

Las mejores prácticas de las intervenciones en el mercado cambiario

JORGE IVÁN CANALES-KRILJENKO,
ROBERTO GUIMARAES Y CEM KARACADAG*

Este artículo resume el trabajo del mismo título¹ donde se discute los aspectos operativos de la intervención oficial en el mercado cambiario, sobre todo en países en desarrollo con regímenes de tipo de cambio flexible.

* Funcionarios del Fondo Monetario Internacional (FMI).



Los autores señalan que, a diferencia de los bancos centrales de economías desarrolladas, los de economías en desarrollo tienden a intervenir con mayor frecuencia en el mercado cambiario.

INTERVENCIONES OFICIALES EN EL MERCADO DE DIVISAS

La separación entre el nivel del tipo de cambio a corto plazo y los parámetros macroeconómicos fundamentales puede justificar la intervención esterilizada². En particular, la intervención puede utilizarse para estabilizar las expectativas del mercado, apaciguar el desorden en el mercado cambiario, y frenar movimientos injustificados del tipo de cambio derivados de perturbaciones temporales.

La intervención cambiaria no es una herramienta de política independiente, pues su efectividad depende de la consistencia entre el nivel de tipo de cambio objetivo de la intervención y los fundamentos macroeconómicos. Una intervención prolongada en un solo sentido y en gran escala probablemente indicaría que la combinación de políticas es insostenible y que se necesita una modificación de la política cambiaria o de otras políticas macroeconómicas.

CANALES DE INFLUENCIA

La intervención cambiaria puede afectar al tipo de cambio a través de tres canales: el de señalización, el de recomposición de portafolio y el de micro-estructura. En el primero, la intervención cambiaria actúa como una señal del comportamiento futuro de la política monetaria. Así, una intervención de venta de dólares genera una apreciación de la moneda local, ya que es consistente con una señal de política monetaria restrictiva en el futuro si es que se mantienen las presiones al alza sobre el tipo de cambio. Bajo este canal, la efectividad de la intervención depende del grado de credibilidad institucional y de las políticas del banco central. En países con baja credibilidad, el tamaño relativo de la intervención debe ser mayor para dar una señal más fuerte del compromiso con la política monetaria futura.

En el segundo canal, la intervención esterilizada altera la oferta relativa de valores en moneda nacional frente a los valores en moneda extranjera. Como el cambio en la oferta altera el equilibrio inicial, los agentes tratan de recomponer sus carteras iniciales. Como ello no es posible a nivel agregado, se generan presiones para el cambio en los precios relativos, lo que se logra con una modificación del tipo de cambio. Bajo este canal, la efectividad de la intervención cambiaria no está



LA EFECTIVIDAD. Depende del grado de credibilidad institucional, señala el paper N° 249 del FMI.

relacionada con la credibilidad del banco central, por lo que este canal tiene un mayor impacto en los países en desarrollo con baja credibilidad.

En el canal de micro-estructura, la intervención oficial puede afectar el flujo agregado de órdenes de compra y venta de dólares, lo cual refleja la presión neta en el mercado cambiario. Además de afectar directamente el flujo agregado a través del volumen de la intervención misma, la cual será mayor mientras más grande sea dicho volumen respecto al tamaño del mercado, la intervención oficial puede afectar los flujos de órdenes del resto de la economía en la medida que afecte las expectativas de los agentes del mercado. Si se percibe que el banco central tiene un mayor conocimiento de las políticas monetaria y cambiaria futuras y está mejor preparado para identificar e interpretar los fundamentos macroeconómicos, las órdenes de los agentes del mercado cambiario se alinean con la intervención del banco central, por lo que incrementa su efectividad.

OBJETIVOS DE LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA

Aún bajo un régimen de tipo de cambio flexible, el banco central puede intervenir en el mercado cambiario para corregir desalineamientos del tipo de cambio, ordenar el mercado cambiario, acumular reservas internacionales o proveer al mercado de moneda extranjera.

Corregir un desalineamiento del tipo de cambio permite evitar el impacto negativo sobre la competitividad de las exportaciones y la posición de liquidez externa.

¹ Jorge Iván Canales-Kriljenko, Roberto Guimaraes y Cem Karacadag. 2006. "Best Practices in Official Interventions in the Foreign Exchange Market". Occasional Paper N° 249. FMI, Washington, DC.

² Intervención esterilizada: Compras o ventas de moneda extranjera efectuadas por bancos centrales que son acompañadas por operaciones compensatorias de mercado abierto de modo que la base monetaria permanezca inalterada.

Restablecer la liquidez al mercado cambiario cuando el mercado esta “desordenado” permite atraer nuevamente a ofertantes y demandantes de moneda extranjera que han optado por mantenerse al margen del mercado. Este problema es detectado mediante indicadores como el incremento del diferencial bid-offer o cambios repentinos del nivel y composición del monto negociado en el mercado.

Acumular reservas internacionales es un objetivo importante en países en desarrollo que buscan aumentar la confianza de los inversionistas, fortalecer su capacidad de repago de la deuda externa y aumentar su posición de liquidez externa.

Proveer la oferta de moneda extranjera en el mercado se presenta especialmente en aquellos casos donde existe una alta participación de las empresas públicas en el sector exportador y el banco central es el proveedor de moneda extranjera del sector público.

ASPECTOS DE POLÍTICA DE LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA

Regla o discreción. Una pregunta que surge con respecto a la intervención cambiaria es si ésta debe seguir alguna regla de intervención predeterminada o si debe responder a una decisión discrecional del banco central. La política de intervención discrecional permite que el banco central se acomode a las condiciones del mercado cambiario, y le da margen de maniobra. La discrecionalidad es importante cuando existe un ancla nominal diferente a la cambiaria, como en el caso del esquema de metas

explícitas de inflación. Asimismo, la existencia de reglas puede llevar a que los agentes puedan tomar ventaja del banco central.

Monto. El monto de intervención debiera ser suficiente para alcanzar el objetivo, usualmente un múltiplo de una orden típica del mercado. El monto depende del efecto de la intervención sobre las expectativas de los agentes y sobre las órdenes de compra y venta de moneda extranjera. Si los agentes modifican sus expectativas en línea con la intervención del banco central, el monto óptimo de la intervención se reduce.

Oportunidad. En cuanto al momento óptimo, el banco central debe evaluar la existencia de un desalineamiento del tipo de cambio o desorden en el mercado cambiario. Si el objetivo es alinear el tipo de cambio a su nivel de equilibrio, la intervención debería solamente responder a choques temporales. En cambio, si el objetivo es corregir condiciones desordenadas del mercado, el banco central debería intervenir cuando sea necesario aumentar la liquidez en moneda extranjera. Para detectar una situación de iliquidez en el mercado cambiario, se utilizan indicadores como la aceleración en los cambios de precio, el aumento del diferencial bid-offer o del monto negociado en el mercado interbancario relativo al monto negociado con el público.

Otro indicador de las condiciones de mercado es la volatilidad del tipo de cambio. Sin embargo, debe mencionarse que es necesario mantener cierta varia-

En cuanto al momento óptimo, el banco central debe evaluar la existencia de un desalineamiento del tipo de cambio o desorden en el mercado cambiario



RIN. Acumular reservas internacionales es un objetivo importante en países en desarrollo que buscan aumentar la confianza de los inversionistas.

bilidad para que los agentes incorporen el riesgo cambiario en sus decisiones, de lo contrario se aliena la dolarización financiera y, por ello, la vulnerabilidad derivada de la hoja de balance.

Dirección. Para los países en desarrollo, es recomendable evitar que el banco central intervenga en una misma dirección por un período prolongado.

Transparencia. Un incremento de la transparencia en la política de intervención puede mejorar la credibilidad del banco central. Por otro lado, en los casos en los que se cuente con credibilidad, la trans-

La intervención puede utilizarse para estabilizar las expectativas del mercado

parencia puede mejorar la efectividad a través del efecto señal. Esto implica: el anuncio oficial de la participación del banco central en el mercado cambiario, la revelación de su presencia durante la operación, o un comunicado publicado luego de la operación. Sin embargo, esto no incluye la revelación de sus tácticas de intervención, pues reduciría su efectividad. Con todo, existen casos en los que los bancos desean actuar en secreto. Así, por ejemplo, si desean enfrentar un pánico colectivo (comportamiento de rebaño) y dar una sensación de que hay operadores que están tomando posiciones contrarias a las del grupo.

ASPECTOS TÉCNICOS DE LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA

■ **Tipo de contrato.** En la elección del tipo de mercado en el que interviene el banco central, se recomienda su participación en el mercado spot interno³ debido a que afecta directamente al tipo de cambio y presenta un mayor grado de liquidez que los mercados de derivados.

■ **Moneda.** La intervención cambiaria debe realizarse en una sola moneda para evitar el riesgo de fluctuaciones entre monedas. En los países en desarrollo, las intervenciones se deben realizar en dólares, la principal moneda con la que se negocia la moneda local, aún en países con una alta proporción de comercio con la Eurozona o en aquellos países con un tipo de cambio fijo a una canasta de monedas.

■ **Contraparte.** Para elegir el tipo de agente con el que se realiza la transacción, existen ciertos criterios relacionados al nivel de transparencia. En un entorno competitivo, es preferible realizar operaciones con los creadores de mercado, ya que promueve el desarrollo del mercado interbancario de moneda extranjera y evita realizar muchas transacciones de poca magnitud. Así, se facilita la operación del banco central, pues son los creadores de mercado quienes realizan luego transacciones con otras entidades autorizadas.

Si existen controles cambiarios, el banco central debe transar directamente también con las casas de cambio y con el mercado paralelo. En este mercado, la intervención cambiaria afecta las expectativas de los agentes y así al tipo de cambio del mercado interbancario. Sin embargo, se incrementa el costo de la intervención cambiaria al negociar con agentes más riesgosos.

CONCLUSIONES

La intervención no es una herramienta de política independiente, pues para ser efectiva debe ser consistente con las políticas macroeconómicas. Su efectividad se reduce en el largo plazo cuando los movimientos se originan por cambios en los fundamentos. Deben de evitarse intervenciones prolongadas en una sola dirección.

Con respecto a los temas operativos, es difícil determinar el momento y monto óptimos de una intervención, pues depende de la naturaleza de los choques que generan presiones sobre el tipo de cambio, de los indicadores del mercado y de la cantidad de reservas. Por ello, es importante que exista cierto grado de discrecionalidad. La menor frecuencia de las intervenciones mejora su efectividad al maximizar el elemento sorpresa.

Para aumentar el grado de credibilidad del banco central, los objetivos de intervención deben ser especificados con claridad y transparencia.

La intervención debe realizarse de preferencia en un mercado líquido como el mercado spot, donde existe una mayor variedad de agentes con los que se puede realizar transacciones de compra y venta de dólares y donde la intervención cambiaria afecta directamente al tipo de cambio spot.

³ Mercado spot: mercado para entrega inmediata en contraposición al mercado de futuros. En el mercado spot de divisas, la entrega es efectuada normalmente a los dos días hábiles.