

RECUADRO 7 INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BANCO CENTRAL: ASPECTOS CONCEPTUALES Y OPERATIVOS

Burbujas especulativas en el mercado cambiario y la reacción del Banco Central

El tipo de cambio, además de representar el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda doméstica constituye el precio de un activo financiero. Los precios de los activos financieros se caracterizan por ser altamente volátiles debido a que incorporan las expectativas futuras de sus determinantes fundamentales. Formalmente, este precio constituye el valor presente neto de los rendimientos futuros esperados del activo. Idealmente, las expectativas sobre el valor futuro del mismo deberían reflejar únicamente el valor esperado de sus fundamentales, en el caso del tipo de cambio, flujo de capitales, niveles de inflación doméstica y externa, por ejemplo.

Sin embargo, es usual que los mercados incorporen también expectativas que no se basan en la evolución esperada de los fundamentales, situación que se conocen como "burbujas"¹⁷. Éstas se alimentan del comportamiento irracional y emotivo de los participantes de mercado²¹. En algunos casos este comportamiento se magnifica porque un grupo de participantes del mercado, usualmente los menos informados, sigue ciegamente la evolución del mismo, liderada por agentes más informados con capacidad para influenciar el precio de mercado. Este tipo de estrategias se denomina usualmente como "comportamiento de manada" en los mercados financieros

Cuando existen burbujas, el precio del activo puede seguir una trayectoria inestable alejándose de manera persistente de sus fundamentales. Esto debido a que los especuladores continúan comprándolo a pesar de estar sobrevaluado porque consideran que la burbuja continuará y podrán realizar ganancias antes que ésta colapse. La burbujas financieras generan periodos de alta volatilidad en los precios de los activos que pueden ocasionar crisis financieras, cambiarias y en el mercado de valores. El tipo de cambio, al ser el precio de un activo financiero también esta sujeto a burbujas que generan periodos de alta volatilidad, los mismos que afectan negativamente al sistema financiero y al sector real de la economía, especialmente en economías dolarizadas³.

La teoría y la práctica de la política monetaria reconoce que la intervención del Banco Central es necesaria para aminsonar los efectos negativos de fluctuaciones abruptas en los precios de los activos sólo en la medida que afecten los objetivos finales de la política monetaria tales como la inflación y el producto. Es decir, los precios de activos o el tipo de cambio sólo resultan importantes en tanto provean de señales de presiones inflacionarias (ver Bernake y Gertler, 2000).

Sin embargo, cuando potenciales cambios abruptos en los activos pueden generar costos significativos como crisis financieras o en el caso de economías dolarizadas situaciones de insolvencia generalizada, la intervención del Banco Central está justificada. Así por ejemplo, después de la declaratoria de mora de la deuda Rusa, en agosto de 1998, el comité de operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica, decidió bajar las tasas de interés a pesar de que la economía no mostraba signos de presiones deflacionarias para evitar que el nerviosismo generado por la moratoria de deuda genere efectos negativos en el sistema financiero indujera el colapso de la burbuja en el mercado de activos. Con este comportamiento la Reserva Federal mostraba su preocupación por reducir la probabilidad que se materialice un riesgo altamente costoso, la potencial crisis financiera, aún a expensas de aumentar la probabilidad de una mayor inflación.

Contribuciones recientes de Hansen y Sargent (2004), y Svensson, (2000) explican este comportamiento de la Reserva Federal frente a fluctuaciones abruptas de los precios de los activos, como un comportamiento prudente de política monetaria que toma en cuenta explícitamente los riesgos asociados a la realización de eventos poco probables, pero altamente costosos.

En el caso de economías dolarizadas, burbujas en el tipo de cambio, al igual que burbujas en los precios de los activos financieros en economías desarrolladas, puede generar costos asimétricos importantes que justifican que el banco central intervenga limitando su volatilidad. De esta manera, la intervención del Banco Central en el mercado cambiario busca minimizar la probabilidad que un incremento abrupto en el tipo de cambio, debido al proceso de dolarización de la economía, genere altos costos en términos de insolvencia de empresas, y de menor estabilidad en el sistema financiero. Este tipo de intervenciones, son por tanto, consistentes con una política monetaria prudente.

Aspectos operativos de la intervención cambiaria

Canales-Kriljenko, Guimaraes y Karacadag (2003) analizan los aspectos operativos a los que se enfrenta el Banco Central cuando decide intervenir en el mercado cambiario. Usualmente se presenta un dilema de política monetaria (tasa de interés versus tipo de cambio) en economías emergentes con régimen de flotación cambiaria.

Estos autores proponen las siguientes recomendaciones para una mejor práctica de la intervención cambiaria:

- El éxito de la intervención está ligado a la consistencia de dicha operación con los objetivos macroeconómicos principales. En línea con el esquema de metas de inflación, la variable más importante es la credibilidad del Banco Central. Así, resulta impráctico plantear una regla de intervención, puesto que podría percibirse que el tipo de cambio es más importante que la inflación, lo que disminuiría la credibilidad. En vista de esto, se apela a la discrecionalidad de las autoridades monetarias.
- El Banco Central necesita de cierta discrecionalidad para determinar el monto y el instante en el cual se debe intervenir para adecuarse a las condiciones del mercado. Las intervenciones basadas en reglas pueden ser apropiadas en determinadas circunstancias en el corto plazo. En el largo plazo esto no es necesario, dado que ya se cuenta con un ancla nominal (inflación).
- Los bancos centrales deben ser cautos en sus intervenciones dado que los desalineamientos del tipo de cambio son bastante difíciles de identificar. Asimismo, las intervenciones para reducir la volatilidad cambiaria no deben defender un nivel explícito.
- La determinación del monto y el momento de la intervención resulta un ejercicio subjetivo, que depende principalmente de los choques que afecten a la economía.
- La intervención debe ser transparente y claramente especificada (tipo de instrumento) para garantizar la credibilidad del Banco Central. No obstante, esto no quiere decir que el Banco Central debe revelar sus tácticas de negociación al mercado, porque implicaría una pérdida de eficiencia en la intervención (en términos de monto y número de intervenciones).
- Las acciones para una buena práctica de las intervenciones se encuentran ligadas a las condiciones específicas de cada país, en donde podemos mencionar a la credibilidad propia del Banco Central, así como su participación en el mercado.

Referencias

- Bernanke B. y M. Gertler, (2000) "Monetary Policy and Asset Price Volatility" NBER working paper.
- Canales-Kriljenko, Guimaraes y Karacadag (2003) "Official Intervention in the Foreign Exchange Market - Elements of Best Practice", IMF Working Paper WP/03/152.
- Hansen, Lars y Thomas Sargent, 2004, "Robust Control and Economic Model Uncertainty". Princeton University Press.
- Meese, R, 1986, "Testing for bubbles in Exchange Markets: A case of sparkling rates?", *Journal of Political Economy*, 94, pp 345-73.
- MacDonald, R y Mark Taylor, 1993, "Risk, Efficiency and Excessive Speculation in the Deutschmark-US Dollar Exchange Market: Some Evidence using Survey Data", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 50, pp 107-123.
- Svensson, Lars, 2000, "Robust Control Made Simple" Princeton University Press.
- Shiller, Robert, 2000, "Irrational Exuberance". Princeton University Press.
- Walsh, Carl, 2004, "Precautionary Policies", *RFBSF Economic Letter*, N° 2004-05.

-
- 1/ En los mercados financieros las burbujas se conocen como "Exhuberancia Irracional". Término acuñado por Alan Greenspan para describir el momento más intenso de un ataque especulativo en los mercados financieros, para mayores referencias, ver, Shiller, 2000. Hay que precisar que no todas las burbujas financieras son necesariamente irracionales (Bernanke y Gertler, 2000).
 - 2/ La literatura de finanzas del comportamiento del inversor "Behavioral Finance"- (ver Thaler R., "Advance in Behavioral Economics", 1993) señala que entender el comportamiento tanto de agentes racionales como irracionales es importante para explicar los movimientos de los activos. Es decir, para entender el mercado es clave considerar el efecto de un comportamiento irracional de un grupo de agentes. Asimismo, modelos de "decisión irracional" en línea de Tversky y Kahneman ("The Framing of Decisions and the Psychology of Choice", 1981, *Science* 453-458) pueden ayudar a explicar el comportamiento de mercados especulativos.
 - 3/ Evidencia empírica que muestra la existencia de burbujas en el mercado del dólar y la libra esterlina se encuentra en Meese (1986) y para otros mercados similares en MacDonald y Taylor (1993).
-