



## La Flexibilidad Cambiaria: un Régimen para fortalecer la Transmisión de la Política Monetaria en los países de Centroamérica

*Luis F. Granados Ambrosy<sup>1</sup>*

En Centroamérica y República Dominicana, el fortalecimiento de los marcos de política monetaria y sus canales de transmisión han garantizado el cumplimiento del objetivo fundamental de la estabilidad de precios y facilitado la conducción de la política monetaria al proveer un ambiente de mayor certidumbre y predictibilidad para los agentes económicos frente a los riesgos que derivan de las crisis económicas y financieras mundiales. En coyunturas de crisis, el tipo de cambio ha sido una variable clave, porque en función del régimen vigente de cada país así ha sido el grado de ajuste frente a los shocks externos y la transmisión de las acciones de política monetaria. Debido a la existencia de diferentes regímenes cambiarios en la región, se ha planteado de parte de académicos y organismos internacionales como una opción alternativa, la flexibilidad cambiaria, para fortalecer la transmisión de las acciones de política monetaria y que el tipo de cambio real registre una menor volatilidad y una menor persistencia de los desalineamientos del tipo de cambio real respecto a su equilibrio de largo plazo y pueda absorber eficientemente los shocks externos. Por esas razones, el objetivo de la presente nota es conocer el funcionamiento y condiciones de la denominada flexibilidad cambiaria, la experiencia internacional del régimen y realizar una aproximación de manera empírica sobre la posibilidad de implementar tal régimen del tipo de cambio en cada uno de los países en la región.

### 1. Generalidades de la flexibilidad cambiaria

Los acuerdos de tipo de cambio basados en su grado de flexibilidad y la existencia de compromisos formales o informales de comportamiento del tipo de cambio, destacan la clasificación siguiente: a) el sistema crawling peg o sistema de minidevaluaciones progresivas que se basa en una regla definida que modifica el valor de la moneda. Las minidevaluaciones sucesivas se llevan a cabo con el objetivo de evitar alteraciones bruscas del tipo de cambio fijado y proveer así un escenario previsible para el valor de la moneda local respecto a las extranjeras. Ese sistema ha sido usado por países con altos niveles de inflación o naciones en desarrollo que se anclaron a bajos niveles de inflación para evitar apreciaciones de sus

---

<sup>1</sup> Economista de la SECMCA. Las opiniones y comentarios incluidos en la presente nota son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano ni del Consejo Monetario Centroamericano.



monedas. En el margen, el *crawling peg* provee una meta para los ataques especulativos, impone menos restricciones pero rinde pequeños beneficios de credibilidad y depende de medidas institucionales para su implementación; b) el sistema de tipo de cambio de bandas, es el sistema que dispone de un rango del tipo de cambio en el cual el banco central permite que su moneda fluctúe, las bandas son usadas cuando una moneda está vinculada a la par de otra moneda, pero con cierto grado de flexibilidad de tal forma que pueda responder a los factores de mercado, mientras deja el control en el banco central. Los críticos han señalado que este sistema es ineficiente y que permite prácticas no adecuadas en el comercio internacional. Cuando las bandas son muy amplias, propician altos riesgos y expectativas de depreciación cambiaria. En contraste, una banda limitada permite que el mercado determine las tasas dentro de un rango especificado y facilita anclar las expectativas de los agentes económicos. Ese sistema no elimina la incertidumbre del tipo de cambio pero estimula el desarrollo de herramientas para la administración de los riesgos cambiarios. En el margen, una banda está sujeta a ataques especulativos pero provee una solución limitada al problema de la inconsistencia en el tiempo. La credibilidad depende de las medidas institucionales que acompañen al régimen y si la banda es firme o ajustable, secreta o pública, de su amplitud y de la solidez de las intervenciones requeridas; y, c) el sistema de flotación pura en el cual el tipo es determinado en el mercado sin intervención del sector público. Este sistema sería factible únicamente cuando los mercados son perfectos y competitivos.<sup>2</sup>

En ese marco de modalidades del sistema de tipo de cambio, el Fondo Monetario Internacional de manera particular ha creado una clasificación de dos modalidades, el régimen administrado sin una trayectoria establecida del tipo de cambio y el régimen de flotación independiente dentro de un esquema monetario de metas de inflación. En esa segunda modalidad, el tipo de cambio es determinado en el mercado pero dispone de modalidades de intervención y descansa en la credibilidad de las Autoridades Monetarias, constituye un régimen más flexible. El sistema dispone de intervenciones estabilizadoras sin colocar restricciones sobre la política monetaria y fiscal reduce la incertidumbre, genera una mayor transparencia y no exige la condición de disponer de altos niveles de reservas.

---

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks. Abril de 2008.



## i) De los fundamentos y condiciones para la flexibilidad cambiaria<sup>3</sup>

En el proceso de disponer de un régimen de mayor flexibilidad cambiaria, conviene conocer las acciones y elementos operativos fundamentales del régimen y las condiciones para que la flexibilidad cambiaria sea un régimen eficiente, transparente y fortalezca los mecanismos de transmisión de la política monetaria, de la siguiente manera:

- a) En los bancos centrales es fundamental evaluar empíricamente el tipo de cambio real y las variables económicas fundamentales que explican el comportamiento del tipo de cambio real de largo plazo. Ese primer paso permite conocer las tendencias normales de largo plazo y las variables económicas que explican el comportamiento del tipo de cambio real.
- b) Calcular la volatilidad normal del tipo de cambio, el tamaño y el signo de la desviación de su comportamiento respecto el largo plazo o la persistencia de desalineamientos en su trayectoria que podrían evidenciar una sobrevaluación o subvaluación fuera de los niveles normales. Esa evaluación permite que la Autoridad Monetaria disponga de un procedimiento para que pueda actuar de manera oportuna y eficiente en el mercado cambiario, cuando ocurran movimientos irregulares o de carácter especulativo en el mercado cambiario y que puedan afectar el cumplimiento del objetivo fundamental, la estabilidad de precios.
- c) Para formular políticas de intervención consistentes, es indispensable definir el margen de comportamiento normal o la desviación estándar que se considere que es coherente con el comportamiento de largo plazo, previsible para los agentes económicos y transparente para determinar el monto y oportunidad de las intervenciones en circunstancias consideradas excepcionales. De esa manera la Autoridad Monetaria puede limitar la volatilidad del tipo de cambio dentro de márgenes razonables de comportamiento y asegurar la flexibilidad del tipo de cambio. El banco central consolida su ancla fundamental, la estabilidad de precios y sus intervenciones se justifican cuando el mercado cambiario no es perfectamente competitivo o maduro.
- d) Al disponer de la inflación como el ancla nominal, conviene evaluar el efecto traspaso del comportamiento del tipo de cambio en la inflación, independientemente del régimen de política monetaria vigente, lo cual es fundamental para el monitoreo de la política monetaria y el uso de su instrumento

<sup>3</sup> Referencias básicas en: i) Daly, M. S (2007) Régimes de change: Le chemin vers la flexibilité; ii) IMF. (2007). Moving to Greater Exchange Rate Flexibility; iii) Murray, J. (1999) Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate; y, iv) De Gregorio, J. (2005). Tipo de Cambio con Metas de Inflación en Chile.



relevante para el logro del objetivo fundamental de la política monetaria, una inflación baja y estable. Asimismo, es conveniente evaluar los efectos de segunda vuelta que producen los cambios irregulares en el comportamiento del tipo de cambio

- e) Reaccionar de manera óptima en el manejo del régimen cambiario implica minimizar los efectos de los shocks externos y los ataques de carácter especulativo que se producen en el mercado cambiario. El mercado cambiario de los países en desarrollo es vulnerable al comportamiento de las economías desarrolladas y de los precios internacionales de los commodities, así como por los riesgos o movimientos irregulares que se producen dentro del mercado cambiario local, cuando el mercado no opera en condiciones competitivas.
- f) Cuando se tiene un marco de política monetaria de metas de inflación, el manejo del tipo de cambio deja de jugar el papel de ancla nominal, lo que equivale a limitar la volatilidad del tipo de cambio dentro de ciertos márgenes de confianza o contenerlo dentro de cierto grado de probabilidad hasta que retorna a un comportamiento coherente y permanente de largo plazo y no afecta la eficiencia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.
- g) El desarrollo de un mercado de divisas profundo y líquido y con una buena administración de los riesgos cambiarios, particularmente en aquellos casos de alto nivel de dolarización y descalce de monedas.
- h) La independencia y credibilidad de las Autoridades Monetarias es fundamental para garantizar una mayor flexibilidad y eficiencia del régimen cambiario. Reduce la incertidumbre de parte de los agentes económicos y los costos en sus hojas de balance, reduce los riesgos en los mecanismos de transmisión de la política monetaria y facilita el cumplimiento del objetivo fundamental de estabilidad de precios. Asimismo, se garantiza que los costos de las intervenciones sean menores que las sobreacciones del tipo de cambio. Ese componente fortalece la transparencia y rendición de cuentas, la coordinación con la política fiscal y la independencia operativa de las autoridades monetarias.

## ii) **Experiencia internacional de un régimen de flexibilidad cambiaria**

Dentro de las experiencias internacionales en América Latina de un régimen de flexibilidad cambiaria, cabe destacar los casos de Chile y Colombia. En el caso de Chile, José de Gregorio y otros autores señalan que en ese país desde finales de los noventa, el marco de política ha



consistido en un régimen de metas de inflación y de tipo de cambio flotante, en el cual se definió que las intervenciones del banco central serían en circunstancias excepcionales. La flotación del peso chileno ha hecho más fácil el ajuste de la economía ante las turbulencias mundiales, la volatilidad del tipo de cambio ha sido normal y no se le asocia a desalineamientos persistentes como se ha observado en regímenes más rígidos. En Chile, el régimen cambiario de naturaleza flexible es coherente con el marco de metas de inflación y evita confundir el control de la inflación con dos anclas nominales simultáneas. En ese caso, la meta de inflación constituye la única ancla, al permitir la flexibilidad del tipo de cambio. Tal flexibilidad cambiaria ha permitido avanzar en la profundidad del mercado financiero y fundamentalmente en una reducción de las tasas de traspaso del tipo de cambio a la inflación, factores que han robustecido la credibilidad y factibilidad de la flotación.

En Chile, el régimen de flotación ha permitido llevar a cabo una política monetaria independiente, dirigida principalmente a la meta de inflación y de manera ordenada enfrentar shocks reales y en los términos de intercambio, acomodar los precios relativos y ajustar la asignación de recursos y reducir el impacto sobre la actividad económica y el empleo, el canal del tipo de cambio es más eficiente como mecanismo de ajuste, asimismo, la flotación ha transparentado los riesgos de descalce tanto en el sector público como privado, fomentado el mercado de derivados y reducido la especulación en el mercado cambiario.

De Gregorio también señala que con respecto a las intervenciones, la Autoridad Monetaria considera como episodios excepcionales los de incertidumbre y volatilidad y cuando la amenaza de sobreacción del tipo de cambio tiene efectos negativos que demandan una intervención oportuna en el mercado cambiario y que en determinadas circunstancias podrían requerir cambios en las decisiones de política monetaria para evitar efectos económicos adversos. La intervención se considera como la primera línea de defensa antes de ajustar la política monetaria. Si el banco central no interviene fácilmente se genera una depreciación excesiva del tipo de cambio que puede impactar significativamente en la meta de inflación. Los costos de las intervenciones siempre son menores que los costos económicos esperados de una sobreacción del tipo de cambio. Por esa razón es importante la determinación de las circunstancias excepcionales con base en la mejor información y fundamentación en un análisis profundo para evaluar el nivel del tipo de cambio real y el funcionamiento y perspectivas del mercado. Las intervenciones deben de ser activas y enviar la señal al mercado de que los movimientos del tipo de cambio no se justifican en sus fundamentos.



En Colombia, el Banco de la República dispone de un tipo de cambio flexible e interviene en el mercado cambiario con el objetivo de limitar la volatilidad excesiva del tipo de cambio nominal que pueda constituir un riesgo para el cumplimiento las metas de inflación en el futuro. Asimismo, utiliza un conjunto de instrumentos tradicionales de intervención, entre ellos: subastas automáticas de compra o venta de divisas; subastas discrecionales de opciones de ventas (compras) de divisas para acumulación (desacumulación) de reservas internacionales; intervenciones discrecionales por medio de compras o ventas de divisas directamente en el mercado cambiario; y, la convocatoria de subastas competitivas de compra de dólares en el mercado.<sup>4</sup> Las subastas automáticas de compra o venta de divisas están sujetas a desviaciones de la tasa de cambio nominal de más de 4.0% del promedio móvil de los últimos veinte (20) días hábiles. Mientras que las subastas discrecionales de divisas de opciones de compras o ventas discrecionales en el mercado son para acumulación o desacumulación de reservas internacionales. Los objetivos del Banco de la República en las intervenciones son para mantener un nivel adecuado de reservas, fijar los desalineamientos del tipo de cambio de corto plazo y ocasionalmente frenar la volatilidad excesiva del tipo de cambio.<sup>5</sup>

## 2. La flexibilidad cambiaria en un espacio reducido de cooperación monetaria regional

En la región coexisten diversos regímenes monetarios y cambiarios que han permitido cierto ajuste frente a los shocks internos o externos para el logro del objetivo final de política monetaria, la estabilidad de precios. Sin embargo, para fortalecer esos esfuerzos de estabilización se plantea la flexibilidad cambiaria que entre otros beneficios podría fortalecer la cooperación monetaria regional.

Esa situación anterior, permite evaluar la viabilidad de la implementación una mayor flexibilidad cambiaria para fortalecer el equilibrio interno y externo de las economías de la región. Para el efecto, en primer lugar, se definió un modelo para tratar de explicar la relación del tipo de cambio real y sus variables económicas fundamentales en el largo plazo, dentro de tales variables se incluyó: el crecimiento económico, el precio al cual se cotizan la deuda soberana de los países en los mercados financieros internacionales, la cuenta comercial de cada país y la posición de las reservas monetarias internacionales, variable que registra el impacto de los flujos de capital hacia los países de la región. Al evaluar los resultados se encontró que en la mayoría de los países no existe una relación estable en el largo plazo del tipo de cambio real y sus variables fundamentales.

<sup>4</sup> Banco Central de República Dominicana, Informe de Política Monetaria, noviembre 2013.

<sup>5</sup> Vargas y otros. (2013) Foreign Exchange Intervention in Colombia.



En virtud de los resultados de esas primeras pruebas, con base en el análisis de serie de tiempo del tipo de cambio real y su tendencia de largo plazo se procedió a calcular en las series los desvíos o el signo y tamaño de los desalineamientos de la variable respecto su tendencia en el tiempo, obteniendo los siguientes resultados:

a) En el caso de El Salvador, donde existe un régimen dolarizado de tipo de cambio fijo, en el cual el tipo de cambio no tiene las funciones de absorber los shocks externos, evidencia mayores desvíos de su tendencia de largo plazo y efectos continuos y volátiles en el tipo de cambio real, de acuerdo a los cálculos realizados evidencia mayores y persistentes subvaluaciones durante los últimos años en alrededor de un 0.5%. Por su parte, el FMI en sus cálculos presentados en el Reporte del Artículo IV para El Salvador indica que desde el año 2000 ha encontrado una depreciación del tipo de cambio real de equilibrio en alrededor de un 5.0% y otras metodologías utilizadas por el mismo organismo han encontrado sobrevaluaciones del 8% y subvaluaciones del 2.0%<sup>6</sup>;

b) En Costa Rica, país que está en transición hacia un régimen monetario de metas de inflación, se observan mayores subvaluaciones o sobrevaloraciones durante los años que tuvo el sistema de minidevaluaciones progresivas en comparación con el régimen de bandas vigente, el que hasta finales de 2013 evidenciaba menores desvíos de su tendencia de largo plazo, mientras en este caso, el FMI ha señalado que el tipo de cambio real de equilibrio ha estado moderadamente sobrevaluado en los últimos años, resultado que coincide con las estimaciones realizadas en esta nota las cuales evidencian una persistente sobrevaluación del alrededor de un 2% hasta finales de 2013, situación que contrasta con la depreciación cambiaria nominal observada en los primeros meses del año 2014 superior al 10%, debido al sistema vigente de banda cambiaria que genera altas expectativas de depreciación cambiaria y que pone en riesgo la estabilidad de precios<sup>7</sup>;

c) En Guatemala, donde opera un régimen de metas de inflación, el comportamiento del tipo de cambio ha observado menores desvíos de su tendencia de largo plazo en alrededor a un -1.0%, debido a la persistencia de algún grado de sobrevaluación del tipo de cambio, las Autoridades Monetarias han avanzado hacia un régimen más flexible para fortalecer el anclaje

<sup>6</sup> FMI, El Salvador 2013 Article IV Consultation.

<sup>7</sup> Las Autoridades del Banco Central de Costa Rica han reiterado su compromiso de adoptar un esquema pleno de metas de inflación y un régimen de tipo de cambio más flexible. Situación que coincide con el FMI quien ha sugerido el fortalecimiento del marco de política monetaria y permitir una mayor flexibilidad cambiaria para proteger la estabilidad macroeconómica, salir del sistema de bandas y establecer la meta de inflación como la única ancla nominal de la economía.



de las expectativas de inflación y el cumplimiento del objetivo primario, la estabilidad de precios<sup>8</sup>;

d) En Honduras, país en el que opera el sistema de banda cambiaria, en los últimos años el tipo de cambio evidencia menor permanencia y profundidad de los desvíos respecto su trayectoria de largo plazo, los desvíos estimados se registran entre -1.0% y 1.0%<sup>9</sup>; y,

e) En el caso de Nicaragua, en el cual operan mini devaluaciones preanunciadas del 5%, las estimaciones llevadas a cabo en la presente nota, evidencian persistentes y similares desvíos del tipo de cambio real respecto su tendencia de largo plazo en los últimos años, sobrevaluaciones y subvaluaciones de un 2.0%, en tanto que el FMI en su última revisión del Artículo IV, por una parte señaló que el tipo de cambio ha estado sobrevaluado en alrededor de un 4.9%, mientras el tipo de cambio real de equilibrio los resultados sugieren una sobrevaluación de 1.8%.

Por otra parte, sobre la volatilidad del tipo de cambio real medida a través de las desviaciones estándar en forma dinámica, destaca la mayor volatilidad en la mayoría de los países durante la crisis financiera, comportamiento que contrasta con el de los últimos años, en los cuales se ha observado un comportamiento estable en toda la región. Tal como se aprecia en los gráficos siguientes de los desvíos del tipo de cambio real respecto su comportamiento de largo plazo y la volatilidad del índice del tipo de cambio real:

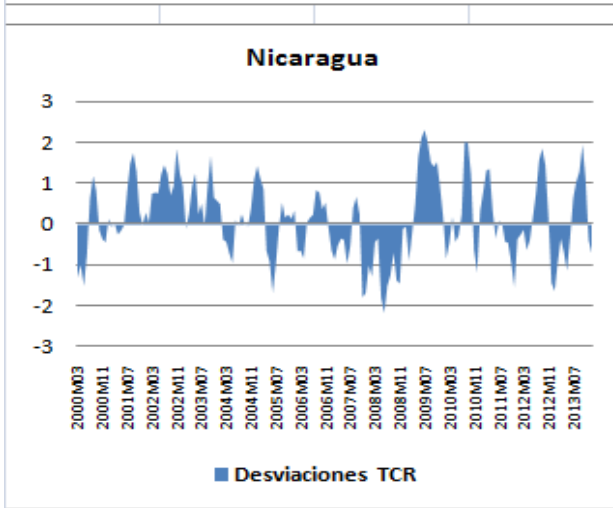
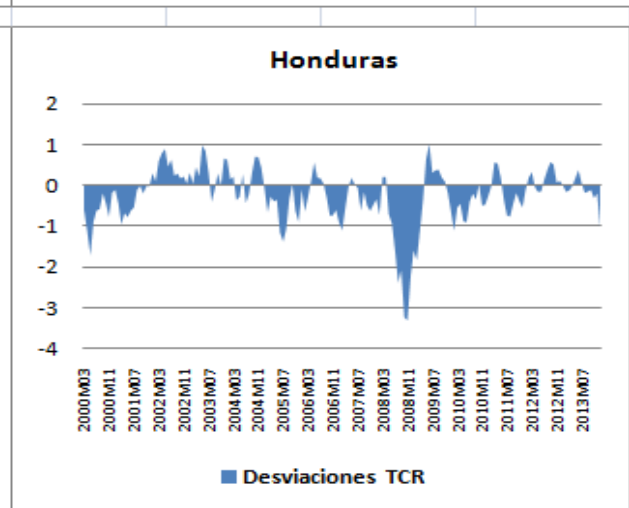
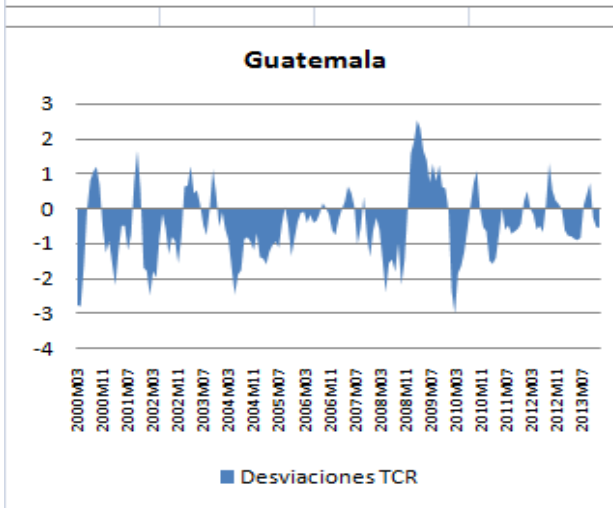
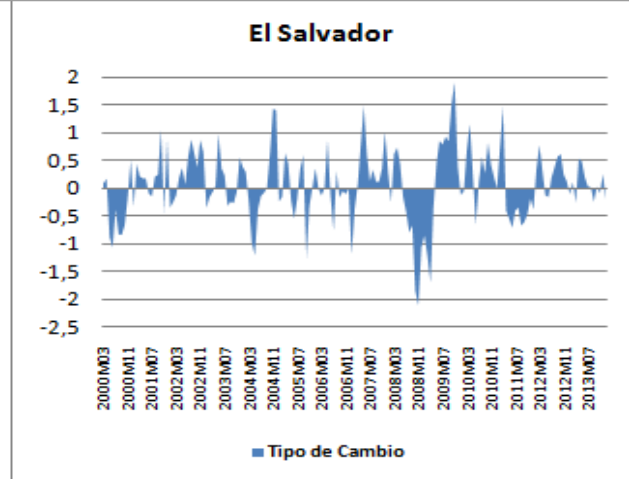
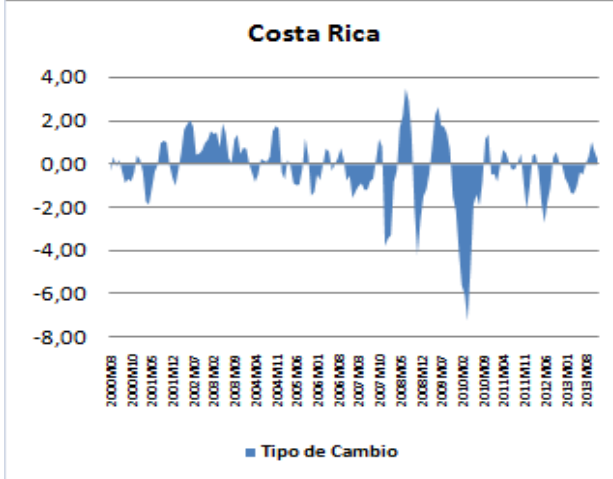
<sup>8</sup> Para la Compra (Venta): Cuando el promedio ponderado del tipo de cambio intradía de las operaciones de compra (venta) sea igual o menor (mayor) al promedio móvil de los últimos cinco (5) días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos (más) un margen de fluctuación de 0.60%, se convoca a las entidades a una subasta de compra (venta) de dólares por un monto máximo de US\$8.0 millones. Participación por Volatilidad Inusual: El Banco de Guatemala participa en el mercado de divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma

<sup>9</sup> Para el cálculo semanal del precio base del tipo de cambio se consideran las siguientes variables: a) el diferencial entre la inflación interanual del último mes observada en Honduras y la inflación programada por sus principales socios comerciales; b) la evolución de los tipos de cambio de los países socios comerciales; y, c) la cobertura de reservas internacionales en meses de importación. Se mantiene la subasta diaria de divisas con banda de 7% por arriba o debajo del tipo de cambio base, que se modifica cada 5 subastas conforme al diferencial entre la tasa de inflación doméstica y las tasas de inflación estimadas de los principales socios comerciales de Honduras, la evolución de los tipos de cambio de estos países respecto al dólar de los Estados Unidos de América y el comportamiento de los activos de reservas oficiales.





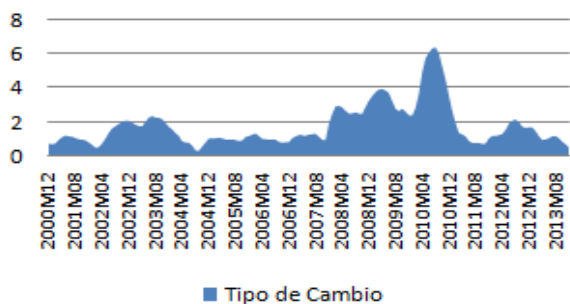
## Centroamérica: desvíos del tipo de cambio real respecto a su tendencia de largo plazo



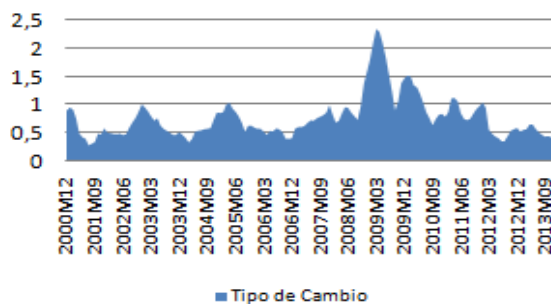


## Centroamérica: Volatilidad del Índice del Tipo de Cambio Real

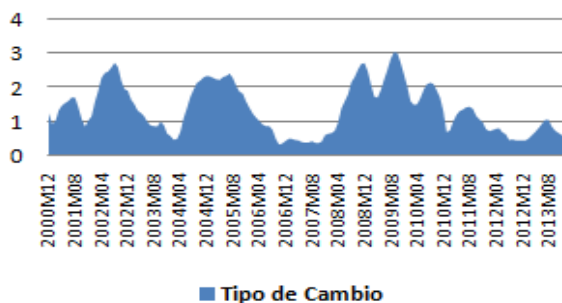
### Costa Rica: Volatilidad del Índice del Tipo de Cambio Real. Desviaciones Estandar 2000-2013



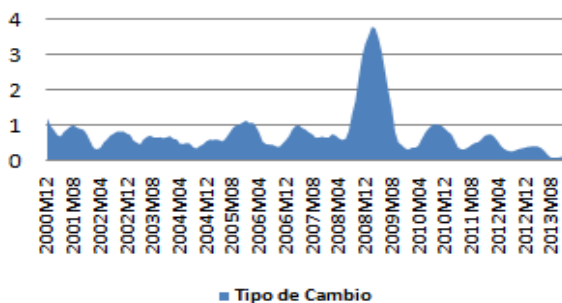
### El Salvador: Volatilidad del Índice del Tipo de Cambio Real. Desviaciones Estandar 2000-2013



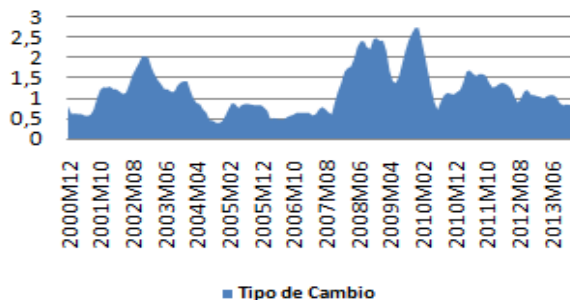
### Guatemala: Volatilidad del Índice del Tipo de Cambio Real. Desviaciones Estandar 2000-2013



### Honduras: Volatilidad del Índice del Tipo de Cambio Real. Desviación Estandar 2000-2013



### Nicaragua: Volatilidad del Índice del Tipo de Cambio Real. Desviaciones estandar. 2000-2013





La adopción de un régimen cambiario más flexible en cada uno de los países de la región fortalecería el cumplimiento del objetivo fundamental de la política monetaria, el logro de una inflación baja y estable. El régimen permite un mejor anclaje de las expectativas de inflación, menores pérdidas en la competitividad externa, menor arbitraje cambiario, el fortalecimiento de las hojas de balance de los bancos centrales y el ajuste frente a shocks permanentes en el sector externo. No obstante, las diferencias en cada uno de los regímenes de política monetaria y cambiaria vigentes en la región, disponer de un régimen de mayor flexibilidad cambiaria presenta las ventajas que a continuación se describen:

<b>Régimen Monetario</b>	<b>Marco de Política Monetaria</b>	<b>Régimen Cambiario</b>	<b>Ventajas de la Flexibilidad Cambiaria</b>
<b>Costa Rica</b>	En Transición a Metas de Inflación	Banda Cambiaria	Elimina el sistema de bandas y establece la meta de inflación como ancla de la política monetaria. Sustituye los límites de la banda actual y reduce los riesgos cambiarios y sus efectos en las hojas de balance corporativas, de las familias y el presupuesto fiscal por mayores gastos que se derivan del pago del servicio de la deuda pública.
<b>El Salvador</b>	Anclado en el tipo de cambio (dolarización)	Dolarización	Reduce la rigidez del régimen actual que evidencia una persistencia en la desalineación del tipo de cambio real y en su volatilidad e impacto en los precios.
<b>Guatemala</b>	Metas de Inflación	Flotación Libre (Tipo de Cambio administrado)	La flexibilidad cambiaria consolida el objetivo fundamental de la meta de inflación. Fortalece los mecanismos de transmisión y reduce la volatilidad de la inflación.
<b>Honduras</b>	Anclado en el tipo de cambio	Banda Cambiaria	La flexibilidad cambiaria consolidaría el objetivo de estabilidad de precios. Fortalecería la implementación de un Régimen Monetario de Metas de Inflación.
<b>Nicaragua</b>	Anclado en el tipo de cambio	Sistema de mini devaluaciones diarias preanunciadas (crawling-peg) consistente con una devaluación anual del 5 por ciento.	La inflación está anclada en el régimen cambiario. La flexibilidad permitiría alinear el tipo de cambio respecto sus fundamentales y su comportamiento de equilibrio de largo plazo y evitaría la rigidez del régimen actual.
<b>República Dominicana</b>	Metas de Inflación	Flotación Libre (Tipo de Cambio administrado)	Consolidaría el régimen de metas de inflación y evitaría la volatilidad del tipo de cambio.



### 3. La flexibilidad cambiaria frente a los riesgos económicos y financieros globales

Los riesgos y tensiones que han surgido durante la crisis económica y financiera global, el lento crecimiento económico de la economía mundial, los desequilibrios fiscales de las economías avanzadas y el problema de la deuda en los países europeos, la volatilidad en el precio internacional de los commodities, el desapalancamiento financiero global y la volatilidad de los flujos internacionales de capital, plantean retos para la gestión de política monetaria y particularmente para la política cambiaria en las economías emergentes, quienes han registrado los niveles más bajos de tipo de cambio efectivo real de los últimos tiempos. Frente a esa coyuntura y a la reversión del proceso de ajuste monetario y flujo de capitales procedentes de las economías avanzadas, conviene disponer de una mayor flexibilidad cambiaria para poder tomar oportunamente las acciones que moderen las presiones que podrían volverse de carácter permanente en el equilibrio de las cuentas externas. Los bancos centrales en la región disponen de un buen nivel de reservas monetarias internacionales para atender el pago del servicio de la deuda pública y mitigar los ajustes en el tipo de cambio y asegurar la estabilidad macroeconómica.

### 4. Conclusiones

i) La adopción de un régimen cambiario más flexible en cada uno de los países de la región es recomendable y fortalecería el cumplimiento del objetivo fundamental de la política monetaria, la estabilidad de precios, la efectividad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria ante la persistencia y amplificación de shocks externos y la cooperación monetaria regional en un ambiente de incertidumbre generado por los desequilibrios macroeconómicos globales.

ii) La flexibilidad cambiaria permitiría un mejor anclaje de las expectativas de inflación, menores pérdidas en la competitividad externa y costos y riesgos cambiarios en las hojas de balance de las corporaciones, familias, bancos centrales y presupuestos de los gobiernos expuestos a la volatilidad del tipo de cambio.

iii) Los resultados de las pruebas empíricas sugieren disponer de un procedimiento que tome en cuenta el tipo de cambio real de equilibrio, la estacionalidad, la tendencia de largo plazo, el comportamiento de las variables económicas fundamentales y su volatilidad normal, los desvíos de su valor de equilibrio para determinar cuando se produce una sobrerreacción



del tipo de cambio no vinculante a su equilibrio de largo plazo que pueda poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y cuando se consideren situaciones excepcionales que demandan la intervención oportuna de los bancos centrales, para evitar movimientos irregulares o de carácter especulativo en el mercado cambiario. En la práctica implica frenar la excesiva volatilidad cuando el tipo de cambio en un día exceda o caiga debajo de un comportamiento promedio en un porcentaje determinado. La experiencia internacional muestra que un régimen de tipo de cambio flexible converge mejor al tipo de cambio de equilibrio y se producen menores desvíos y volatilidad en su comportamiento de corto y largo plazo y se reducen los incentivos a cambiar los precios frecuentemente.

## 5. Referencias bibliográficas

- Aguirre, A. y C. Calderón (2013). Asimetrías en el Ajuste del Desalineamiento Cambiario en Chile.
- Banco Central de la República Dominicana. (2000-2014). Informes de Política Monetaria.
- Benes, J y otros. (2008). Exchange Rate Management and Inflation Targeting.
- Daly, M. (2007). Régimes de Change: Le chemin vers la flexibilité.
- De Gregorio, J. (2011). The World Economy, Foreign-Exchange Tensions, and Recent Monetary Policy Making in Chile.
- Friedman, B.M. and Michael W. (2011). Handbook of Monetary Economics, North Holland.
- International Monetary Fund. (2007). Moving to Greater Exchange Rate Flexibility, Occasional Paper 256.
- International Monetary Fund. (2013) Article IV Reports.
- G. Cecchetti, S. (2011). Global imbalances: current accounts and financial flows.
- Ottonello, P. (2013). Optimal Exchange Rate Policy under Collateral Constraints and Wage Rigidity.
- Murray, J. (1999) Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate.
- Vargas, H. y otros. (2013). Foreign Exchange Intervention in Colombia.
- Woodford, M. (2003). Interest and Prices. Princeton University Press.
- Woodford, M. (2011). Robustly Optimal Monetary Policy with Near-Rational Expectations. AER, 100:1, 274-303.
- Yellen, J. (2011). Assessing potential financial imbalances in an era of accommodative monetary policy.