

CAPÍTULO

01

MERCADO
CAMBIARIO

¿QUÉ PASA CON LA TASA?



Frank Fuentes

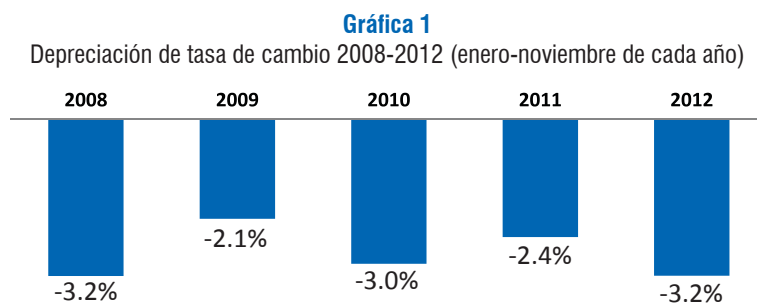
Director del Departamento Internacional

Luego de la crisis bancaria de 2003, diversos agentes económicos padecen de lo que podría denominarse como “paranoia cambiaria”, evidenciada por una excesiva preocupación por los movimientos de la tasa de cambio en el mercado. Como Director del Departamento Internacional del Banco Central de la República Dominicana (BCRD), he considerado pertinente hacer una reflexión sobre la situación cambiaria actual, para tratar de arrojar un poco de luz sobre el comportamiento reciente de la tasa de cambio.

Si bien es normal que exista aversión a la flotación cambiaria después de una crisis de la magnitud de la experimentada por nuestra economía hace nueve años, es importante tener en cuenta que las fluctuaciones relativas del tipo de cambio son necesarias para que economías pequeñas y abiertas como la dominicana puedan absorber los distintos choques externos a los que se encuentra expuesta. Asimismo, es importante aclarar que el BCRD, siempre vigilante de la trayectoria del precio del dólar, nunca se ha comprometido con una tasa de cambio fija, sino que realiza operaciones de compra y venta de divisas a través de intermediarios bancarios para evitar cambios bruscos y volatilidad excesiva que no reflejen las fuerzas del mercado o pongan en peligro su meta de inflación.

En lo referente al comportamiento del mercado cambiario en las últimas semanas, a pesar de la inquietud expresada por varios sectores y analistas locales, desde el 1ro. de octubre hasta el 16 de noviembre de 2012, la tasa de cambio de venta en el mercado aumentó de RD\$39.34 a

RD\$40.18, un incremento de 84 centavos, es decir, una depreciación de 2.1%. Cabe la posibilidad de que algunos agentes económicos consideren anormal y hasta lleguen a mostrar preocupación por este incremento considerando que en los primeros nueve meses del año (2 de enero al 28 de septiembre), el tipo de cambio de venta se depreció en sólo 1.2%, pasando de RD\$38.87 a RD\$39.34, un incremento de apenas 47 centavos. De hecho, durante todo 2012 la depreciación ha sido de solo 3.2% (ver [gráfica 1](#)).



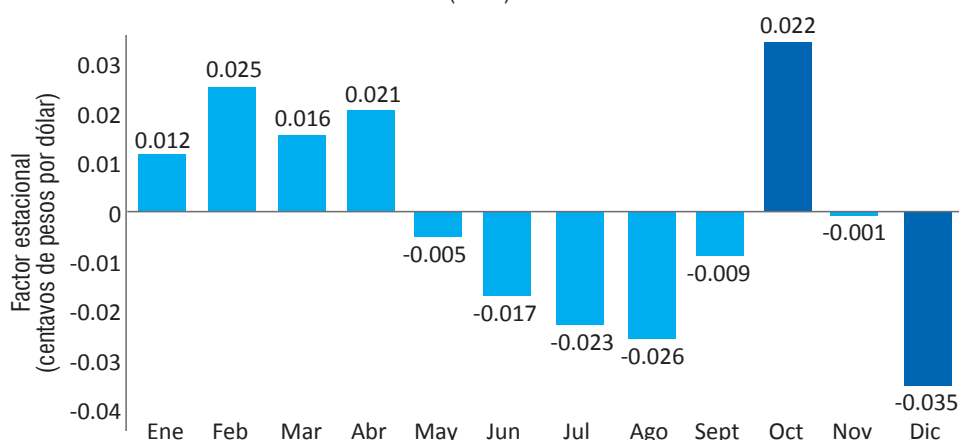
Fuente: Elaboración propia con datos del BCRD.

Ahora bien, si consideramos que la depreciación de la tasa de cambio de venta entre enero y noviembre de 2008 fue 3.2%, 2009 de 2.1%, 2010 de 3.0% y 2011 de 2.4%, es evidente que lo que sucede en 2012 no rompe con la tendencia del pasado reciente. Por tanto, la trayectoria del precio del dólar desde octubre a la fecha, lejos de mostrar que el tipo de cambio está fuera de control, estaría reflejando una aparente corrección que compensa, si se quiere, una depreciación más lenta durante el periodo enero-septiembre.

Además, debemos tomar muy en cuenta que el comportamiento de la tasa de cambio es afectado por la época del año en que nos encontremos. Por ejemplo, si analizamos los componentes de la serie de la tasa de venta (tendencia, ciclo, estacional e irregular) entre 2007 y 2012, es muy evidente que en el segundo semestre del año el mayor efecto estacional al alza se observa precisamente en el mes de octubre, explicado mayormente por la reposición de inventarios para la navidad. De la misma manera, este efecto es más que compensado por una caída estacional en diciembre debido al mayor flujo de remesas y al inicio de la temporada alta en el turismo. De hecho, para el cierre del año se espera un incremento en el flujo de divisas como consecuencia de una mayor ocupación hotelera (ver [gráfica 2](#)).

Gráfica 2

Tipo de cambio de venta; factores estacionales por mes (2007)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRD.

Por otra parte, hay que recordar que el mercado cambiario, como cualquier otro, se nutre de las expectativas de los agentes económicos. En ese sentido, es entendible que la discusión de la reforma fiscal haya influido en el aumento de la incertidumbre de los agentes económicos como consecuencia del eventual incremento de la carga tributaria. Lo mismo sucedió en las últimas cuatro reformas fiscales (septiembre de 2004, diciembre de 2005, diciembre de 2006 y julio de 2007).

A pesar de los movimientos recientes en la tasa de cambio, el peso dominicano sigue siendo una de las monedas más estables de la región, exhibiendo una depreciación consistente con el diferencial de inflación entre el país y Estados Unidos. Por esa razón, mientras que economías como Colombia, México, Perú, Costa Rica y Paraguay experimentan importantes apreciaciones, el desempeño cambiario local ha favorecido la competitividad relativa de las exportaciones dominicanas, que han logrado seguir creciendo en un entorno internacional todavía incierto.

En un plano más técnico, vale destacar que en las recientes discusiones sobre el Tipo de Cambio Real (TCR) entre la Misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) y economistas del BCRD, particularmente en el análisis de los modelos econométricos estimados, no se observan desalineamientos significativos de esta variable con respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo. En otras palabras, la tasa de cambio aún se mantiene acorde con los fundamentos de la economía dominicana. Por

consiguiente, tampoco deberían esperarse movimientos bruscos en la tasa que busquen corregir distorsiones en la economía. Esto refuerza la idea de que los aumentos recientes se deben básicamente a factores coyunturales y no al inicio de una escalada alcista.

También existe la posibilidad de que algunos pretendan “*pescar en río revuelto*” acaparando divisas con fines especulativos, como mencionó el Lic. Héctor Valdez Albizu, Gobernador del BCRD, en su más reciente discurso¹.

Sin embargo, durante los últimos ocho años ha sido evidente el firme compromiso del BCRD, estando siempre dispuesto a adoptar las medidas necesarias para mantenerla. Por tanto, a los agentes económicos que se tomen su “*pastillita*”, pues el mejor tratamiento para la “*paranoia cambiaria*” es la credibilidad de las autoridades monetarias.

Publicado originalmente en el Listín Diario el 20 de noviembre, 2012

1 “Discurso de conmemoración del 65 aniversario del BCRD” 23 de octubre de 2012.

EL REAL TEMA CAMBIARIO



Frank Fuentes

Director del Departamento Internacional

La evolución del tipo de cambio volvió a ser tema de debate durante las últimas semanas como consecuencia del incremento en el precio del dólar y las posteriores medidas de las autoridades monetarias para estabilizar la “prima”. Al regresar la calma al mercado cambiario, resulta aleccionador hacer algunas reflexiones sobre el balance de lo acontecido y sugerir, si se quiere, el enfoque que en materia cambiaria deberían considerar los sectores productivos a la hora de evaluar el comportamiento del tipo de cambio, variable de gran transcendencia para cualquier economía pequeña y abierta como la dominicana.

Esta reflexión no es ociosa pues en este debate sobre el tipo de cambio distintos sectores de la vida nacional han esgrimido argumentos que podrían parecer contradictorios. Por un lado, la reciente volatilidad cambiaria llevó a empresarios, políticos y economistas a increpar al Banco Central de la República Dominicana (BCRD), por su aparente inacción ante los movimientos de la tasa. Sin embargo, una vez que las autoridades monetarias entendieron prudente y necesario actuar de manera enérgica y contundente, provocando incluso una reducción de más de 60 puntos en la tasa equivalente a una apreciación de casi 1%, entonces se le critica por haber tomado medidas ante la situación. Esto parecería insólito pero tiene una explicación.

En República Dominicana existe una excesiva preocupación por los movimientos del tipo de cambio, particularmente entre consumidores e importadores, cuya aversión a la flotación está ampliamente documentada.

Estos grupos siempre estarán a favor de que el BCRD, intervenga para evitar aumentos desproporcionados en el precio del dólar o incluso lograr reducir su cotización en el mercado. Esto tiene sentido para el importador pues con un tipo de cambio más bajo se necesitarían menos pesos para comprar mercancía y venderla en el país.

Asimismo, para la población en general una fuerte depreciación de la moneda nacional implica una disminución de su poder adquisitivo, pues una proporción importante de la canasta familiar es importada. Además, la pérdida de valor de la moneda nacional tiende a elevar los costos de producción, reducir el empleo e incrementar la carga de la deuda externa y el subsidio eléctrico para el Gobierno (*ver cuadro 1*).

Cuadro 1

Comportamiento tipo de cambio en República Dominicana
(diciembre 2012 - septiembre 2013)

Periodos	Fin de periodo		Apreciación (+)/ Depreciación (-)	
	Compra	Venta	Compra	Venta
31-diciembre-2012	40.26	40.40	-4.3%	-4.2%
31-julio-2013	42.06	42.18		
1-agosto-2013	42.03	42.16	-1.9%	-1.9%
30-agosto-2013	42.86	42.97		
2-septiembre-2013	42.82	42.96	0.8%	0.9%
23-septiembre-2013	42.50	42.60		
31-diciembre-2012 al 23-septiembre-2013			-5.3%	-5.2%

Fuente: BCRD.

En adición, las crisis cambiarias tienen un importante impacto social, ya que pueden desplazar rápidamente a muchos hogares por debajo de las líneas de pobreza y de pobreza extrema. Por tanto, una depreciación excesiva puede generar significativos efectos redistributivos en detrimento de los grupos de menores ingresos, por su capacidad de profundizar la pobreza y la marginalidad.

En el otro extremo de una depreciación se encuentran los exportadores de bienes y servicios, a quienes, por razones obvias, beneficia un dólar más caro ya que aumenta la cantidad de pesos que recibirían en intercambio por las divisas que perciben en sus ventas al exterior. De este lado también se ubican algunos economistas que han criticado duramente las medidas del BCRD, unos por diferencias conceptuales y otros

por considerar que una masiva depreciación es la solución final a todos los desequilibrios estructurales de la economía dominicana. Para ellos, un dólar mucho más caro no solo eliminaría el déficit de Cuenta Corriente, sino que crearía más empleos de calidad, reduciría la pobreza, aumentaría los salarios y hasta podría evitar una guerra en Siria.

Sin embargo, esta aparente solución no es tan simple como parece. Si bien es cierto que la condición Marshall-Lerner establece que las depreciaciones reales incrementan las exportaciones netas, la evidencia empírica muestra que este fenómeno también puede conducir a un mayor déficit de Cuenta Corriente en el corto plazo, situación que aunque se revertiría lentamente en el largo plazo (fenómeno que se conoce en la literatura como la Curva J), tiene el potencial de crear un rosario de problemas adicionales para cualquier hacedor de política.

Pero vamos un pocos más lejos, supongamos que el BCRD, no toma ninguna medida dejando que el tipo de cambio suba sin control y se logra cerrar la brecha externa en 2013 ¿aumentaría el empleo? ¿bajaría la inflación? ¿habrían más empleos de calidad? ¿se reduciría la pobreza? Debemos tomar en cuenta que en Economía la transición hacia el equilibrio también es importante. Recordemos lo sucedido en 2003 y 2004, cuando el país tuvo superávit en la Cuenta Corriente debido a la masiva depreciación del tipo de cambio en esos años. ¿Cuál fue el costo de tan abrupto ajuste en materia de contracción de la economía, inflación, desempleo y pobreza?

Entonces, la pregunta obligada sería: ¿qué debieron hacer las autoridades monetarias ante una escalada alcista del tipo de cambio? Lo que hizo el BCRD: intervenir de forma estratégica el mercado cambiario e incluso, de ser necesario, incrementar su tasa de política monetaria para ampliar el diferencial entre las tasas internas y la internacional, haciendo más rentable el ahorro y la inversión en pesos. Estas medidas se adoptan en el entendido de que el rol del BCRD, no es mantener fijo el tipo de cambio, ni llevarlo a un determinado nivel, sino administrar su trayectoria en torno a su valor de equilibrio de largo plazo, consistente con los fundamentos de la economía dominicana y su meta de inflación.

Además, no podemos ignorar que en la economía dominicana todavía persiste un alto y rápido traspaso de las fluctuaciones cambiarias hacia los precios y que las presiones en el mercado cambiario no son exclusivas

de este país, pues son muchas las economías de la región que también están experimentando fuertes procesos de depreciación, como es el caso de Venezuela (31.7%), Argentina (14.4%), Uruguay (12.3%), Brasil (9.6%), Perú (8.2%) y Colombia (7.8%), quienes han intervenido fuertemente el mercado ante la salida de capitales motivada por las expectativas de que Estados Unidos revertiría su postura de política monetaria eliminando los estímulos a la economía e incrementado su tasa de interés. Debido a esta situación, en los primeros siete meses del año, alrededor de US\$102 mil millones habían salido de los mercados emergentes hacia el mercado financiero estadounidense y otras economías desarrolladas. Estas presiones, sin embargo, ya han comenzado a ceder en respuesta al más reciente anuncio de la Reserva Federal (comúnmente conocida como la Fed), de una posible retirada de los estímulos monetarios.

Es importante mencionar que, aunque las preocupaciones de algunos analistas en torno a los posibles efectos de estas medidas sobre la actividad económica son entendibles, debemos recordar que las decisiones de política monetaria tienen un efecto rezagado sobre el sector real, que para el caso de la economía dominicana es de 4 a 6 meses. Por consiguiente, como afirmó el Gobernador del BCRD, la proyección de un crecimiento en torno al 3% para 2013 se mantiene y, si no se adoptan medidas adicionales, solo se moderaría la proyección para 2014, que originalmente era de 6%.

Además, las medidas adoptadas por el BCRD en mayo pasado, que incluyen la liberación de recursos del encaje legal para financiar la manufactura local, Micro, Pequeña y Mediana Empresa (MiPyME), construcción de soluciones habitacionales, adquisición de viviendas económicas y financiamiento a menores deudores a tasas fijas por 6 años, han sido vitales para incrementar el crédito al sector privado en niveles que superan lo observado en los últimos cinco años. Este impulso fue clave para que la economía creciera 2.8% en abril-junio, en términos interanuales, luego de un primer trimestre con un crecimiento cercano a cero.

Específicamente, entre agosto de 2012 y agosto de 2013, el crédito al sector privado en moneda nacional aumentó RD\$59,892.3 millones, equivalente a un crecimiento de 15% interanual (*ver cuadro 2*). Este incremento en el crédito es cuatro veces mayor que el monto de

RD\$15,181.6 millones registrado entre agosto de 2011 y de 2012. Más aún, el crédito otorgado entre agosto de 2012 y agosto de 2013 es superior al crédito canalizado, en igual periodo durante los años 2008, 2009, 2010 y 2011.

Cuadro 2

Crédito al sector privado en moneda nacional
(Cifras al cierre de agosto de cada año)

	Ago 2009	Ago 2010	Ago 2011	Ago 2012	Ago 2013
Nivel	280,267.4	334,031.2	383,359.4	398,540.9	458,433.2
Variación absoluta (dic-ago)	4,173.1	33,915.8	24,793.6	(10,313.8)	35,283.7
Variación absoluta (ago-ago)	7,859.4	53,763.7	49,328.2	15,181.6	59,892.3
Variación relativa (dic-ago)	2.3%	11.3%	6.9%	-2.5%	8.3%
Variación relativa (ago-ago)	2.9%	19.2%	14.8%	4.0%	15.0%

Fuente: BCRD.

Otro dato importante es que al analizar el crédito al sector privado en moneda nacional desde el cierre del año pasado hasta el mes de agosto de 2013, la dinamización es aún más sorprendente. En los primeros ocho meses del año, el crédito creció en RD\$35,283.70 millones, una recuperación impresionante luego de haber caído en más de RD\$10 mil millones durante los primeros ocho meses de 2012.

Asimismo, el Gobierno central ha logrado canalizar más RD\$16 mil millones a pequeños productores del sector agropecuario y MiPyMES, que incluyen unos RD\$2,300 millones a través de la Banca Solidaria. Todo esto deberá contribuir en seguir impulsando la recuperación de la actividad económica durante el segundo semestre de este año.

Sin embargo, a pesar de lo interesante de esta discusión, es necesario reconocer que esta fijación colectiva en el tipo de cambio nominal, es decir en el precio del dólar con respecto al peso dominicano, muchas veces deja de lado un tema de mayor envergadura para el desempeño macroeconómico y la competitividad como lo es el Tipo de Cambio Real (TCR).

El TCR se define usualmente como la relación entre el poder de compra de una divisa con respecto a otra. El poder de compra no es más que la cantidad de bienes y servicios que pueden ser comprados con dicha moneda. El TCR puede medirse con respecto a otra moneda (bilateral) o a una canasta de monedas (multilateral). En este indicador se combinan

un conjunto de variables, fundamentalmente: (a) los precios locales de un bien o servicio, (b) sus precios internacionales y (c) el tipo de cambio nominal.

La importancia de este indicador radica en su capacidad de medir el nivel de competitividad externa de un país. Un sector exportador más competitivo es un elemento esencial para reducir el déficit de Cuenta Corriente sin necesidad de apostar a una devaluación abrupta de la moneda. Además, el TCR, junto con la tasa de interés local, también influye en los flujos de capitales entre países. Su valor puede depreciarse (subir) o apreciarse (bajar) con respecto a su nivel de equilibrio, pero lo importante es que se mantenga en torno a este punto de referencia, el cual se estima como consistente con las variables fundamentales de la economía.

Debido al carácter dinámico de la actividad económica, es prácticamente imposible que el TCR se encuentre de forma cabal y permanente en su nivel de equilibrio de largo plazo. Por tanto, todas las metodologías de estimación procuran calcular un porcentaje de desvío con respecto a este parámetro. Mientras más alto sea este porcentaje, mayor será el desvío del TCR y mayores los desbalances y riesgos macroeconómicos que podría enfrentar el país en cuestión. Por otro lado, cuando los porcentajes de desalineamiento estimados son muy bajos, se entiende que el TCR se encuentra en línea con los fundamentos de la economía.

Este es el caso de la República Dominicana, en donde la más reciente actualización de las estimaciones de investigadores del BCRD¹, que incorpora los acontecimientos más recientes del mercado cambiario, indican que el TCR se encuentra en línea con su nivel de equilibrio de largo plazo.

Utilizando las metodologías del Grupo Consultivo en materia de Tipo de Cambio del Fondo Monetario Internacional (FMI), la técnica de TCR de Equilibrio estima un rango de desalineamiento con un punto medio de apenas 0.4% con el tipo de cambio bilateral y de solo 0.9% con el multilateral. Asimismo, las metodologías de Sostenibilidad Externa y de Balance Macroeconómico, lo estiman en apenas 1.5% y 2.1%, respectivamente. Por consiguiente, y respetando el criterio de aquellos que al parecer les produce urticaria la sola mención del BCRD, la generalidad de las estimaciones apuntan a que el TCR está alineado y que

1 Vásquez-Ruíz y Rivas (2012). "Estimación del TCR de Equilibrio en la República Dominicana." No. 8, Serie Estudios Económicos BCRD.

la política cambiaria no ha perjudicado la competitividad de los sectores generadores de divisas.

Un dato adicional es que estos bajos niveles de desalineamiento real se confirman al actualizar las estimaciones realizadas por el prestigioso economista Peter Montiel en su estudio financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y son coherentes con la evolución de los índices de Tipo de Cambio Efectivo Real que calculan tanto el FMI y como el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA).

Por tanto, todo lo anterior indica que no hay evidencia de que los fundamentos de la economía dominicana demanden una masiva y abrupta depreciación de tipo de cambio para eliminar desajustes estructurales. De hecho, se espera que en 2013 continúe el proceso de ajuste paulatino del déficit de Cuenta Corriente, que se estima cerrará en torno al 5% del PIB en 2013, con una proyección para 2014 en un rango entre 4.4% y 4.8% del PIB.

En conclusión, si bien es cierto que las medidas adoptadas por el BCRD estuvieron enfocadas en estabilizar la volatilidad del tipo de cambio nominal y reducir sus potenciales efectos perjudiciales sobre la inflación, el gasto público y la pobreza, no es menos cierto que las acciones de las autoridades monetarias, han logrado mantener la estabilidad sin afectar la competitividad del sector externo dominicano, que es, a fin de cuentas, el real tema cambiario.

DESALINEAMIENTO CAMBIARIO EN LA REPÚBLICA DOMINICANA



Rafael Rivas
*Técnico Asesor**

El Tipo de Cambio Real (TCR) se define como el precio relativo de bienes entre países. Para los economistas es importante monitorear el desempeño del TCR debido a que sus fluctuaciones influyen en el nivel de competitividad de los bienes que el país comercia en los mercados internacionales. Además, desalineamientos significativos del TCR con respecto a su nivel de equilibrio están asociados a eventos económicos negativos como, por ejemplo, distorsiones en el precio relativo de bienes transables a no transables que crean inestabilidad económica y perjudican la tasa de crecimiento agregado de la economía. El desalineamiento cambiario jugó rol importante en las crisis observadas en Chile, México y Argentina de los años 1982, 1994 y 2001, respectivamente. Por esta razón, presentamos una breve descripción sobre cómo se mide el TCR y cómo se calcula su nivel de desalineamiento con respecto a su valor de equilibrio de largo plazo para la República Dominicana.

En términos económicos, el TCR entre dos monedas se puede expresar de la siguiente forma:

$$(1) TCR = \frac{TCN \times P^*}{P}$$

Donde, TCN representa el tipo de cambio nominal, esto es, el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda de la economía local

* Actualmente es Gerente de Inversiones del Scotiabank.

(ejemplo, el precio en pesos de un dólar); P^* , representa el nivel general de precios en la economía extranjera; mientras que P representa el nivel general de precios de la economía local. Es importante destacar que si bien es de mucha importancia saber cuánto me cuesta, en pesos, obtener un dólar (esto es, el TCN), es aún más importante para los agentes económicos saber qué cantidad de bienes y servicios valorados en dólares puedo obtener con lo que me cuesta el dólar en términos de pesos. Esta es la esencia del cálculo del TCR.

Por ejemplo, supongamos que el precio de una bicicleta en República Dominicana es de RD\$1,000 que en los Estados Unidos es de US\$37 y que el precio de un dólar es de RD\$40. Utilizando la [ecuación \(1\)](#) tenemos que el TCR es de 1.5 bicicletas dominicanas por una bicicleta estadounidense; es decir, el precio de una bicicleta estadounidense es de 1.5 bicicletas dominicanas. Note que el TCR nos dice cuántas unidades del bien extranjero podemos obtener por unidad de bien doméstico.

Un aumento en el TCR indica una depreciación real de la moneda de la economía local respecto a la moneda de la economía extranjera.

Lo anterior quiere decir que los bienes y servicios de la economía extranjera se hacen más caros en relación a los de la economía local, lo cual nos hace más competitivos en el mercado internacional de bicicletas. Por otro lado, una disminución en el TCR indica una apreciación real de la moneda de la economía local respecto a la moneda de la economía extranjera.

En términos de nuestro ejemplo del mercado de bicicletas, una apreciación real del tipo de cambio respecto a los Estado Unidos se traduce a que se entregarían menos bicicletas dominicanas por una bicicleta estadounidense debido a que el precio local ha aumentado. Al mismo tiempo, esto se traduce en una disminución de nuestra capacidad de competir en dichos mercados. Si bien es cierto que el ejemplo del mercado de las bicicletas es una simplificación, no deja de transmitir la intuición principal básica detrás del cálculo de TCR; esto es, el TCR no es más que el precio relativo de bienes que se transan en el mercado internacional.

El TCR definido por la [ecuación \(1\)](#) recibe el nombre de TCRB ya que sólo se calcula con respecto a un sólo socio comercial; en el caso de

nuestro ejemplo el socio comercial es Estados Unidos. A la hora de hacer un análisis profundo y detallado sobre el TCR, se debe tomar en cuenta a todas las economías extranjeras que comercian con la economía local, lo que se denomina TCR Multilateral (TCRM). Éste es simplemente un promedio ponderado de los TCR Bilaterales (TCRB) con respecto a cada socio comercial, que en el caso dominicano mayormente incluye Estado Unidos, Haití, Venezuela, España, entre otros (*ver ecuación 2*).

$$(2) TCRM = \prod TCRB_i^{\alpha_i}$$

En este caso el TCRB viene dado por la *ecuación (1)*; mientras que los alphas (α) son ponderadores que varían con cada socio comercial y se determinan de acuerdo al volumen de comercio que tiene la República Dominicana con cada socio.

El TCR de una economía local está en equilibrio cuando, en promedio, las depreciaciones reales de la moneda local con respecto a las monedas de algunos de los socios se eliminan con las apreciaciones reales de la moneda local con respecto a las monedas de los socios restantes. A continuación, describimos una de las formas en que el Departamento Internacional del Banco Central de la República Dominicana (BCRD) estima el TCR de equilibrio, basado en la literatura económica, para luego determinar su nivel de desalineamiento.

A la hora de analizar la situación cambiaria de un país, los economistas enfocan su atención en el TCR de equilibrio. El TCR de equilibrio se determina en base a variables fundamentales de la economía tales como el consumo público, la formación bruta de capital, el grado de apertura comercial, el diferencial de tasas de interés locales y extranjeras, el crecimiento de las exportaciones y los términos de intercambio. Movimientos en los valores de tendencia de las variables fundamentales causan apreciaciones o depreciaciones reales del tipo de cambio.

Un análisis riguroso del tipo de cambio consiste en obtener el valor de equilibrio del TCR, luego compararlo con su valor observado y de esta forma obtener el nivel de desalineamiento del TCR; esto es, determinar si el TCR se encuentra apreciado o depreciado con respecto a su nivel de equilibrio determinado por variables fundamentales de la economía.

A continuación, responderemos las siguientes dos preguntas: ¿Está desalineado el TCR de la economía dominicana? ¿Es significativo el desalineamiento?

Para responder estas preguntas, primero calculamos el TCR observado mediante las *ecuaciones (1) y (2)*; luego comparamos este valor con la estimación del TCR de equilibrio, que procede de un modelo econométrico (para detalles, ver Vásquez-Ruiz y Rivas, 2012)¹. El *cuadro 1* presenta el nivel de desalineamiento del TCRM y el TCRB con respecto a los Estados Unidos, para la economía dominicana:

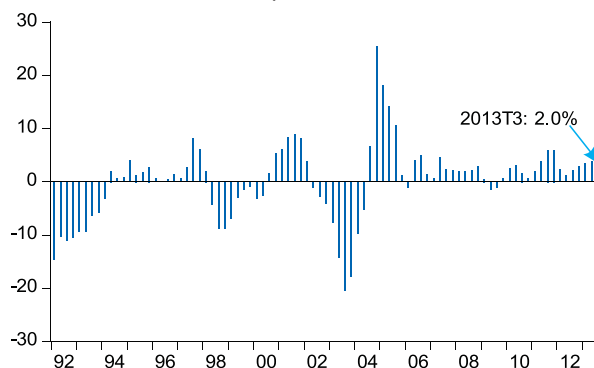
Cuadro 1
Desalineamiento TCR (al 2013T3)

TCRM	TCRB
2.0%	1.0 %

Fuente: BCRD.

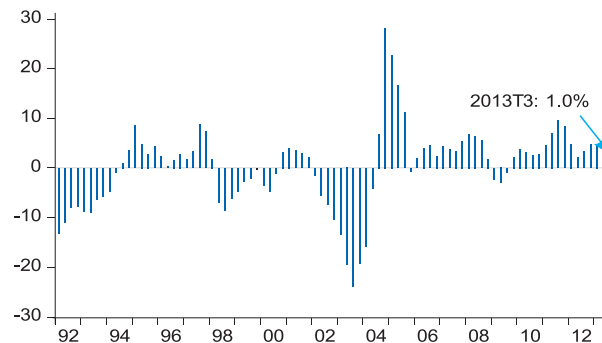
Podemos ver del *cuadro 1*; que tanto en TCRM como el TCRB con respecto a los Estados Unidos, al tercer trimestre del 2013, no presentan desalineamientos importantes; dado que, en nuestra opinión, la probabilidad de que la moneda de una economía local se encuentre simultáneamente alineada con cada una de las monedas de todos sus socios comerciales es prácticamente nula, consideramos que un desalineamiento del 2%, en el caso del TCRM, no es significativo. En el caso del TCRB observamos que el desalineamiento es aún menor, siendo éste de un 1%. Podemos concluir que, tanto el TCRM como el TCRB, se encuentran en sus niveles de equilibrio (*ver gráfica 1*).

Gráfica 1
Desalineamiento Tipo Cambio Real Multilateral



¹ Vásquez-Ruiz y Rivas (2012). "Estimación del TCR de Equilibrio en la República Dominicana." No. 8, Serie Estudios Económicos BCRD.

Desalineamiento Tipo Cambio Real Bilateral

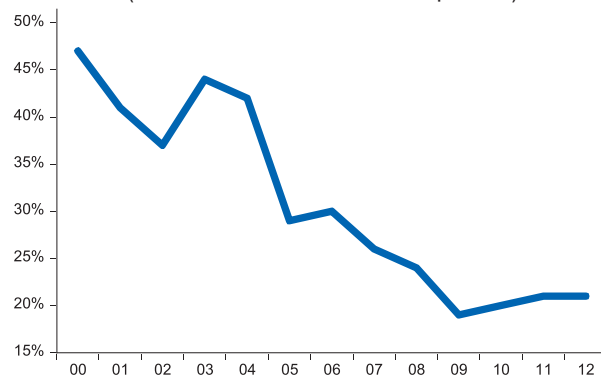


Fuente: BCRD.

Es importante destacar que desde el año 2000 en adelante el volumen de comercio que registra la República Dominicana con los Estados Unidos ha mostrado una tendencia a la baja, pasando de 45% en el 2000 a un 23% en el 2012 (*ver gráfica 2*).

Gráfica 2

Volumen de comercio Rep. Dom. - Estados Unidos
(% volumen de comercio total Rep. Dom.)



Fuente: Dirección General de Aduanas (DGA).

Lo anterior nos lleva a romper con la creencia de que el TCRB con respecto a los Estados Unidos es la única variable clave a observar cuando hablamos de tipo de cambio; el hecho de que el volumen de comercio internacional de la República Dominicana se ha estado diversificando entre más países nos lleva a darle una mayor importancia al análisis del TCRM.

En conclusión, el TCR de la economía dominicana, esto es, el precio relativo de bienes entre la República Dominicana y el resto del mundo, no

representa desalineamientos significativos respecto de su nivel de equilibrio. Esto nos lleva a concluir que, en términos prácticos, el TCR de la República Dominicana se encuentra equilibrado. Lo anterior es importante ya que un TCR alejado de su valor de equilibrio implica menos independencia de la política monetaria, un deterioro de las cuentas fiscales y aumenta la vulnerabilidad externa de la economía.

Publicado originalmente el 31 de enero, 2014

INSTRUMENTOS DE POLÍTICA CAMBIARIA BAJO ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA



*Rafael E. Capellán, Cosultor Económico**
e Isaura García, Economista III

Desde principios de los noventa una gran cantidad de países, tanto desarrollados como emergentes, han decidido adoptar el Esquema de Metas de Inflación (EMI) como eje fundamental de sus políticas monetarias. Nueva Zelandia y Canadá fueron los pioneros adoptando este esquema hace ya más de dos décadas, en los años 1990 y 1991, respectivamente. En lo que respecta a nuestra región, los casos más importantes a mencionar serían: Chile, Colombia, Guatemala, México y Perú. Siendo Chile y Colombia los primeros en adoptar el esquema hacia el año 1999.






Un factor común en la mayoría de los países que han migrado hacia un EMI, sobre todo en nuestra región, fue el uso del tipo de cambio como ancla nominal de los precios antes de realizar formalmente el cambio en su manejo de política. En los casos de Guatemala, Perú y República Dominicana, se contaba con un esquema de metas monetarias antes de asumir el EMI, y al igual que en la mayoría de los países latinoamericanos se ha mantenido un seguimiento cercano a la evolución del tipo de cambio con relación a los agregados monetarios. Esto no es casual, ya que responde primordialmente al alto índice de traspaso (pass-through) del tipo de cambio hacia los precios que ha existido tradicionalmente en

* Actualmente es Asesor de la Gobernación.

nuestras economías, el cual ha tendido a disminuir luego de la adopción del EMI (*ver cuadro 1*).

Cuadro 1

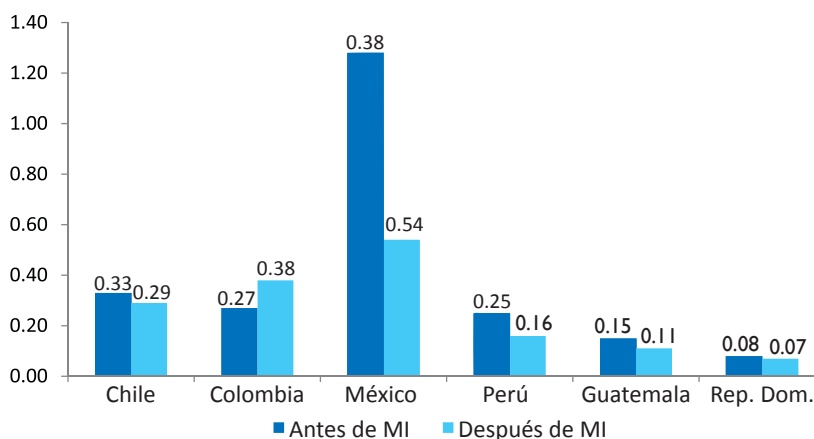
Passthrough antes y después de la implementación de Esquema de Metas de Inflación

	Antes EMI	Después EMI
 Chile	0.18	0.07
 Colombia	0.33	0.05
 México	0.83	0.01
 Perú	0.18	-0.04
 República Dominicana	0.32	0.30

Fuente: Publicación de Journal of Macroeconomics y Departamento Internacional.

Así pues, si el objetivo principal de las metas de inflación es apuntar y mantener esta última dentro de un rango definido para un período determinado, y dada la gran incidencia del tipo de cambio en el nivel general de precios de muchas de nuestras economías, sobre todo de aquellas más pequeñas e importadoras netas de materias primas, no es de extrañar que aún habiendo adoptado el tan en boga EMI, la política cambiaria continúe teniendo un peso importante en los roles de nuestros bancos centrales (*ver gráfica 1*). Lo anterior ha implicado la adopción de una serie de mecanismos e instrumentos de política no tradicionales por parte de diversos países, entre los que cabe mencionar: el uso de reglas de intervención en los mercados de divisas, las subastas de monedas a través de plataformas electrónicas de negociación, y el uso de *forwards*, *swaps*, *opciones*, y otros instrumentos de cobertura cambiaria.

Gráfica 1
Volatilidad cambiaria antes y después de adoptar un Esquema de Metas de Inflación (en %)
PAÍSES DE AMÉRICA LATINA



Nota: Los valores corresponden a los promedios mensuales de cuatro años antes y cuatro años después.

Fuente: Elaboración propia con datos de los Bancos Centrales.

Modalidades de Intervención: Casos de mejores prácticas en la región

A continuación resaltaremos las principales modalidades utilizadas por los países latinoamericanos mencionados anteriormente para intervenir sus mercados cambiarios bajo escenarios de alta volatilidad del tipo de cambio.

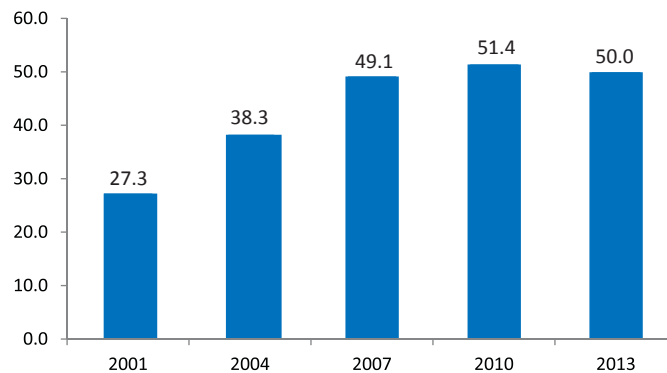
- **Chile:** Al tratarse de un régimen de tipo de cambio flexible, el Banco Central de Chile interviene sólo de manera excepcional cuando desea incrementar (o reducir) la liquidez en moneda extranjera de la economía, controlando de este modo cualquier volatilidad excesiva del peso chileno. Con estos fines utiliza modelizaciones del tipo de cambio real que evidencien desvíos significativos de este último con relación a los fundamentos de la economía.

Hacia los inicios de adopción del EMI como mecanismo de protección ante presiones devaluatorias, y a fin de evitar el descalce cambiario para aquellas empresas que habían asumido endeudamiento en moneda extranjera, el Banco Central chileno inició la emisión de títulos indexados al tipo de cambio hasta 2003. La emisión de deuda se detuvo posteriormente con el desarrollo del mercado de derivados cambiarios y la oferta de *forwards* por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

La gran participación de las AFP en el mercado de derivados contribuyó a que el peso chileno no se viera tan expuesto a la depreciación como sucedió en otros países de la región, luego de la quiebra de Lehman Brothers en 2008. El mercado de derivados llegó a representar alrededor del 51% del mercado cambiario chileno en el año 2010 (ver gráfica 2).

Gráfica 2

Participación del mercado de derivados en el total de transacciones cambiarias
CHILE



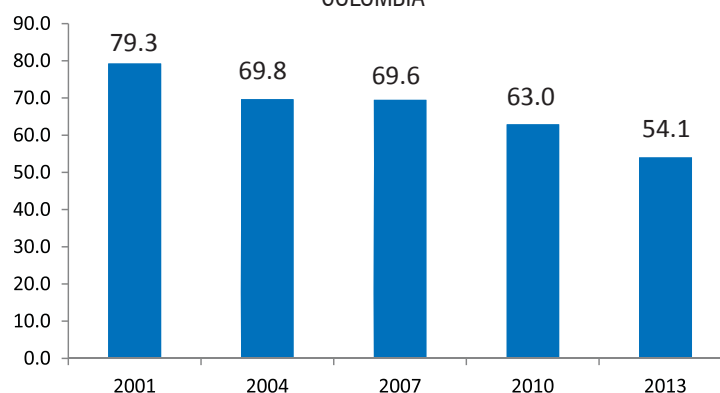
Fuente: Elaboración propia con datos del BIS.

Para el caso de las intervenciones, tanto los montos como la periodicidad de las mismas son previamente anunciadas a los agentes económicos de acuerdo a los análisis técnicos realizados, aunque no existen reglas explícitas para las mismas. Estas intervenciones u otras negociaciones de divisas que el Banco Central de Chile realiza con el resto del mercado no se ejecutan a través de una plataforma electrónica.

- **Colombia:** El Banco Central de Colombia (comúnmente conocido como Banco de la República) interviene periódicamente a través de opciones de compra o de venta en el mercado con fines mixtos de acumulación de reservas internacionales y reducción de la volatilidad cambiaria. En el caso de incremento (reducción) de las reservas, el Banco de la República realiza una subasta de opciones de venta (o compra) por un monto determinado discrecionalmente por la Junta Directiva. En el caso de control de volatilidad, las reglas de intervención son establecidas de manera explícita y responden a movimientos superiores al 5% en el tipo de cambio respecto a su promedio móvil de los últimos 20 días.

La institución suele convocar subastas automáticas de compras o ventas de divisas a través de opciones de venta (si la tasa de cambio está por debajo del promedio) y de compra (si la tasa de cambio está por encima del promedio), aunque también puede realizar intervenciones discrecionales directamente en el mercado spot, mediante anuncios de montos referenciales de compra o venta diarias (*ver gráfica 3*). En el caso de las subastas, éstas tienen un mes de duración y son realizadas directamente con las instituciones financieras autorizadas bajo modalidad cerrada, mientras las intervenciones discrecionales son realizadas a través de la plataforma electrónica SET FX, la cual es administrada por la empresa llamada Integrados FX S.A.

Gráfica 3
Participación del mercado spot en el total de transacciones cambiarias
COLOMBIA



Fuente: Elaboración propia con datos del BIS.

- **Guatemala:** Por su parte el Banco de Guatemala (BANGUAT) sigue un esquema de intervención similar al colombiano, estableciendo un promedio intradiario del tipo de cambio nominal como regla. Si dicho promedio es menor o igual al promedio de los últimos 5 días, menos un margen de 0.6%, la institución procede a subastar un monto máximo de compra de US\$8 millones, pudiendo realizar hasta 4 subastas diarias por montos similares. En caso que el promedio intradiario sea mayor o igual al promedio de los últimos 5 días, menos el margen de 0.6%, el BANGUAT subasta un monto máximo de venta de US\$8 millones bajo la misma modalidad anterior. Estas intervenciones son realizadas igualmente

a través de plataforma electrónica manejada por la bolsa de valores. Al igual que en la mayoría de los casos de la región, la institución se reserva el derecho de intervenir discrecionalmente en el mercado al margen de la regla.

- **México:** La principal modalidad de intervención utilizada por el Banco de México (Banxico) son los derivados cambiarios, incluyendo operaciones “*Over the Counter*” (OTC). La institución interviene de manera muy esporádica bajo instrucciones de un comité cambiario compuesto por las autoridades del Banxico y el Ministerio de Economía.

Las intervenciones son activadas de manera automática y son previamente anunciadas al público a través de comunicados oficiales. La modalidad discrecional ha sido reservada para casos de extrema volatilidad y de presiones especulativas en el mercado. Los mecanismos automáticos con el público y los agentes financieros comprenden, la compra y venta de dólares a través de opciones con los bancos, similar al caso colombiano, pero en base al promedio móvil del tipo de cambio de los últimos 20 días; así como la venta de dólares en el mercado spot vía subastas, bajo escenarios de depreciación iguales o superiores al 2% en un día.

En general la autoridad monetaria interviene muy poco en el mercado cambiario y realiza operaciones con otras entidades del sector público para su política de acumulación de reservas, teniendo en cuenta: a) el no influir sobre el comportamiento del mercado cambiario; b) que las compras se lleven a cabo cuando el mercado se ofrezca a realizarlas; y c) evitar enviar señales de “objetivos cambiarios” con las compras.

Recientemente, el Banxico ha utilizado derivados cambiarios en dos ocasiones. En abril de 2009 decidió realizar *swaps* de divisas por un monto de US\$4 mil millones entre instituciones de crédito mexicanas. En febrero de 2010, se subastaron opciones de venta de dólares por un monto total de US\$600 millones por mes, con el objetivo de acumular reservas, de cara a la Gran Recesión. La subasta se realizaba el último día hábil de cada mes entre las instituciones de crédito con vigencia durante el mes siguiente al día de la subasta. Los tenedores podían vender los dólares al Banxico al tipo de cambio determinado el día hábil anterior, sólo si éste no era mayor a su promedio de los 20 días anteriores. En la actualidad el Banxico se encuentra en una transición hacia la implementación de la

plataforma electrónica de *Bloomberg* para la negociación de divisas, la cual era realizada anteriormente por la vía telefónica (ver gráfica 4).



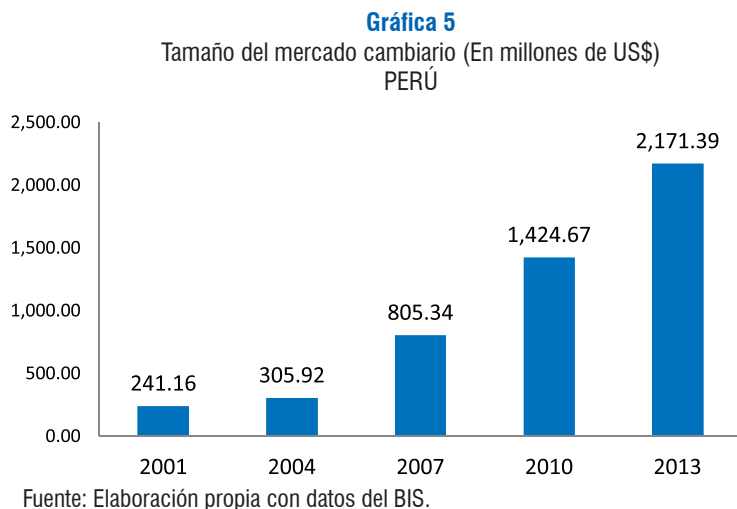
Fuente: Elaboración propia con datos del BIS.

- **Perú:** El Banco Central de Reservas del Perú (BCRP) a través de sus intervenciones no busca influir en la tendencia de largo plazo del tipo de cambio sino más bien reducir volatilidad inusual en el mismo.

Dado el alto grado de dolarización de la economía peruana (en torno a un 80% de los depósitos) el tema devaluatorio es muy importante para evitar impactos adversos en el sistema financiero. La entidad reguladora no sigue reglas específicas de intervención sino que adopta una modalidad más bien discrecional por entender que el mercado es quien debe establecer los montos de demanda u oferta de moneda extranjera y una autoridad cambiaria.

Las intervenciones son realizadas a través de una plataforma electrónica ciega donde tanto el BCRP como los bancos del sistema realizan sus posturas de compra y venta en tiempo real, sin conocer la identidad de los participantes. No obstante, el BCRP anuncia que está participando en el mercado una vez realizada su primera postura, aunque no revela los montos específicos de las intervenciones. En complemento a las intervenciones discrecionales, el BCRP utiliza mecanismos de cobertura tales como certificados en moneda nacional indexados al tipo de cambio y certificados en moneda extranjera con retorno en moneda nacional, así

como contratos *forwards* como mecanismos de cobertura contra las presiones devaluatorias (ver gráfica 5).



Reflexiones finales

Luego de considerar las principales características de los instrumentos no tradicionales de política cambiaria en la región, y sobre todo el impacto positivo que han tenido estos en reducir el *pass-through* del tipo de cambio hacia el nivel general de precios y por consiguiente hacia la meta explícita de inflación, podemos afirmar que una adopción progresiva de los mismos confiere, de hecho, un mayor grado de libertad a la política monetaria (ver cuadro 2).

En todos los casos analizados se pudo constatar que existe una estrecha coordinación entre la política cambiaria y la política monetaria a través de instancias tanto intra como inter institucionales, a los fines de otorgar una mayor consistencia entre el EMI y el manejo de la tasa de interés de referencia, en lugar del tipo de cambio como ancla nominal. En la medida que los países de mejores prácticas en la región han ido incorporando nuevos mecanismos de política cambiaria, en complemento a los tradicionales, estos han logrado que sus mercados cambiarios adquieran una mayor estabilidad en el mediano y largo plazo, reduciendo cada vez más las intervenciones oficiales y por consiguiente las presiones sobre el nivel de sus reservas internacionales.

Cuadro 2

Esquemas de intervención cambiaria en países bajo Esquemas de Metas de Inflación

País	Reglas y/o discreción	Instrumentos de intervención
Chile	Casos excepcionales: escenarios de alta volatilidad y cuando el tipo de cambio real se encuentra lejos de su valor fundamental.	Transacciones directas en el mercado spot. Títulos indexados al tipo de cambio (hasta 2003) Fowards y Swaps, Fowards de AFPs.
Colombia	Regla: Si el tipo de cambio se aleja de su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles en +/- 4% Intervenciones discrecionales.	Transacciones directas en el mercado Spot. Opciones.
Guatemala	Regla: Si el tipo de cambio se aleja de su promedio de los últimos cinco días hábiles en torno a un margen de 0.5%.	Transacciones directas en el mercado Spot.
México	Regla: Depreciación igual o superior al 2% en un día, de acuerdo al promedio de los últimos 20 días. Intervenciones discrecionales en casos de extrema volatilidad y de presiones especulativas en el mercado.	Transacciones directas en el mercado spot. Opciones. Swaps.
Perú	Discreción.	Transacciones directas en el mercado spot. Certificados en moneda local. Fowards.

Fuente: Elaboración propia con datos de los Bancos Centrales.

El hecho de que se adopten instrumentos alternativos tales como certificados indexados de intervención, opciones de compra y venta de divisas, contratos a futuro, y subastas electrónicas activadas automáticamente de acuerdo a reglas de volatilidad cambiaria pre-establecidas, no implica una renuncia de la autoridad monetaria a las intervenciones discrecionales en el mercado bajo casos de extrema volatilidad, o cuando así lo entienda pertinente. De lo que se trata, es de conferir un mayor grado de previsibilidad a los agentes económicos ante el accionar de la política cambiaria, mediante anuncios anticipados que permitan a estos incorporar los lineamientos del regulador a sus decisiones operativas habituales.

Un punto de partida podría ser la adopción de una plataforma electrónica de negociación de divisas operada por el BCRD que permita

a los agentes satisfacer sus necesidades de liquidez en moneda extranjera de manera competitiva y en tiempo real. Los grandes avances logrados en nuestro país en materia de sistemas electrónicos de liquidación de pagos permitirían un eficiente uso del instrumento en beneficio de todos los participantes, incluyendo el propio Gobierno.

Publicado originalmente el 27 de marzo, 2014

DESARROLLO DEL MERCADO CAMBIARIO DOMINICANO: ¿DE DÓNDE VENIMOS Y HACIA DÓNDE VAMOS?



*Rafaela Herrera, Coordinador Técnico
y Emilio Hungría, Jefe de División
de Estadísticas y Regulación del Mercado Cambiario*

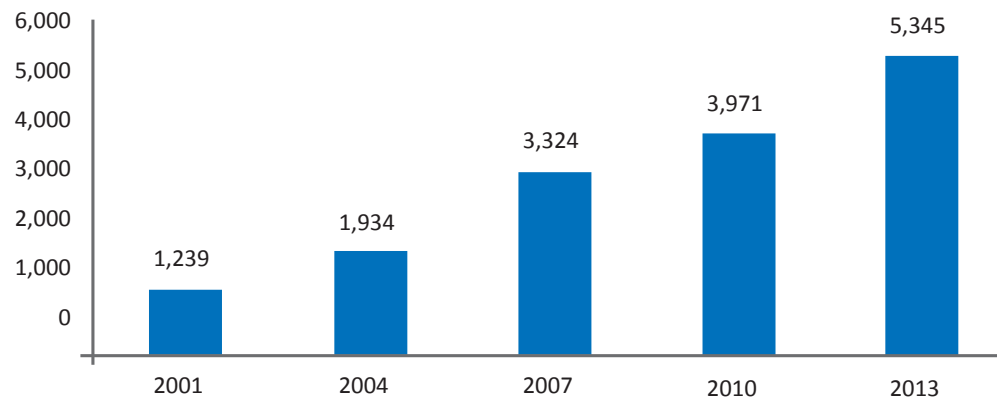
El principal mercado financiero en el mundo es el mercado de divisas. Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), este mercado ha experimentado un crecimiento sostenido desde el año 2001 de 13% anual, pasando de un promedio diario transado de US\$1.2 billones (millones de millones) en abril de 2001 a US\$5.3 billones en abril de 2013 (*ver gráfica 1*). En comparación, la Bolsa de Valores de Nueva York, considerada la más grande del mundo, rara vez supera transacciones equivalentes a US\$100 millardos (mil millones) en un día.

Gran parte del crecimiento del mercado de divisas en la última década ha estado fundamentado en el desarrollo de los mercados de países emergentes. De hecho, en este período las transacciones que incluyen monedas de economías emergentes pasaron de un promedio diario de US\$240 millardos en 2001 (equivalente a un 19.2% del total de transacciones) a US\$1.4 billones en 2013 (un 26.2% del mercado total).

Una de las razones principales de este crecimiento en los países emergentes ha sido que, en pos de incrementar su apertura comercial durante este período, han impulsado tratados de libre comercio y reformas

financieras y cambiarias que han contribuido a desarrollar y profundizar sus mercados de divisas, facilitando así el comercio y el atractivo de invertir capital extranjero en dichos países. El éxito de estas reformas se puede resumir con una frase de Benjamín Franklin en un panfleto en defensa del comercio internacional en 1774: “El comercio nunca arruinó a ninguna nación, incluso las que en apariencia parecen las más desfavorecidas”.

Gráfica 1
Monto diario transado en el mercado cambiario mundial
(En miles de millones de dólares)

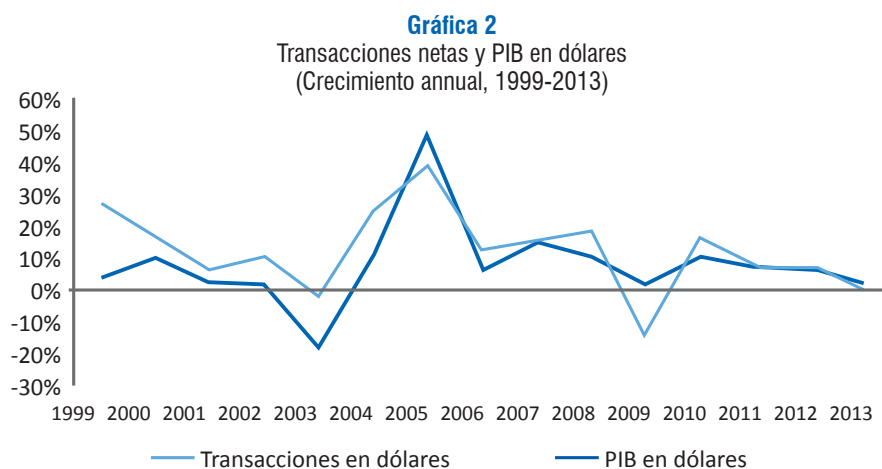


Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS).

De esta misma manera, la República Dominicana, una economía pequeña y abierta al comercio, ha venido desarrollando su mercado cambiario en las últimas 3 décadas como parte de las reformas para aumentar su participación en el comercio internacional. Gran parte de los avances en el desarrollo del mercado cambiario se pueden observar en la [gráfica 2](#), donde se compara el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en dólares y las transacciones del mercado cambiario dominicano desde el año 1999, pudiendo apreciarse una correlación alta y positiva entre ambas variables.

Con anterioridad a 1985, los fuertes controles cambiarios hacían que la política cambiaria no constituyese un factor importante dentro de los esquemas de la economía dominicana. Sin embargo, a partir de enero de 1985, cuando sucedió la primera devaluación oficial del peso dominicano con respecto al dólar, la política cambiaria empezó a ser cada vez más importante para la economía dominicana. Entre 1985 y 1991 sólo se tenía la tasa determinada por el Banco Central, la cual era modificada

con baja periodicidad. Producto de la crisis económica que experimentó la República Dominicana en el año 1990 se eliminaron los excesos de regulaciones al mercado, principalmente en lo relativo a las operaciones de los agentes generadores y usuarios de divisas, lo cual dio paso a un nuevo rol de la política cambiaria.



Fuente: Banco Central de la República Dominicana.

A partir de 1991, la República Dominicana adoptó un sistema cambiario fundamentado en dos mercados institucionales: el operado por el Banco Central, el cual determinaba la tasa de referencia del mercado cambiario y el delegado a las entidades financieras, a quienes se les permitió más libertad al determinar el diferencial cambiario y las transacciones que podían realizar, y a la vez, se comprometían a reportar los datos para el cálculo de la tasa de las entidades financieras.

Entre los cambios significativos a la regulación se encuentran la delegación en el Gobernador del Banco Central de la facultad de aprobar las solicitudes de autorización para efectuar operaciones cambiarias, debiendo informar a la Junta Monetaria al respecto, y la aprobación del Reglamento para Operaciones Cambiarias en 1998, el cual daría paso al actual Reglamento Cambiario. Por último, la Junta Monetaria aprobó en 1996 que las “Casas de Cambio”, principales operadores del mercado paralelo de transacciones de divisas en la República Dominicana, pasarían a ser entidades cambiarias reconocidas, con el nombre de Agentes de Cambio y Agentes de Remesas y Cambio.

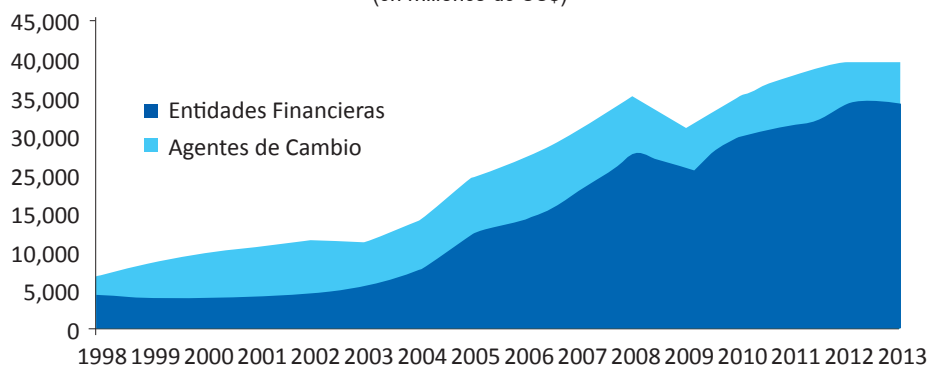
Esta conversión de las casas de cambio a entidades autorizadas para operar en el mercado cambiario generó una serie de transformaciones en la dinámica del mercado. Dada la nueva regulación, muchos bancos decidieron separar sus operaciones cambiarias, creando así sus propios agentes de cambio diferenciados de sus operaciones de tesorería. Incluso, muchas de las casas de cambio existentes en ese momento se beneficiaron de este nuevo estatus de legalidad que les permitió transparentar y ampliar sus operaciones.

Por esta razón, durante los primeros años posteriores a la nueva regulación, los agentes de cambio captaron la mayor parte del incremento de las transacciones de dólares en la República Dominicana. Entre 1998 y el 2002, las operaciones de los agentes de cambio aumentaron 183.8%. Sin embargo, las operaciones de las entidades financieras en el mismo período únicamente crecieron 0.6%. Así los agentes de cambio pasaron a representar en 2002 el 64.2% de las transacciones netas totales, casi duplicando el 35.8% que representaban las entidades financieras (*ver gráfica 3*).

Sin embargo, tres hechos resultarían esenciales para cambiar esta dinámica. Primero, la aprobación por el Gobierno de los Estados Unidos del USA Patriot Act el 26 de octubre de 2001, el cual endurecía la lucha contra el lavado de dinero, aumentando los requisitos que debían cumplir los bancos de Estados Unidos, incluyendo a los que tenían que someter a cualquier banco corresponsal en el resto del mundo. Por esta razón un buen número de agentes de cambio vieron muchas de sus facilidades bancarias reducidas, como producto de los requisitos que enfrentaban los bancos dominicanos.

Gráfica 3

Transacciones netas totales
(en millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de los Bancos Centrales.

Segundo, la aprobación de la Ley Monetaria y Financiera de la República Dominicana el 6 de diciembre de 2002, la cual redujo los incentivos de las entidades financieras de tener agentes de cambio diferenciados de sus operaciones de tesorería, y a su vez, ayudaba a transparentar las operaciones de los bancos para cumplir con los requisitos del *USA Patriot Act*. Más aún, muchos de los agentes de cambio más grandes, en pos de poder ampliar sus operaciones y beneficiarse de un estatus más formal con sus corresponsales extranjeros, especialmente aquellos que enviaban y recibían remesas, optaron por convertirse en entidades financieras.

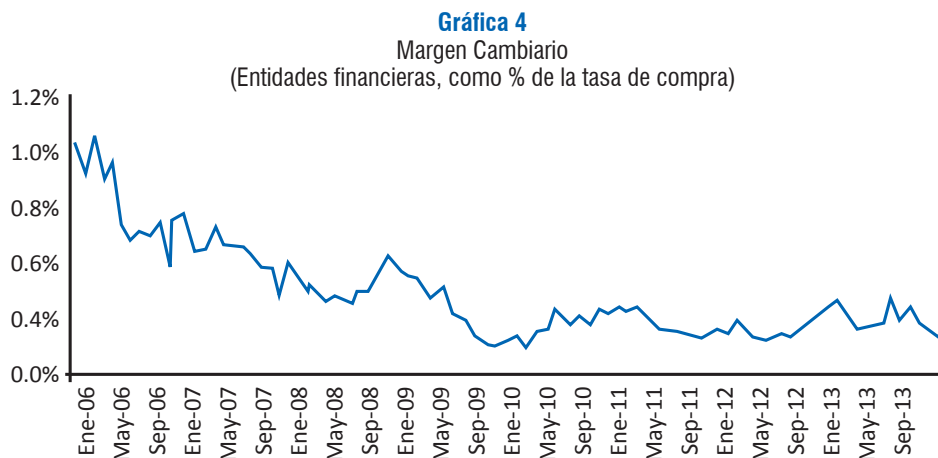
Por último, la crisis económica y financiera de 2003-2004 trajo consigo serios disturbios en el mercado cambiario. Se redujo el flujo de divisas, aumentó considerablemente la depreciación y posteriormente se produjo una apreciación considerable. Al igual que el resto de los sectores más fragmentados de la economía dominicana durante la crisis, la reducción de la rentabilidad y el aumento de la competencia trajeron consigo la quiebra de muchos agentes económicos.

Producto de esto, muchos de los agentes de cambio empezaron a concentrar sus operaciones en nichos de mercado, como las zonas turísticas, en vez de intentar competir directamente con las entidades financieras en el mercado. Estos cambios permitieron un aumento considerable de la participación de las entidades financieras en el mercado cambiario, pasando de un 35.8% de participación en 2002 a un 83.8% en 2013.

Este nuevo patrón hacia la formalidad del sector cambiario trajo consigo un aumento significativo de la competencia en el sector. Una evidencia de ello es la reducción del margen cambiario, correspondiente a la ganancia por dólar transado que reciben los bancos. De hecho, a inicios de 2006 dicho margen se encontraba en torno al 1%, mientras que desde 2010 ha estado alrededor de 0.3% (*ver gráfica 4*).

Es necesario resaltar que el mercado cambiario dominicano es primariamente un mercado spot, ya que más del 98% de las transacciones se realizan con vencimientos de uno o dos días. Por lo tanto, uno de los puntos claves en el progreso futuro del mercado sería el desarrollo del mercado de derivados cambiarios. Por ejemplo, según el BIS, en abril de 2013, en el mercado de divisas mundial un 62% de las transacciones fueron realizadas con derivados cambiarios de distintos tipos (*forwards* o transacciones de vencimiento a más de dos días, *options*, *swaps*, entre

otros), mientras que sólo el 38% restante de las transacciones se realizaron en el mercado spot.



Fuente: Banco Central de la República Dominicana.

La importancia de desarrollar el mercado de derivados es que el mismo suele acompañarse con aumentos en los flujos de divisas, pues contribuyen a mitigar el riesgo cambiario al que están expuestos los inversionistas, haciendo más seguras y rentables sus inversiones. De esta misma manera, reduce el riesgo cambiario en los sectores de exportaciones e importaciones, al otorgarles mayor seguridad en términos de sus futuros flujos de caja para realizar transacciones de más largo plazo y así, desarrollar mejor sus operaciones. Un ejemplo de esto es que la mayoría de las economías emergentes, como es el caso de Chile, Brasil y Perú, muestran una alta relación entre su crecimiento de los últimos años y el desarrollo de sus mercados de derivados cambiarios.