



Montando al tigre

Cuál es la mejor intervención de los bancos centrales de los países en desarrollo en mercados cambiarios volátiles

Jorge Iván Canales-Kriljenko, Roberto Guimarães, Shogo Ishii y Cem Karacadağ

LA INTERVENCIÓN oficial en el mercado de divisas entraña un riesgo, especialmente en los países en desarrollo cuyos bancos centrales tienen poca credibilidad y cuyo nivel de liquidez externa es reducido, pero además puede ser costosa y no lograr el resultado deseado. El agotamiento de las reservas en México en 1994 y Tailandia en 1997 para defender sus monedas fue un factor importante en sus crisis financieras. Desde entonces, tanto Brasil (hasta principios de 1999) como Turquía se han enfrentado al reto de estabilizar sus tipos de cambio mediante la intervención. Incluso para las monedas principales, todavía existen dudas sobre la eficacia de la intervención. La reciente y fuerte revalorización del euro frente al dólar de EE.UU. generó un debate sobre la posibilidad de una intervención coordinada para frenar la caída del dólar.

A pesar de la controversia que genera, la intervención sigue siendo una herramienta importante para los bancos centrales, especialmente en las economías en desarrollo. En este artículo se repasan las tendencias recientes y se analizan posibles elementos de las prácticas óptimas de intervención. Los bancos centrales que operan con regímenes cambiarios flexibles en países en desarrollo intervienen en el mercado por cuatro motivos principales:

- *Corregir desajustes o estabilizar el tipo de cambio.* La sobrevaluación cambiaria puede reducir la competitividad de las exportaciones de un país y debilitar su posición de liquidez externa, mientras que un tipo de cambio subvaluado o con un ritmo de depreciación excesiva puede crear presiones

inflacionarias. En muchos países en desarrollo el tipo de cambio se considera una medida simbólica y visible del éxito de la gestión macroeconómica del gobierno, y suele usarse la intervención con el fin de parar fluctuaciones fuertes en los tipos de cambio y reducir la volatilidad.

- *Calmar mercados inestables.* Una caída de liquidez, cuando los intermediarios tienen dificultades para hacer coincidir los proveedores con los usuarios finales de divisas, puede tener efectos negativos importantes en la economía real si perdura.

- *Acumular reservas.* A menudo esto es una prioridad, especialmente tras una crisis cambiaria, cuando es esencial recobrar la confianza de los inversores, reforzar la capacidad de reembolso de la deuda y recuperar el acceso a los mercados.

- *Suministrar divisas al mercado.* Cuando el sector público es una fuente principal de divisas y el banco central es el agente cambiario de dicho sector, los bancos centrales intervienen principalmente para suministrar divisas a la economía en general.

Los tipos de cambio deben reflejar las condiciones básicas de la oferta y la demanda que, a su vez, deben estar ligadas a los factores macroeconómicos subyacentes y otros factores fundamentales. La literatura académica demuestra la relación entre los tipos de cambio y los parámetros fundamentales en el *largo plazo*. No obstante, los tipos de cambio a menudo se desvían sustancialmente de los valores resultantes de dichos parámetros y las condiciones de paridad en el *corto plazo*, incluso en mercados eficaces (Sarno y Taylor, 2002).

La discordancia entre los tipos de cambio a corto plazo y los fundamentos macroeconómicos puede requerir una intervención esterilizada, que influye en el tipo de cambio básicamente mediante su impacto en las expectativas, las primas por riesgo y el flujo de órdenes (la presión de compra neta en el mercado cambiario). En concreto, esta intervención puede limitar fluctuaciones no justificadas en los tipos de cambio resultantes de sacudidas temporales que no afectan a las condiciones macroeconómicas de base. En las economías con desequilibrios macroeconómicos o deficiencias estructurales, la intervención puede ayudar temporalmente a aliviar las presiones cambiarias solo si hay un compromiso creíble de ajustes macroeconómicos y estructurales y un avance tangible en este sentido.

Tendencias de la intervención

Hoy en día, con la excepción del Banco de Japón, los bancos centrales para las principales monedas de reserva internacionales (la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo) rara vez intervienen. La tendencia en otras economías avanzadas es similar, aunque hay que admitir que este hecho puede reflejar el entorno financiero global relativamente más tranquilo de los últimos años. Por ejemplo, el Banco de Canadá intervino activamente durante muchos años pero no ha vuelto a hacerlo desde 1998. El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda no ha intervenido desde 1985 y algunas economías de mercados emergentes han seguido el ejemplo. En cambio, muchas economías en desarrollo siguen interviniendo activamente en el mercado de divisas al contado (Canales-Kriljenko, 2003).

La intervención prevalece en los países en desarrollo principalmente por su aversión a la excesiva volatilidad cambiaria. Guillermo Calvo y Carmen Reinhart (2002), en su documento "Fear of Floating", ilustran cómo los países en desarrollo toleran mayor volatilidad en las reservas internacionales, las tasas de interés internas y los precios de productos básicos que en los tipos de cambio. También llegan a la conclusión de que para defender los tipos de cambio es más frecuente cambiar las tasas de interés internas que intervenir en el mercado de divisas.

La intervención en el mercado cambiario puede ser más eficaz en muchos países en desarrollo que en los avanzados, a pesar del problema que tienen los primeros de una menor credibilidad del mercado. En comparación con los países avanzados, los países en desarrollo suelen intervenir en importes significativos en relación con el volumen de operaciones del mercado. Sus bancos centrales son generalmente grandes clientes del mercado cambiario, especialmente cuando el sector público es una fuente de obtención de divisas importante. El control de cambios y de capitales también permite a los bancos centrales reunir más información que a otros participantes del mercado debido, entre otras cosas, a sus requisitos de información, con lo que pueden observar el flujo de órdenes agregado del mercado y las posiciones abiertas netas de los intermediarios financieros.

Las experiencias de los países con crisis cambiarias en los años noventa ponen de relieve la eficacia limitada de la inter-

vencción. La defensa por parte de México de su paridad móvil durante 1994 acabó de repente cuando el mercado se dio cuenta de que las reservas del banco central estaban agotadas, y la intervención de Tailandia en defensa del baht en el primer semestre de 1997 fracasó, agotando casi las reservas internacionales netas de su banco central.

¿Qué lecciones se extraen?

- La intervención no es una herramienta de política independiente. No puede generar cambios permanentes en los niveles de tipos de cambio cuando los que se escogen como objetivo no son coherentes con las políticas macroeconómicas.
- La credibilidad institucional y de las políticas es un importante factor determinante de la eficacia de la intervención, y puede incluso hacer que la intervención no sea necesaria.
- La eficacia de los mercados cambiarios puede ayudar a reducir al mínimo los casos de desajuste y el desorden en los mercados, y por ende la necesidad de intervenir.

Elementos de prácticas óptimas

Pero si los bancos centrales intervienen, ¿cómo deberán hacerlo? Existen pocas pautas sobre cuestiones operativas y prácticas óptimas para los países en desarrollo y el FMI está intentando cubrir este vacío. Los bancos centrales se plantean las siguientes preguntas sobre la mecánica de la intervención:

- *Reglas o discreción.* ¿Deberá basarse la intervención en reglas o hacerse a discreción?
- *Cantidad y oportunidad.* ¿Exactamente cuándo, y en qué cantidades, deberá intervenir un banco central en el mercado cambiario?
- *Transparencia.* ¿Deberán anunciarse las intervenciones o mantenerse en secreto? ¿Cuáles son las ventajas e inconvenientes en cada caso?
- *Mercados y contrapartes.* ¿En qué pares de monedas, instrumentos y mercados debe producirse la intervención? ¿Con quiénes y cómo debe negociar el banco central?

Para responder a estas preguntas se requiere un conjunto amplio de pautas sobre cuestiones políticas, técnicas y administrativas. El FMI sugeriría lo siguiente:

Objetivos de la intervención. Las autoridades deberán definir los objetivos de la intervención en términos precisos. Estos objetivos suelen estar directamente relacionados con el régimen cambiario o atender otros aspectos del mercado cambiario, tales como la inestabilidad.

Reglas o discreción. Los bancos centrales tienen que gozar de cierto poder de discreción para determinar cuándo y en qué cantidades intervenir, pero aun así deberán estar sujetos a unas pautas generales. Esta discreción es esencial por varias razones, a saber: en primer lugar, no se necesita una regla sobre política de intervención cuando ya existe un compromiso con un ancla nominal que no es el tipo de cambio, como la fijación de objetivos explícitos de inflación. Segundo, los participantes del mercado pueden aprovecharse de un banco central si sus operaciones se rigen por reglas estrictas, pues aun cuando las autoridades no anuncien la regla de

Los retos de los países con programas respaldados por el FMI

Los programas de ajuste respaldados por el FMI pueden tener importantes implicaciones en la intervención de los bancos centrales en el mercado cambiario de los países con regímenes flexibles. En muchos programas se fijan niveles mínimos de reservas internacionales netas (RIN) que limitan la capacidad del banco central para vender divisas. En efecto, los programas del FMI suelen aconsejar a las autoridades que usen la intervención solo para suavizar la volatilidad de los tipos de cambio. La acumulación de reservas prevista en muchos programas respaldados por el FMI, mediante el aumento gradual de los niveles mínimos de RIN, crea asimetría en las políticas cambiarias y de intervención. En concreto, los programas tienden a limitar las intervenciones en defensa de un tipo de cambio presionado a la baja durante un período prolongado, especialmente si el nivel del tipo de cambio no es coherente con las políticas macroeconómicas subyacentes.

El reto para muchos países con programas respaldados por el FMI es por tanto acumular reservas y cumplir sus niveles mínimos de RIN, reduciendo el impacto de la intervención en el tipo de cambio. A este reto también se enfrentan muchos otros países y puede afrontarse de varios modos. En primer lugar, como cualquier otro cliente, el banco central puede intervenir en el mercado de forma discreta, sin revelar su fin o presencia en el mercado. En segundo lugar, el banco central puede anunciar previamente compras periódicas de divisas. Aunque esto puede minimizar el impacto en el tipo de cambio, conocer con antelación las fechas y la cantidad de sus compras de divisas puede permitir a los participantes del mercado aprovecharse del banco central.

política, los participantes del mercado pueden imaginársela, dedicarse a la especulación y posiblemente generar pérdidas para el banco central, quien debe tener siempre capacidad de maniobra táctica. Tercero, la utilidad práctica de las reglas de intervención "óptima" es limitada. Y cuarto, la interpretación de la información cuantitativa y cualitativa generalmente exige un grado de juicio considerable.

La intervención basada en reglas puede ser adecuada durante un período breve en determinadas circunstancias. En Brasil, por ejemplo, la política sobre intervención limitaba las ventas de divisas del banco central a un máximo de \$50 millones diarios a finales de 2001, y logró superar la deficiencia de balanza de pagos debida a la reducción de las entradas de capital, pero sin dar la impresión de que el banco central estaba fijando un objetivo explícito para el tipo de cambio. En Turquía, las subastas de compra y venta de divisas, cuya realización y monto se determinaron y anunciaron con anticipación, fueron un mecanismo eficaz y transparente para reforzar el compromiso del banco central con un régimen de tipo de cambio flotante.

No obstante, con el tiempo, muchos bancos centrales modificaron o abandonaron las reglas de intervención para introducir cierta discreción, como hizo Canadá en 1995 y 1998, respectivamente. Brasil, que la había reavivado a mediados de 2002 le imprimió más flexibilidad posteriormente a fin de dar más discreción al banco central para intervenir en el mercado al contado al responder ante condiciones de mercado volátiles.

Cantidad de la intervención. No hay una regla sencilla para determinar la cantidad óptima de la intervención cambiaria. Los bancos centrales suelen determinar qué importes son "eficaces" por ensayo y error. En algunas economías en desarrollo, la escasez de reservas es una limitación importante. Las cantidades de la intervención dependen, en parte, de su efecto en las expectativas de tipos de cambio. Un cambio de expectativas puede hacer que los participantes del mercado modifiquen sus posiciones abiertas netas en divisas y creen un flujo de órdenes a favor del tipo de cambio fijado como meta, reduciendo la cantidad de intervención necesaria.

Los bancos centrales deberán evitar la intervención unilateral continua y ajustar las políticas para resolver las causas de los desequilibrios en el flujo de órdenes. Asimismo, deberán evitar en general la intervención financiada mediante el endeudamiento en moneda extranjera cuando las condiciones macroeconómicas y el nivel de liquidez externa sean débiles, porque dicha intervención crearía grandes riesgos.

Oportunidad de la intervención. Es muy subjetiva la determinación del momento más adecuado de la intervención. Hay que analizar los indicadores y la información que recibe el mercado, teniendo en cuenta la experiencia del banco central y las circunstancias específicas del país. Los modelos económicos y las reglas de política pueden ayudar en la toma de decisiones, pero siguen exigiendo considerables elementos de juicio y tienen un amplio margen de error. El momento de la intervención depende en última instancia de la evaluación que haga el banco central de los siguientes factores:

- *Desajuste de los tipos de cambio.* Se deberá identificar el grado de desajuste para justificar la intervención. En la práctica, los bancos centrales tienen que basarse en varios indicadores, aunque no hay

consenso sobre qué indicadores son fiables.

- *Naturaleza de las conmociones.* La intervención se justifica o no dependiendo de la naturaleza de las conmociones. Las que son permanentes en las condiciones monetarias internas o en los términos del intercambio, por ejemplo, deberán generar un cambio de expectativas y un ajuste del tipo de cambio y, por tanto, no deberá en principio recurrirse a la intervención, a menos que las fluctuaciones cambiarias provoquen un ajuste constante y excesivo. En cambio, las conmociones temporales en la economía pueden justificar la intervención si generan fluctuaciones no justificadas en el tipo de cambio pero no afectan a los fundamentos macroeconómicos. Sin embargo, es difícil distinguir entre conmociones temporales y permanentes.

- *Aceleración de las fluctuaciones del tipo de cambio.* Esta aceleración puede ser un síntoma claro de iliquidez del mercado. No obstante, también pueden producirse cambios rápidos de precios en un mercado líquido pero ser igualmente preocupantes porque podrían dar lugar a una diná-

mica de variaciones de precios y cambios desestabilizadores en múltiples equilibrios cambiarios, haciendo necesaria la intervención.

• *Márgenes entre el tipo de cambio comprador y vendedor.* Un margen cada vez mayor entre ambos tipos de cambio es muestra de una mayor incertidumbre cambiaria, lo que, a su vez, puede reducir la liquidez del mercado. Los operadores suelen ampliar estos márgenes para protegerse contra la volatilidad de los tipos de cambio y un flujo de órdenes inesperado que pueda ser señal de información privada. Cuando estos márgenes son amplios se puede evitar que los participantes del mercado operen hasta que se aclare la dirección del tipo de cambio.

• *Composición y magnitud del volumen de operaciones de divisas.* Esta información puede dar pistas importantes sobre la liquidez y la dinámica de las operaciones.

• *Volatilidad del tipo de cambio.* La volatilidad suele reflejar, entre otras cosas, incertidumbre en las políticas económicas y otros factores determinantes fundamentales de los tipos de cambio. En la medida en que la volatilidad de precios ocurra en un mercado estable (líquido), la intervención del banco central no se justificaría. Además, es esencial la tolerancia a un cierto grado de volatilidad para transmitir la sensación de riesgo bidireccional al mercado. Los bancos centrales deben lograr un cuidadoso balance entre la estabilidad y la volatilidad del tipo de cambio, limitando la intervención a movimientos extremos de precios que pueden ser síntomas de dificultades en el funcionamiento del mercado. A la larga, los gobiernos deberán esforzarse en establecer la credibilidad de sus políticas.

Transparencia. La transparencia en la política cambiaria y los objetivos de intervención puede aumentar la credibilidad del banco central porque la institución deberá rendir cuenta de la implementación de sus políticas. No obstante, el grado de transparencia en la implantación táctica de las políticas de intervención puede variar según los objetivos específicos de la intervención. Por ejemplo, un banco central puede querer intervenir en secreto para introducir la sensación de riesgo bidireccional en el mercado o para conservar el elemento sorpresa.

Elección de mercados. La intervención generalmente deberá producirse en el mercado al contado más que en el mercado a término. La intervención en el primero afecta directamente al tipo de cambio al contado. La intervención en el segundo se basa en el mecanismo de transmisión de los tipos para el mercado a término a los tipos para el mercado al contado, lo que puede verse afectado por lo que ocurra en el mercado monetario y por la presencia de controles de cambios y de capital. También es más fácil encontrar contrapartes en mercados al contado, pues en ellos los límites de contraparte suelen ser menos estrictos.

Elección de lugar y moneda. La intervención deberá realizarse dentro del territorio y en la moneda en el que se efectúa la mayoría de las transacciones a fin de reducir costos y facilitar la liquidación. La intervención fuera del territorio podría estar justificada cuando existe un mercado particularmente activo para la moneda que circula en ese lugar, se produce

una actividad desestabilizadora y el banco central quiere frenarla antes de que desestabilice el mercado de divisas del país.

Elección de contrapartes. El banco central deberá establecer criterios objetivos y transparentes para elegir las contrapartes de la intervención y operar principalmente con creadores de mercado, en especial en mercados de divisas competitivos y eficaces.

Administración y gestión. Debe existir una coordinación estrecha, así como canales de comunicación fiables entre las personas encargadas de adoptar e implantar las políticas monetarias y cambiarias. Además, el banco central tiene que abordar los problemas de gestión que suelen surgir cuando intervienen sus operadores.

Conclusiones

La intervención no es una herramienta de política independiente: su éxito depende de la coherencia entre los tipos de cambio que se fijan como meta y las políticas macroeconómicas. Los desajustes de tipos de cambio y la inestabilidad de los mercados —las justificaciones más comunes de la intervención— son muy difíciles de detectar, lo cual resalta la necesidad de que los bancos centrales sean parcos en sus intervenciones. Determinar el momento preciso y la cantidad de la intervención se basa en elementos de juicio y depende mucho de las condiciones del mercado, que cambian constantemente, y por esa razón se necesita un cierto poder discrecional. La aplicación de este poder de forma juiciosa, con transparencia en las políticas y los objetivos, puede dar más eficacia a una intervención y reducir al mínimo sus riesgos. ■

Shogo Ishii es Jefe de División y Jorge Iván Canales-Kriljenko y Cem Karacadağ son economistas del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI. Roberto Guimarães era economista de dicho departamento cuando se escribió el artículo y es actualmente economista del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI. Este artículo se ha inspirado en gran medida en el documento de trabajo del FMI de Canales-Kriljenko, Guimarães y Karacadağ, "Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practices".

Referencias:

Calvo, Guillermo A., y Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (mayo), págs. 379–408.

Canales-Kriljenko, Jorge Iván, 2003, "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey", *IMF Working Paper 03/95* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Murray, John, Mark Zelmer y Des McManus, 1996, "The Effect of Intervention on Canadian Dollar Volatility", en *Exchange Rates and Monetary Policy, resumen de temas presentados en la conferencia auspiciada por el Banco de Canadá* (octubre).

Sarno, Lucio, y Mark P. Taylor, 2002, *The Economics of Exchange Rates* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press).