



La otra cara de las monedas

Operadoras de opciones euro-dólar en la Bolsa Mercantil de Chicago.

LOS GOBIERNOS de las economías avanzadas no suelen entrometerse en los mercados de cambio y dejan que las fuerzas del mercado fijen el valor de las divisas. En parte responden a la razón ideológica de que el mercado generalmente produce un valor acertado. Pero también entran en juego los resultados decididamente desiguales de los intentos por apuntalar las grandes monedas o evitar una subida excesivamente rápida, especialmente en la segunda mitad de los años ochenta.

Las marcadas fluctuaciones del dólar y de otras monedas importantes generaron nuevas inquietudes —reflejadas en una declaración del Grupo de los Siete principales países industriales en la última reunión del Banco Mundial y del FMI— y pusieron de nuevo en primer plano la posibilidad de una intervención cambiaria. Lo que conviene plantearse es si daría resultado.

Teóricamente es fácil influir en el tipo de cambio. Para que este se *afiance*, el banco central sencillamente sube la tasa de interés de referencia. Los inversionistas atraídos por intereses más redituables empujan al alza la demanda de esa moneda y el tipo de cambio se aprecia. Para que el tipo de cambio *retroceda*, se recorta la tasa de interés. El problema es que en la práctica ambas alternativas tienen un precio: el banco central debe subordinar la

política monetaria al tipo de cambio deseado, obviando otras metas internas más comunes, como el control de la inflación, el respaldo de la actividad económica o el suministro de liquidez al sistema financiero en momentos de tensión.

Para soslayar ese problema, los bancos centrales elaboraron una técnica denominada “esterilización”, para separar los efectos de la política monetaria en el tipo de cambio y en las metas internas. La idea es compensar la compraventa de divisas que hace el banco central con operaciones de mercado abierto —o sea, la compraventa de bonos públicos— en las plazas internas para evitar que varíen la oferta de dinero o la tasa de interés de referencia. Por ejemplo, si la Reserva Federal estadounidense interviniera para apuntalar la moneda utilizando las tenencias de divisas para comprar dólares, retiraría dólares de circulación y reduciría la oferta monetaria, lo cual equivale a subir la tasa de interés. Esa opción es poco deseable si la economía se encuentra al borde de una recesión. Entonces, para “esterilizar” la operación, la Reserva Federal compraría títulos del Tesoro en el mercado abierto para inyectar dólares y así restituir la tasa de interés al nivel original.

Pero si la intervención esterilizada no hace variar la tasa de interés, ¿por qué habría de influir en el tipo de cambio? De hecho, en un

La intervención cambiaria exige cooperación entre los bancos centrales

Atish Ghosh

mundo con sustituibilidad perfecta de activos, información completa y mercados totalmente líquidos, el tipo de cambio se mantendría invariable.

Este artículo examina el impacto cambiario que puede producir la intervención esterilizada y evalúa qué modalidades dan resultado y cuáles no. Se centra en las monedas más importantes —el dólar, el yen y el euro— porque los mercados que las negocian son de tal tamaño que la intervención probablemente tenga una eficacia diferente de la que se les plantea a los bancos centrales de países en desarrollo y de mercados emergentes.

Tipos de canales

Los economistas reconocen tres canales centrales a través de los cuales la intervención esterilizada podría afectar al tipo de cambio.

A través del *canal del saldo de cartera*, la oferta relativa de activos influye en la prima por riesgo y, por ende, en el tipo de cambio. Supongamos que un banco central busca depreciar la moneda frente al dólar de EE.UU. Primero compra dólares a cambio de la moneda nacional. Como eso aumenta la oferta monetaria, esteriliza la intervención vendiendo bonos públicos denominados en la moneda nacional a cambio de efectivo, restituyendo la oferta monetaria al nivel original. El resultado neto es un aumento de la oferta de bonos denominados en la moneda nacional. Si los activos no son sustitutos perfectos, la expansión de la oferta relativa de bonos hace subir la prima por riesgo, lo cual a su vez produce un deterioro de la moneda.

Aunque la experiencia demuestra que los activos no son sustitutos perfectos, el supuesto funcionamiento de este canal deja claro que probablemente tenga escasa relevancia práctica para las principales monedas: el volumen de activos en circulación es tan grande que se necesitaría una intervención masiva para producir una variación sensible de la prima por riesgo y, por ende, del tipo de cambio.

A través del *canal de señalización*, el banco central les comunica a los mercados sus intenciones en materia de política monetaria o bien información privada que pueda tener sobre la oferta o la demanda futura de la moneda (o su equivalente, la trayectoria de las tasas de interés). Así se puede formar un círculo virtuoso de expectativas: si el banco central goza de credibilidad y comunica la opinión de que el tipo de cambio es demasiado fuerte —y que ajustará lo necesario la tasa de referencia—, las expectativas del mercado se traducirán en una venta de la moneda, debilitándola como se deseaba.

Pero ¿qué le impide a un banco central simplemente anunciar esas intenciones o esa información, sin necesidad de confirmar su veracidad mediante una intervención? En parte es para demostrar coherencia. Si un banco central compra divisas para depreciar la moneda nacional y esta se aprecia, sufre una pérdida contable. Esa situación puede ser políticamente bochornosa incluso para los bancos centrales más grandes y es lo que convence al mercado de que el banco central llevará a la práctica —de ser necesario, mediante una intervención no esterilizada— las intenciones que quería comunicar con la intervención esterilizada.

Algunos estudios recientes muestran que la *microestructura* del mercado —es decir, las órdenes de compraventa efectuadas minuto a minuto— puede influir en los precios de los activos, ya que estas órdenes le comunican implícitamente información al mercado. Al alterarlas, la intervención del banco central puede influir en el tipo de cambio.

Si la intervención cumple ese cometido, ciertos participantes en el mercado pueden “subirse al carro” y amplificar sus efectos, empujando el tipo de cambio más allá de niveles técnicos o “puntos de resistencia” críticos. Si muchos de esos operadores proceden en base a análisis técnicos, la intervención original puede tener un impacto desproporcionado, sobre todo si el tipo de cambio parece estar lejos del nivel de equilibrio.

Por último, incluso si una intervención esterilizada tiene un efecto suave o pasajero, el hecho de repetirla puede tener consecuencias duraderas para la volatilidad del tipo de cambio. De hecho, los bancos centrales suelen intervenir cuando las condiciones de mercado son desordenadas y la volatilidad es, a su parecer, excesiva.

Modalidades de intervención

Una decisión que enfrentan los bancos centrales es si han de *intervenir abiertamente o en secreto* (aunque, como ya se explicó, ninguna intervención es completamente secreta porque influye en la microestructura). Obviamente, la señalización da mejor resultado si se anuncia la intervención. Pero hay veces en que el banco central opta por evaluar primero la profundidad y la extensión de la volatilidad mediante una intervención secreta, con la ventaja agregada de que no pierde credibilidad si no logra mover el tipo de cambio en la dirección deseada.

En algunas circunstancias resulta preferible una intervención secreta. Supongamos que un banco central tiene en su poder información privada que producirá un trastorno repentino del tipo de cambio cuando salga a la luz; por ejemplo, si sabe por adelantado que las cifras de la balanza comercial son desalentadoras. En ese caso, una intervención abierta revelaría la información y produciría un ajuste cambiario abrupto y perjudicial. Al actuar en secreto, el banco central revela parte de la información y logra que el tipo de cambio se mueva en la dirección deseada cuando la información llegue al mercado.

Otra decisión es la de *actuar unilateralmente o en coordinación con otro u otros bancos centrales*. Obviamente, la intervención coordinada tiene más probabilidades de eficacia. En el canal del saldo de cartera, lo que importa es la oferta relativa de activos: si un país pone más activos en circulación y otro retira parte de los suyos, el impacto en la oferta relativa será proporcionalmente mayor que si uno de ellos actúa por su cuenta. En el canal de señalización, lo que importa es la oferta relativa de dinero (o el diferencial entre las tasas de interés): si mediante la intervención coordinada ambos países señalan que las tasas de interés se moverán en direcciones opuestas, el impacto en el diferencial esperado —y por ende en el tipo de cambio— será proporcionalmente mayor. Aunque es más eficaz, la intervención coordinada puede resultar más difícil, ya que exige el acuerdo de los ban-

cos centrales en cuanto al nivel y la dinámica que se le desea imprimir al tipo de cambio, y también cooperación operacional y logística. Pero aun sin una intervención coordinada, las políticas o los anuncios de los bancos centrales deben, como mínimo, evitar ser contradictorios.

La experiencia hasta el momento

En la práctica, la intervención esterilizada ha producido resultados desiguales. Varios estudios de la década de 1980, como el informe Jurgensen (1983), le atribuyen una eficacia limitada, pero los datos recientes son más alentadores. En las dos últimas décadas hubo cinco grandes intervenciones coordinadas: en 1985, el Acuerdo del Plaza, para apuntalar las monedas del G-5 con excepción del dólar; en 1987, el Acuerdo del Louvre, para afianzar el dólar frente a otras monedas del G-6; en 1995, los esfuerzos de los ministros de Hacienda del G-7 por fortalecer el dólar; en 1998, la intervención conjunta de Estados Unidos y Japón a favor del yen, y en 2000, la intervención organizada por el Banco Central Europeo, la Reserva Federal estadounidense y los bancos centrales del Reino Unido, Japón y Canadá para respaldar el euro. Cuatro de esas intervenciones consiguieron crear un punto de inflexión y la moneda se movió en la dirección deseada (véase el gráfico), aunque es difícil determinar qué habría sucedido

si los bancos no hubieran actuado (por ejemplo, para 1985 el dólar había alcanzado niveles estratosféricos y la depreciación quizás hubiera sido inevitable).

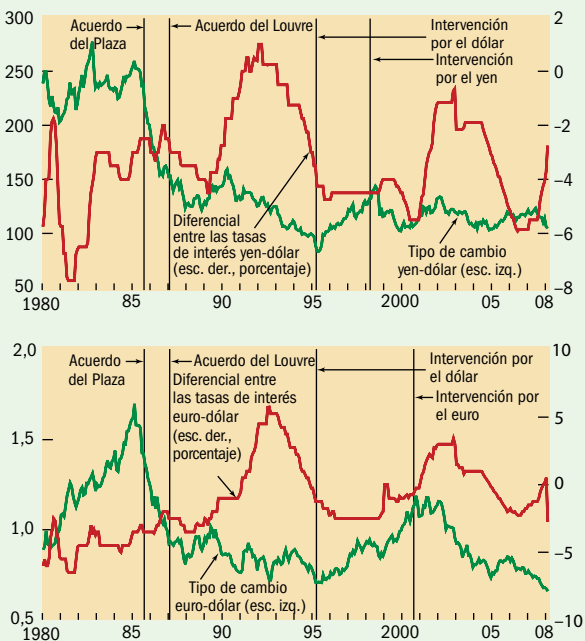
Estas intervenciones prosperaron en gran medida porque poco después los diferenciales de las tasas de interés variaron en la dirección deseada —o por lo menos no en dirección contraria—, acorde con la función del canal de señalización. Ese efecto se destaca aún más en contraste con el sonoro fracaso del Acuerdo del Louvre de febrero de 1987, que no consiguió afianzar el dólar. Aunque en un principio el diferencial entre las tasas de interés alemanas y estadounidenses aumentó, pocos meses después Alemania comenzó a subir la tasa de interés frente a las presiones inflacionarias. Esa maniobra, sumada a una balanza comercial desfavorable en Estados Unidos, desembocó en una fuerte caída del dólar y el *crash* bursátil de octubre de 1987, ya que los mercados esperaban que la Reserva Federal subiera las tasas de interés para mitigar la presión inflacionaria generada por la debilidad del dólar.

Tanto la teoría como la práctica sugieren que la intervención esterilizada puede ser eficaz, pero solo si hay expectativas verosímiles de que recibirá el respaldo necesario. Por eso probablemente no constituya una herramienta totalmente independiente; pero, si inspira credibilidad —y sobre todo si está coordinada con otros bancos centrales—, puede brindar más flexibilidad para alcanzar las metas deseadas. Y, especialmente en los momentos de tensión financiera, cuando los bancos centrales luchan por alcanzar metas internas y externas variadas, toda herramienta útil puede ser buena. ■

Atish Ghosh es Jefe de División en el Departamento de Estudios del FMI.

Puntos de inflexión

Cuatro de las cinco intervenciones coordinadas llevadas a cabo desde mediados de los años ochenta lograron apuntalar una moneda débil. Un elemento clave fueron los diferenciales propicios entre las tasas de interés.



Fuente: FMI, *International Financial Statistics*.

Nota: Las líneas verticales indican una intervención coordinada de gran magnitud. Las series del tipo de cambio y del diferencial entre las tasas de interés euro-dólar están empalmadas con las series marco alemán-dólar en los años previos al lanzamiento del euro.

Si se desea obtener más información, se sugieren los siguientes estudios:

Domínguez, Kathryn, y Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect", *American Economic Review*, vol. 83 (diciembre), págs. 1356–69.

Evans, Martin, y Richard Lyons, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, vol. 110 (febrero), págs. 170–80.

Fatum, Rasmus, y Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan", *Journal of International Money and Finance*, vol. 25 (marzo), págs. 199–219.

Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutschmark Rate", *Journal of International Economics*, vol. 32, págs. 201–20.

———, 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market", *European Economic Review*, vol. 46 (febrero), págs. 253–72.

Ishii, S., J. Canales-Kriljenko, R. Guimarães y C. Karacadag, 2006, *Official Foreign Exchange Intervention*, IMF Occasional Paper No. 249 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Jurgensen, Philippe, 1983, "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report]" (Washington: Departamento del Tesoro de Estados Unidos).

Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?" (inédito; Union Bank of Switzerland).