecutivo del CMCA.



ausencia de “otra ancla nominal” para la conducción de la política monetaria, como una precondition para la adopción de dicha estrategia. De acuerdo con las referencias anotadas, cuando se apelaba a la ausencia de otra ancla nominal, se entendía que los objetivos de tipo de cambio debían estar claramente subordinados al objetivo inflacionario. Así, movimientos de política o intervenciones cambiarias para influenciar sobre el comportamiento del tipo de cambio debían hacerse únicamente para suavizar el efecto de shocks temporales que amenazaran el objetivo inflacionario o pusieran en riesgo la estabilidad del sistema financiero. De esa forma, las autoridades monetarias podían perseguir objetivos adicionales como los mencionados, pero sólo hasta tanto ellos fuesen consistentes y subordinados al objetivo inflacionario.

En el extremo de esta precondition, se argumentó que, en el marco de libre movilidad de capitales, para que un banco central pudiera obtener resultados utilizando una tasa de política monetaria, el tipo de cambio debía ubicarse dentro de un régimen cambiario flexible (Mishkin y Savastano, 2001). Esta precondition se fundamentaba en la llamada “*trinidad imposible de la macroeconomía*”.

En la práctica, la aplicación de la política monetaria y cambiaria en economías emergentes debió tratar con la vulnerabilidad ante shocks externos, como los provenientes

de los términos de intercambio y los flujos de capital, que hicieron más complicado abstenerse de participar en los mercados de cambio. Esto dio por resultado que algunos bancos centrales que decían contar con un régimen de libre flotación, en realidad mantenían una política de salvaguarda de participación en los mercados cambiarios, situación que recibió críticas bajo el llamado miedo a flotar o “*fear of floating*” de Calvo y Reinhart (2000). De esa forma, lo más común fue encontrar algún tipo de cláusula que permitiera ejercer alguna participación en el mercado cambiario, sin comprometer los objetivos inflacionarios y sin dejar de ser considerados regímenes cambiarios de libre flotación<sup>2</sup>.

## 2. Prácticas de Intervención en las Principales Economías de A.L. con Objetivos de Inflación

En la práctica, la mayoría de países de economías emergentes de América Latina que habían adoptado la estrategia de objetivos de inflación a inicios de la década de 2000, poseían también una política de intervención en el mercado cambiario (Carare, et al. 2002): i) el Banco Central de Brasil podía intervenir en condiciones normales, para obtener el objetivo inflacionario, o bien en situaciones excepcionales; ii) el Banco Central de Chile tenía la autorización para intervenir en

<sup>2</sup> Habermeier, Kokenyne, Veyrune y Anderson (2009), han propuesto dentro del FMI una clasificación de los regímenes cambiarios en un marco de mayor transparencia



circunstancias excepcionales, mismas que debían ser públicamente anunciadas y justificadas; iii) El Banco de la República de Colombia no intervenía en el mercado cambiario para definir un tipo de cambio particular, pero subastaba opciones de venta de moneda extranjera con el objetivo de acumular reservas internacionales; y iv) el Banco de México dejaba flotar libremente el peso (Cuadro 1).

Cuadro 1. Países seleccionados de América Latina:  
Prácticas de Intervención en los Mercados  
Cambiaros bajo Objetivos de Inflación, 2001

<i>País</i>	<i>Práctica Intervención</i>
<b>Brasil</b>	El BCB podía intervenir en condiciones normales, para obtener el objetivo inflacionario, o bien en situaciones excepcionales.
<b>Chile</b>	El BCCh tenía la autorización para intervenir en circunstancias excepcionales, mismas que debían ser públicamente anunciadas y justificadas.
<b>Colombia</b>	El BR no intervenía en el mercado cambiario para definir un tipo de cambio particular, pero subastaba opciones de venta de moneda extranjera con el objetivo de acumular reservas internacionales
<b>México</b>	El BM dejaba flotar libremente el peso

Siglas: BCB=Banco Central de Brasil; BCCh=Banco Central de Chile; BR=Banco de la República; y BM=Banco de México.

Fuente: Carare, Schachter, Stone y Zelmer (2002).

Durante la década en mención, y previo a la crisis financiera de 2008, los bancos centrales de las economías emergentes de la región, mantuvieron una política de prevención amparados en las directrices de intervenciones discrecionales o reglas de participación como subastas de opciones de compra o venta de divisas. Sin embargo, como se verá en la siguiente sección, durante la crisis financiera –cuyos efectos comenzaron a percibirse en América Latina a partir del cuarto trimestre de 2008– la participación de los bancos centrales en el mercado cambiario fue mucho más discrecional, una vez fueron disipadas las amenazas de presiones inflacionarias del balance de riesgos de inflación.

### 3. Intervenciones Cambiarias en Tiempos de Post-crisis en América Latina

Las intervenciones cambiarias en algunos países de América Latina con objetivos de inflación, han consistido en medidas discrecionales de las autoridades monetarias para adquirir reservas internacionales. No obstante, la mayoría considera que su régimen cambiario es de libre flotación y que las intervenciones se han supeditado al objetivo inflacionario. En el caso particular de Brasil, su economía está padeciendo de fuertes flujos de capital como resultado del fuerte crecimiento económico y tasas de interés relativamente altas, en parte, presionadas por los incrementos en las tasas de política monetaria recientes y por las necesidades de



financiamiento público. De acuerdo con el reporte de la revisión del Artículo IV del FMI para Brasil de agosto de 2010, las autoridades monetarias establecieron un impuesto a las inversiones de extranjeros en bonos domésticos de 2%. No obstante, los flujos de inversión extranjera en instrumentos domésticos continuaron haciendo que el real se apreciara respecto del dólar en cerca del 25% de enero a agosto de 2010. Recientemente, las autoridades fiscales de Brasil anunciaron la adquisición de dólares en el mercado de divisas con el objetivo de intentar frenar la apreciación del real. De igual forma, el Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil<sup>3</sup> en su reunión del 31 de agosto y 1 de septiembre de 2010, indicaba que las reservas internacionales habían alcanzado los US \$261.3 mil millones hasta agosto de 2010. El ritmo de acumulación fue de US \$4 mil millones en julio –de las cuales US \$3 mil millones fueron por compras del banco central–, y de US \$22.3 mil millones de enero a agosto de 2010 –correspondiéndole al banco central US \$18.6 mil millones por compras directas–.

Cuadro 2. Brasil: Principales Variables Macroeconómicas

	<i>Reservas Internacionales Netas</i>		<i>Tipo de Cambio Nominal</i>		<i>Índice de Precios al Consumidor</i>	
	Millones US \$	Variación % anual	MN por US \$1	Variación % anual	Índice	Variación % anual
Ago 2008	205.116		1,63		115,2	
Ago 2009	215.744	5,2	1,89	15,4	120,2	4,4
Ago 2010	261.320	21,1	1,76	-6,9	125,6	4,5

Fuente: Banco Central de Brasil y OECD.

Efectivamente, como puede apreciarse en el Cuadro 2, el ritmo de acumulación porcentual interanual de las RIN fue de 21.1% en agosto de 2010 (5.2% en agosto de 2009), en tanto el tipo de cambio se apreció en términos anuales en 6.9% a agosto de 2010 (depreciación de 15.4% en agosto de 2009). Las autoridades monetarias siguen considerando que su régimen cambiario es de libre flotación y que las intervenciones cambiarias son consistentes con el objetivo inflacionario.

De manera similar, el Presidente del Banco Central de Chile en declaraciones recientes a la prensa<sup>4</sup>, resaltó las ventajas de contar con un régimen de flotación de tipo de cambio, pero admitió que podrían intervenir en el mercado cambiario en forma discrecional y en condiciones extraordinarias, tal como ya lo han hecho en ocasiones anteriores.

<sup>3</sup> Minuta de la 153ª Reunión del Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil.

<sup>4</sup> Periódico digital Capital.cl. Declaraciones de José de Gregorio, Presidente del Banco Central de Chile del 24 de agosto de 2010.



Cuadro 3. Chile: Principales Variables Macroeconómicas

	Reservas Internacionales Netas		Tipo de Cambio Nominal		IPC
	Millones US \$	Variación % anual	MN por US \$1	Variación % anual	Variación % anual
Ago 2008	22.356		516,70		9,3
Ago 2009	25.053	12,1	546,88	5,8	-1,0
Ago 2010	25.221	0,7	509,32	-6,9	2,6

Fuente: Banco Central de Chile.

De acuerdo con información del Banco Central de Chile, aunque el tipo de cambio se ha apreciado fuertemente en el último año, las autoridades monetarias todavía no han adoptado una política de acumulación de reservas internacionales. Éstas apenas están aumentando a un ritmo de 0.7% en forma interanual (Cuadro 3).

De acuerdo con el Artículo IV del FMI para Colombia de mayo de 2010, las autoridades monetarias consideraban que podrían continuar acumulando reservas internacionales con el objetivo de prevenir presiones sobre el tipo de cambio ante choques futuros. Adicionalmente, indicaba el FMI, las autoridades monetarias consideraban que intervenciones en el mercado cambiario para acumular más reservas serían totalmente consistentes con el objetivo inflacionario, se harían en total

transparencia y sin alterar el régimen de libre flotación.

De hecho el Banco de la República anunció en marzo<sup>5</sup> que iniciaría un programa de compras de divisas por US \$20 millones diarios durante la primera mitad del año, lo que le permitiría comprar en forma acumulada US \$1,600 millones durante dicho período. El banco central citó el rápido fortalecimiento de peso como la principal razón para adoptar dicha estrategia de intervención.

Cuadro 4. Colombia: Principales Variables Macroeconómicas

	Reservas Internacionales Netas		Tipo de Cambio Nominal		Índice de Precios al Consumidor	
	Millones US \$	Variación % anual	MN por US \$1	Variación % anual	Índice	Variación % anual
Ago 2008	23.269		1844,29		99,1	
Ago 2009	24.866	6,9	2018,97	9,5	102,2	3,1
Ago 2010	26.316	5,8	1819,06	-9,9	104,6	2,3

Fuente: Banco de la República de Colombia.

De acuerdo con información del Banco de la República el peso se ha apreciado en cerca de 10% entre agosto de 2009 y agosto de 2010. Concomitantemente, el saldo de reservas, con base en el anuncio de marzo de 2010 del banco central, ascendió a US \$26,316 millones, que equivalen a un ritmo de

<sup>5</sup> Banco de la República, Colombia. Boletín 006, 2 de marzo de 2010.



acumulación interanual de 5.8% a agosto de 2010 (6.9% en agosto de 2009).

En la revisión del Artículo IV del FMI para México de marzo de 2010, se resaltaba la preocupación de las autoridades monetarias y hacendarias respecto de la métrica de las reservas internacionales, en particular, la relación de las reservas con la posición de corto plazo de inversionistas no residentes en México, y de su situación de desventaja comparado con otros países de economías emergentes que se consideran pares de este país. Así, la intención de las autoridades cambiarias era acumular reservas internacionales utilizando una regla de intervención consistente con el mantenimiento de un régimen cambiario de libre flotación. De acuerdo con el mecanismo definido por el Banco de México<sup>6</sup>, cada mes el banco central vendería un monto preanunciado de opciones *put* a intermediarios financieros, quienes tendrían el derecho de ejercer la opción –vender dólares al Banco de México por pesos– al precio determinado por el mercado. La condición para ejercer la opción es que el peso se encuentre más apreciado que el promedio móvil de los últimos 20 días. De acuerdo con las autoridades cambiarias, éste mecanismo ayudaría a reducir la volatilidad del precio del dólar, sin poner en duda el régimen de libre flotación.

<sup>6</sup> Véase en el Country Report No. 10/71 del FMI para México.

Cuadro 5. México: Principales Variables Macroeconómicas

	<i>Reservas Internacionales Netas</i>		<i>Tipo de Cambio Nominal</i>		<i>Índice de Precios al Consumidor</i>	
	Millones US \$	Variación % anual	MN por US \$1	Variación % anual	Índice	Variación % anual
Ago 2008	80.688		10,11		113,6	
Ago 2009	76.364	-5,4	13,01	28,7	119,4	5,1
Ago 2010	106.862	39,9	12,77	-1,8	123,8	3,7

Fuente: Banco de México y OECD.

De esa cuenta, de acuerdo con información del Banco de México, el monto de las reservas internacionales ascendía a US \$106,862 millones en agosto de 2010, representando una acumulación de casi 40% respecto de igual mes de 2009 (-5.4% en agosto de 2009).

El Banco Central de Reserva del Perú justificaba la compra de dólares en el mercado de cambios como resultado de la mayor demanda por circulante promovida por el dinamismo de la actividad productiva. Según el Informe de Inflación de junio de 2010 del BCRP, el circulante creció en 21% que fue solventado, en su mayor parte, por la compra de moneda extranjera en la Mesa de Negociación por US \$2,655 millones durante el primer semestre de 2010. Asimismo, en el mismo Informe de Inflación, dicho banco central indica que la fuerte compra de divisas del banco central ocurrida en el primer semestre contribuyó a reducir la fuerte volatilidad que se observó en el mercado de cambios.



De otra parte, tanto la revisión del Artículo IV para Perú como el documento de García-Escribano (2010), resaltan el proceso de desdolarización en dicho país. En este proceso subyace la confianza y credibilidad del público respecto de las sólidas medidas de política macroeconómica que han caracterizado a este país en los últimos años, un cambio en las preferencias del público por mantener instrumentos activos y pasivos en moneda nacional en sustitución de la moneda extranjera, un régimen de libre flotación del dólar respecto del sol que permite esta sustitución, y la consolidación de un mercado de capitales en moneda nacional.

Cuadro 6. Perú: Principales Variables Macroeconómicas

	Reservas Internacionales Netas		Tipo de Cambio Nominal		IPC
	Millones US \$	Variación % anual	MN por US \$1	Variación % anual	Variación % anual
Ago 2008	34.917		2,89		6,3
Ago 2009	31.955	-8,5	2,95	2,0	1,9
Ago 2010	40.204	25,8	2,80	-5,0	2,3

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

De esa cuenta, en tanto el sol se ha apreciado en aproximadamente 5% en un período de doce meses hasta agosto de 2010, el banco central ha ganado reservas hasta acumular US \$40,204 millones al mismo mes, creciendo a una tasa de 25.8% (-8.5% en agosto de 2009).

En resumen, las principales economías de América Latina que basan su política monetaria bajo esquemas de objetivos de inflación y que por tanto, son reconocidos por mantener regímenes cambiarios de flotación, han experimentado una importante participación en las mesas de cambio. La intervención de los bancos centrales en los mercados cambiarios de Brasil, Chile y Colombia, pretenden contrarrestar la volatilidad del tipo de cambio que genera el creciente influjo de capitales hacia la región, como resultado de la recuperación económica y la búsqueda de mayores rentabilidades. En México, por el contrario, se pretende equiparar las reservas internacionales al nivel de sus pares con el objetivo de contrarrestar posibles shocks ante un eventual retiro de capitales. Y Perú, influenciado en parte por una mayor preferencia del público por moneda nacional, ha acumulado importantes montos de reservas, que de paso, le han posibilitado minimizar la volatilidad del tipo de cambio. En todos los casos, la característica común, es que la acumulación de reservas internacionales ha estado asociada a una apreciación de las monedas nacionales. Además, se declara expresamente que las intervenciones no buscan incidir sobre el nivel del tipo de cambio, sino más bien minimizar su volatilidad. Se reconoce que los regímenes cambiarios continúan siendo de libre flotación y que el objetivo final de la autoridad monetaria es el control de la inflación.



## 4. Políticas Cambiarias en Tiempos de Post-crisis en Centroamérica y República Dominicana

Centroamérica y República Dominicana tienen la propiedad de contar con una gama interesante de regímenes cambiarios. De acuerdo con la Matriz de Medidas de Políticas Macroeconómicas del Consejo Monetario Centroamericano (2010), los bancos centrales definen sus regímenes cambiarios de la siguiente forma: Costa Rica, sistema de banda móvil; El Salvador, tipo de cambio fijo por ley; Guatemala, sistema flexible; Honduras, sistema de bandas; Nicaragua, sistema de minidevaluaciones; y República Dominicana, sistema flexible de libre convertibilidad. En la práctica, los países que poseen un régimen cercano a la libre flotación son: Costa Rica, que no ha participado en el mercado cambiario por cuenta de la banda durante los últimos 12 meses, pero que adoptó recientemente una política de acumulación de reservas internacionales; Guatemala, que posee una regla de participación en el mercado cambiario; y la República Dominicana, cuyo banco central, según su propia concepción, participa discrecionalmente en el mercado cambiario.

En Costa Rica, de acuerdo con lo estipulado por la banda cambiaria y consignado por la SECMCA (2010), el Banco Central estaría dispuesto a comprar las divisas que fueran ofrecidas al precio definido por el piso de la

banda, es decir a 500 colones por US \$1; y estaría dispuesto a vender las divisas que fueran necesarias al precio del techo de la banda, misma que aumenta a razón de 0.20 centavos de colón por día hábil. De esa cuenta, el Banco Central contabiliza 12 meses consecutivos sin intervención en el marco de la banda cambiaria.

El 1 de septiembre de 2010, el Banco Central de Costa Rica anunció el Programa de Acumulación de Reservas Internacionales, justificándolo al hecho de que sus pares contaban con una proporción de reservas a PIB equivalente al 13.1%, mientras que en Costa Rica, dicha relación era de 11.9%. Además, se justificaba como una forma de prevención ante shocks adversos dado el ambiente de incertidumbre en el ámbito internacional. La inyección de liquidez producto de la compra de divisas, sería esterilizado, y según afirmación del Banco Central, el incremento del déficit cuasifiscal no comprometería la meta de inflación para el presente y próximo año, por lo que la intervención sería totalmente compatible con los objetivos de inflación. En ese sentido, el Banco Central pondría en marcha un programa de acumulación de reservas internacionales por US \$600 millones del 2 de septiembre de 2010 al 31 de diciembre de 2011, pudiéndose hacer compras de US \$50 millones por mes como máximo. Al 24 de septiembre el banco central había comprado US \$27.6 millones.





Cuadro 7. Costa Rica: Principales Variables Macroeconómicas

	Reservas Internacionales Netas		Tipo de Cambio Nominal		Índice de Precios al Consumidor	
	Millones US \$	Variación % anual	MN por US \$1	Variación % anual	Índice	Variación % anual
Ago 2008	4.004		551,97		126,4	
Ago 2009	4.052	1,2	586,87	6,3	133,6	5,7
Ago 2010	4.048	-0,1	511,80	-12,8	140,6	5,2

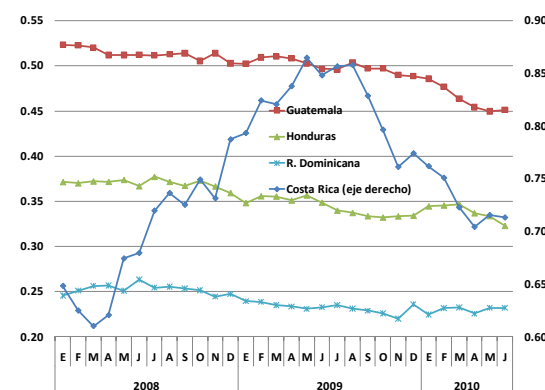
Fuente: SECMCA.

De acuerdo con el Cuadro 7, el Banco Central de Costa Rica al tiempo de haber casi mantenido constante el monto de sus reservas internacionales a agosto de 2010 respecto de agosto de 2009, presentaba una de las mayores apreciaciones cambiarias de los países de América Latina con regímenes cambiarios de flotación. En efecto, la apreciación del colón fue equivalente a 12.8%. Según la tercera y última revisión del Acuerdo Precautorio con el FMI de junio de 2010, esta revalorización del colón estaría asociada al fuerte influjo de capitales, a los cambios en la posición externa de los bancos, y al diferencial de tasas de interés de los títulos emitidos por el gobierno central. Adicionalmente, investigaciones recientes de la SECMCA<sup>7</sup> han señalado que a estos factores, se agrega el cambio de preferencias del público de instrumentos en moneda extranjera por moneda nacional, que han conducido a una desdolarización de la

<sup>7</sup> Véase Informe Económico Regional al Primer Semestre de 2010 de la SECMCA.

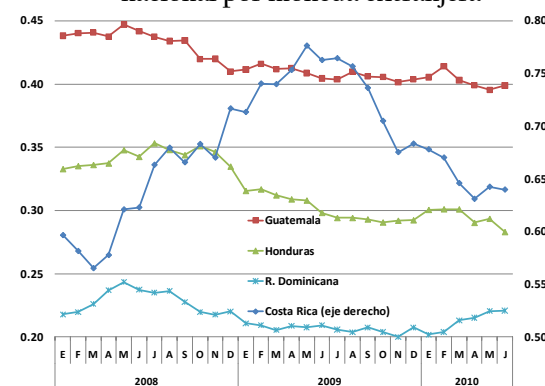
economía y presionado a la revalorización del colón (Gráficos 1 y 2).

Gráfico 1. CADR: Tasa de Sustitución de Activos de las Otras Sociedades de Depósito en moneda nacional por moneda extranjera



Fuente: SECMCA.

Gráfico 2. CADR: Tasa de Sustitución de Pasivos de las Otras Sociedades de Depósito en moneda nacional por moneda extranjera



Fuente: SECMCA.

Guatemala podría ser la única economía de América Latina con una regla definida para la intervención del Banco Central en el mercado cambiario en el marco de su estrategia de objetivos de inflación. La regla de participación del Banco de Guatemala en el



mercado cambiario fue modificada por última vez en septiembre de 2009, la cual se activa cuando uno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de compra, de venta o interbancario, supera el promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia vigente,  $\pm$  un margen de fluctuación de 0.50%. Así, las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario son en tiempo real (intradía) para moderar la volatilidad diaria del tipo de cambio y las expectativas de los agentes económicos. En octubre de ese mismo año, la Junta Monetaria autorizó al Banco de Guatemala a ampliar de US\$24 millones a US\$32 millones el techo máximo a ofertar en el mercado cambiario y pasaron de 3 a 4 subastas como máximo por día. Esta regla se ha mantenido durante 2010.

De acuerdo con el Informe de Política Monetaria del Banco de Guatemala a septiembre de 2010, la regla de participación en el mercado cambiario no pretende incidir sobre la tendencia del tipo de cambio, sino únicamente sobre su volatilidad. Además, señalan que los movimientos del tipo de cambio se deben a movimientos de carácter estacional. Sin embargo, se reconoce que a partir de la regla de participación del Banco de Guatemala, durante los primeros ocho meses de 2010 se compraron US \$149.6 millones, de los cuales US \$132.6 millones se hicieron en febrero de 2010.

De acuerdo con el Cuadro 8, el tipo de cambio se apreció en 3% en agosto de 2010 respecto de igual mes de 2009, y las reservas internacionales se acumularon a un ritmo de 9.9% anual en igual período. Finalmente, el FMI en la tercera revisión del Acuerdo Precautorio para Guatemala de julio de 2010, señala que la regla de participación no incide en el nivel del tipo de cambio, mismo que sigue siendo determinado por sus fundamentales, por lo que dicha regla no contraviene el régimen de flotación de especial importancia para la consolidación de la estrategia de objetivos de inflación.

Cuadro 8. Guatemala: Principales Variables Macroeconómicas

	Reservas Internacionales Netas		Tipo de Cambio Nominal		Índice de Precios al Consumidor	
	Millones US \$	Variación % anual	MN por US \$1	Variación % anual	Índice	Variación % anual
Ago 2008	4,715		7,41		183,0	
Ago 2009	5,170	9,7	8,26	11,5	181,7	-0,7
Ago 2010	5,682	9,9	8,02	-3,0	189,1	4,1

Fuente: SECMCA.

De acuerdo con la Matriz de Políticas Macroeconómicas del Consejo Monetario Centroamericano, la política de participación del Banco Central de la República Dominicana (BCRD) en el mercado cambiario es discrecional y vinculada a la volatilidad del mercado. El BCRD compra y vende divisas. Además podría comprar y vender otros valores o activos expresados en



divisas de contado y realiza cualquier otra operación propia de los mercados cambiarios. La República Dominicana sería el único país de América Latina con un régimen cambiario flexible cuya moneda se ha depreciado en los últimos doce meses.

Cuadro 9. República Dominicana: Principales Variables Macroeconómicas

	Reservas Internacionales Netas		Tipo de Cambio Nominal		Índice de Precios al Consumidor	
	Millones US \$	Variación % anual	MN por US \$1	Variación % anual	Índice	Variación % anual
Ago 2008	2.111		34,74		328,0	
Ago 2009	2.273	7,6	36,07	3,8	326,4	-0,5
Ago 2010	2.407	5,9	36,94	2,4	342,8	5,0

Fuente: SECMCA.

En efecto, según el Cuadro 9, el peso dominicano se habría depreciado en 2.4% entre agosto de 2009 y agosto de 2010, y sus reservas internacionales se habrían incrementado en razón de 5.9% en igual período.

Según las valoraciones del FMI en su revisión al Artículo IV para la República Dominicana en 2009, el régimen cambiario es administrado. Sostiene que el Banco Central participa en el mercado cambiario en forma discrecional para que haya confianza respecto de esta importante variables macroeconómica. El FMI considera que no se anticipan descalces de monedas que puedan no hacer viable la recomendación de dejar flotar libremente el tipo de cambio en un

futuro. Y además sostiene que la tendencia actual del tipo de cambio es consistente con sus fundamentales.

En resumen, entre los países que poseen un régimen con algún grado de flotación en la región del Consejo Monetario Centroamericano, confluyen distintos esquemas de participación en el mercado cambiario. Desde un país que adopta una regla definida para activar compras o ventas de divisas, hasta otro con una total discrecionalidad en su participación, pasando por un país con una política de acumulación de reservas internacionales. A partir del análisis mostrado, se desprende que las medidas adoptadas para participar en el mercado cambiario por los bancos centrales de esta región, no alteran sustancialmente el nivel del tipo de cambio, sino su volatilidad. Además, la tendencia de los tipos de cambio parece ser consistente con la evolución de sus fundamentales, por lo que no se contraponen ni con un régimen de flotación ni con el objetivo inflacionario.

## Consideraciones finales

No parece haber inconsistencia en la intervención en los mercados cambiarios por parte de los bancos centrales con los regímenes de flotación ni con el objetivo inflacionario, siempre que las participaciones estén subordinadas al objetivo de control de inflación. Las intervenciones cambiarias de los bancos centrales en América Latina, no



parecen incidir sobre el nivel de los tipos de cambio y por tanto, son compatibles con los fundamentales que definen su trayectoria de largo plazo. Las intervenciones cambiarias han permitido, en algunos países, minimizar la volatilidad de los tipos de cambio derivada de la fuerte afluencia de capitales atraídos por el crecimiento económico y las relativamente altas tasas de interés, principalmente, de los instrumentos de deuda pública. En otros países, han permitido acumular montos de reservas internacionales para asemejarlos a los pares y anticipar shocks externos que puedan provocar apuestas en un sentido en los tipos de cambio y vulnerar así la estabilidad macroeconómica. Asimismo, han suavizado la trayectoria del tipo de cambio al minimizar su volatilidad que proviene de factores internos, como la mayor preferencia del público por moneda nacional así como el desarrollo de mercados de capitales. En definitiva, desde la experiencia de América Latina, no existe evidencia de que las intervenciones cambiarias de los bancos centrales incidan en el nivel tipo de cambio de manera de alterar su tendencia de largo plazo definido por sus fundamentales. Por tanto, los regímenes cambiarios de los países con estrategia de objetivos de inflación en América Latina continúan siendo de libre flotación, por lo que las intervenciones de los bancos centrales en los mercados cambiarios son consistentes con la estrategia de objetivos de inflación.

## Referencias

- Banco Central de Chile (2010). *Informe de Política Monetaria*. Santiago. Junio.
- Banco Central de Costa Rica (2010). *Circular JD-5471/05/02. Programa de Acumulación de Reservas Internacionales*. San José. Septiembre.
- Banco Central de Reserva del Perú (2010). *Reporte de Inflación. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas*. Lima. Junio.
- Banco de Guatemala (2010). *Informe de Política Monetaria*. Guatemala. Dictamen CT-2/2010. Guatemala. Septiembre.
- Banco de la República de Colombia (2010). *Boletín 006*. Bogotá, 2 de marzo.
- Bernanke, Ben S. y Frederic S. Mishkin (1997). *Inflation Targeting. A New Framework for Monetary Policy?*. NBER Working Paper Series. WP/5893. Cambridge, MA. Enero.
- Calvo, Guillermo A. y Carmen M. Reinhart (2000). *Fear of Floating*. NBER, Working Paper No. 7993. Cambridge, MA. Noviembre.
- Carare, Alina; Andrea Schaechter, Mark Stone y Mark Zelmer (2002). *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*. IMF WP/02/102. Washington, D.C.



Debelle, Guy; Paul Masson, Miguel Savastano y Sunil Samra (1998). *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Economic Issues No. 15. Octubre. FMI. Washington, D.C.

Edwards, Sebastian (2006). *The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited*. National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 12163. Cambridge, MA. Abril.

FMI (2010). *Mexico: 2010 Article IV Consultation—Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 10/71. Washington, D.C. Marzo.

FMI (2010). *Peru: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation*. IMF Country Report No. 10/98. Washington, D.C. Abril.

FMI (2010). *Colombia: 2010 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Authorities of Colombia 2010*. IMF Country Report No. 10/105. Washington, D.C. Mayo.

FMI (2010). *Dominican Republic: Staff Report for the 2009 Article IV Consultation and Request for a Stand-By Arrangement; Supplement to the Staff Report and Staff Statement; Public Information Notice and Press Release on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 10/135. Washington, D.C. Mayo.

FMI (2010). *Costa Rica: Third and Final Review Under the Stand-By Arrangement—Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Costa Rica*. IMF Country Report No. 10/162. Washington, D.C. Junio.

FMI (2010). *Guatemala: Third Review Under the Stand-By Arrangement—Staff Report; Staff Statement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Guatemala*. IMF Country Report No. 10/187. Washington, D.C. Julio.

FMI (2010). *IMF Executive Board Concludes 2010 Article IV Consultation with Brazil*. Public Information Notice (PIN) No. 10/111. Washington, D.C. Agosto.

García-Escribano, Mercedes (2010). *Peru: Drivers of De-dollarization*. IMF Working Paper No. 10/169. Washington, D.C. Julio.

Habermeier, Karl; Annamaria Kokenyne, Romain Veyrune y Harald Anderson (2009). *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements*. International Monetary Fund WP/09/211. Monetary and Capital Markets Department. Washington, D.C. Noviembre.

Mishkin, Frederic S. y Klaus Schmidt-Hebbel (2001). *One Decade of Inflation Targeting in the World: What do we know and what do we need to know?* NBER WP/8397. Cambridge, MA. Julio.



Mishkin, Frederic S. y Miguel A. Savastano. (2001). *Monetary Policy Strategies for Latin America*, *Journal of Development Economics*, 66(2): 415-444.

Schaechter, Andrea; Mark R. Stone, y Mark Zelmer (2000). *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*. IMF Occasional Paper 202. Washington, D.C.

SECMCA (2010). *Matriz de Principales Políticas Macroeconómicas en Centroamérica y República Dominicana vigentes a julio de 2010*. San José. Julio.

SECMCA (2010). *Centroamérica y República Dominicana. Informe Económico Regional al Primer Semestre de 2010*. San José, Costa Rica. Agosto.