



EL MIEDO A FLOTAR Y LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA: EN COLOMBIA A SU JUSTA MEDIDA

En la última década la gran mayoría de economías emergentes adoptó un régimen de tipo de cambio flexible en respuesta a los procesos de globalización y a la extensión de los vínculos transfronterizos, que generaron cambios significativos en los flujos de capitales.

Pese a esta decisión, varios países aún muestran temor a dejar flotar libremente su moneda, por los efectos que este fenómeno puede tener sobre los términos de intercambio. En este sentido, la intervención cambiaria se ha convertido en una práctica común de las economías emergentes, que traspasa los principios de un esquema de libre flotación.

En América Latina esta tendencia se intensificó desde el año pasado, período en el cual se dieron cambios significativos en el contexto externo que se han mantenido a lo largo de 2005 y que continúan generando presiones revaluacionistas sobre las monedas de la región.

Colombia no ha sido ajena a esta tendencia, pues desde 2004 la autoridad monetaria ha buscado frenar la apreciación del peso, interviniendo directamente en el mercado, tomando medidas de regulación sobre la posición propia de contado de los bancos, imponiendo controles a los flujos de capital de corto plazo y efectuando modificaciones en los niveles de las tasas de interés.

En esta edición de la Semana Económica se hará un recuento de las transformaciones que se han dado en materia cambiaria en las economías emergentes y cómo éstas han sido determinantes en las decisiones de política monetaria. Adicionalmente, se analiza la situación de intervención cambiaria en Colombia recientemente, su efectividad y los

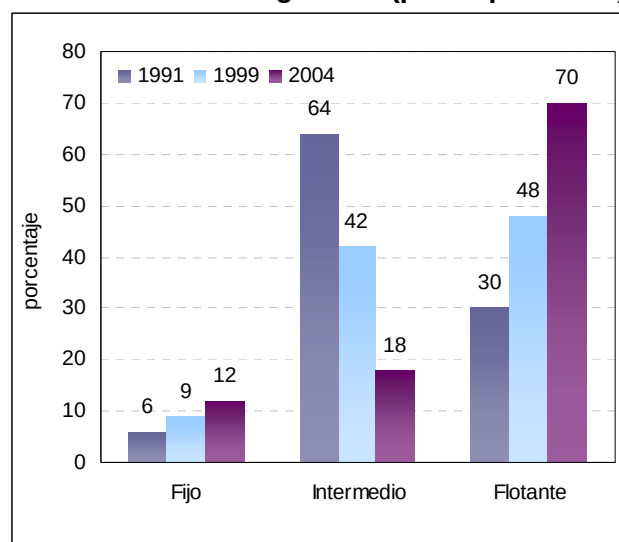
dilemas de política a los cuales se ve enfrentado el Banco de la República.

Hacia la libre flotación

En los últimos años las economías emergentes han registrado importantes transformaciones en sus regímenes de tipo de cambio, afines en su mayoría con el desarrollo de políticas de estabilización, en donde se ha buscado alcanzar un mayor control de los agregados monetarios. Estos procesos se han desarrollado en un entorno internacional de importantes procesos de apertura e integración comercial, con significativos flujos de capital.

La libre flotación ha sido la figura de mayor preferencia por las autoridades económicas; en una muestra de 33 países emergentes, la participación de naciones con régimen flotante pasó de 30% a 70% entre 1991 y 2004 (gráfico 1).

Gráfico 1: Regímenes de tipo de cambio en 33 economías emergentes* (participación %)



* Estos países hacen parte de las regiones de África, Asia, Europa, Este Medio y América Latina.

Fuente: BIS

Esta tendencia ha estado acompañada de cambios en el direccionamiento de la política monetaria y específicamente en el manejo coherente de los instrumentos de intervención en un esquema de inflación objetivo. Estas políticas de estabilización se han convertido en los principales elementos a seguir por la mayoría de las autoridades monetarias.

En este sentido, cabe mencionar que a nivel mundial se han logrado importantes avances en materia de inflación. Para el caso de América Latina, por ejemplo, mientras que en 1997 se registró una inflación promedio de 12%, en 2004, esta descendió a 6,6%¹, evidenciando de la buena gestión que desempeñan la gran mayoría de bancos centrales de la región.

Temor a flotar

Pese a la conveniencia y a la acogida que han tenido los regímenes de libre flotación, muchos de los países que en la actualidad operan bajo este esquema se resisten a dejar que sus monedas fluctúen respondiendo únicamente a las fuerzas del mercado.

Este fenómeno ha sido común en Latinoamérica, donde existe la percepción de que la evolución de la tasa de cambio nominal genera importantes efectos sobre los términos de intercambio, el nivel general de precios, la dinámica de actividad doméstica y de paso sobre la credibilidad de las políticas monetarias². En este orden de ideas, las intervenciones de los Bancos Centrales con fines cambiarios han sido prácticas frecuentes que se han propuesto reducir la volatilidad de la tasa de cambio y/o modificar su tendencia disminuyendo las presiones revaluacionistas o devaluacionistas.

Tipos de intervención

Ante la persistencia del temor a flotar, la política monetaria ha tenido que adaptarse a las

necesidades de intervención cambiaria a través de dos mecanismos: mediante el manejo de las tasas de interés y por medio de la acumulación o desacumulación de reservas internacionales.

En el primer caso, un Banco Central puede variar su tasa de interés de referencia con el objetivo de estimular o desestimular la entrada de capitales, y por lo tanto aumentar o reducir la oferta de dólares en la economía. Pese a que esta medida es muy efectiva, puede tener efectos contraproducentes bien sea sobre el crecimiento económico o sobre la inflación, dependiendo de su direccionamiento.

En el segundo caso, el banco central puede optar por acumular o desacumular reservas internacionales para reducir las presiones sobre la tasa de cambio, afectando directamente la oferta o la demanda de divisas en el mercado cambiario. No obstante, este mecanismo tiene factores limitantes. En el primer caso existe la posibilidad de que se produzca una pérdida en el control de la inflación en particular si no se tienen los instrumentos necesarios para realizar los procesos de esterilización³, o el agotamiento de reservas internacionales en el segundo caso.

Intervención vía reservas en América Latina

Históricamente se ha comprobado que la intervención cambiaria vía tasas de interés, puede generar efectos adversos sobre la dinámica de la economía. Este fenómeno ha determinado que recientemente los procesos de intervención mediante acumulación o desacumulación de reservas internacionales sean más atractivos para las autoridades monetarias. De hecho, en respuesta a los cambios en el contexto internacional y a las presiones revaluacionistas que se han generado sobre las monedas de América Latina en los dos últimos años, algunos Bancos Centrales de la región han optado por aumentar

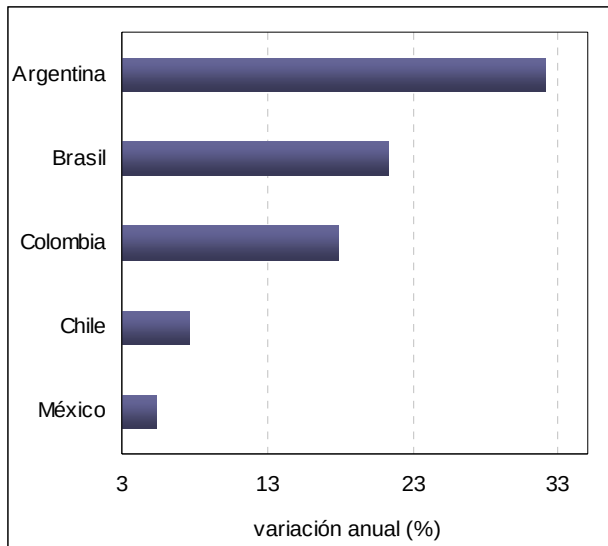
¹ Estos promedios se calcularon con la información del FMI para 17 países.

² Calvo, A Guillermo and Carmen M Reinhart (2002). "Fear of floating". Quarterly Journal of Economics.

³ La esterilización hace referencia a la utilización de operaciones de mercado para absorber los aumentos o disminuciones de liquidez, generados por la intervención vía acumulación o desacumulación de reservas para dejar inalterados los agregados monetarios.

significativamente sus reservas internacionales. Entre estos países, además de Colombia, se destacan Brasil, Chile, México y Argentina, los cuales, en mayo de 2005, mostraron un crecimiento anual en su saldo de reservas internacionales de 21,2%, 7,7%, 5,4% y 32%, respectivamente, registros sin precedentes en la historia reciente de estas economías.

Gráfico 2: Variación anual reservas internacionales (mayo de 2005)



Fuente: Bancos Centrales

Cabe mencionar que a pesar de que este mecanismo es mucho más efectivo cuando no hay esterilización, al presionar de paso a la baja las tasas de interés⁴, la inflación es una fuerte restricción que no puede perderse de vista. De hecho, Argentina es una de las naciones en las que recientemente se ha evidenciado esta situación. Con su política de acumulación de reservas al cierre de 2004, la base monetaria había crecido a un ritmo anual de 13% y las reservas 40%, y ante el riesgo evidente de pérdida de control sobre la inflación, el Banco Central se vio en la necesidad de intensificar la esterilización a través de una

mayor emisión de bonos NOBAC y LEBAC⁵ que le permitió reducir la oferta monetaria.

Estos procesos de intervención en los países mencionados, han logrado atenuar la apreciación de sus monedas estabilizándolas, con excepción de Brasil donde el real continúa su tendencia a la apreciación.

¿Qué ha pasado en Colombia?

Colombia no ha sido ajena a las presiones revaluacionistas y mucho menos a las intervenciones por parte de la autoridad monetaria. Sin duda, el alza en los precios internacionales de los productos básicos, el atractivo de las tasas de interés internas frente a las externas y la recuperación de la confianza en el desempeño de la economía, entre otros, son factores que continúan generando un exceso de oferta de dólares en el mercado cambiario, que solamente ha podido ser controlado gracias a la acumulación de reservas por parte del Banco de la República. Al 20 de mayo de 2005 las reservas internacionales netas totalizaron US\$13.341 millones, lo que implica un crecimiento anual de 17,8%.

Este mecanismo comenzó a ser implementado a principios del año pasado a través de las subastas *put*; sin embargo, de acuerdo con un estudio reciente del Banco de la República⁶, la efectividad de este tipo de medidas fue mínima, debido a que el mercado se encontraba en capacidad de anticiparse a la intervención del Banco.

Posteriormente, en septiembre de 2004 la autoridad monetaria decidió complementar su estrategia interviniendo de forma discrecional, por un monto de hasta US\$1.000 millones en lo que restaba del año. Adicionalmente anunció que la expansión monetaria haría parte de la provisión de liquidez de fin de año, con el

⁵ NOBAC: Notas del Banco Central de mediano plazo.

LEBAC: Letras del Banco Central de corto, mediano y largo plazo.

⁶ Toro, Jorge y Julio, Juan Manuel. "Efectividad de la intervención discrecional del Banco de la República en el mercado cambiario". Borradores de Economía - Banco de la República, junio de 2005.

⁴ BIS Papers 23 (2005). "Has globalisation reduced monetary policy independence?".

objetivo de evitar fuertes cambios en los agregados monetarios. Durante el mes de diciembre se intensificó el proceso de intervención discrecional y a su vez se tomó la decisión de cerrar la ventanilla de contracción (medida que hoy en día prevalece).

La efectividad de estas medidas se hizo evidente en los días inmediatamente posteriores a la decisión del Banco, cuando el país observó la detención de la caída del dólar. A lo largo del presente año, la autoridad monetaria ha mantenido su política de intervención discrecional, impidiendo que la cotización del dólar llegue a niveles inferiores a \$2.300 pesos.

Una intervención a la justa medida

Claramente la apreciación del peso ha respondido a factores coyunturales que en cualquier momento se pueden revertir, por lo que su condición de permanencia en el mediano plazo no es muy probable. Lo cierto es que de no ser por la intervención del Banco de la República, hoy en día la tasa de cambio se encontraría en un nivel mucho más bajo, con efectos negativos en los sectores exportadores.

No obstante la efectividad de la intervención, la duda que persiste en el común de la gente es: por qué no se ha intervenido más para lograr un aumento permanente de la tasa de cambio, y hasta qué punto se puede mantener la acumulación de reservas bajo un esquema de inflación objetivo.

De acuerdo con diversos estudios, dentro de los que se cuenta el recientemente publicado por el Banco de la República⁷, dentro de las características que debe cumplir una política de intervención vía reservas, para que sea efectiva, se destacan: a) que el Banco Central envíe señales que creen una expectativa de cambio permanente en la política monetaria (canal de señales); y b) que el tamaño de la intervención respecto del total de negociaciones en el mercado, sea suficiente para generar un impacto sobre la cotización de la moneda (canal de microestructura).

Al evaluar estos aspectos en Colombia, se encuentra en primer lugar que en la actualidad resulta casi imposible generar cambios en cuanto a las señales enviadas, pues la credibilidad frente al esquema de inflación objetivo es tal que los agentes confían en que la intervención discrecional sólo puede llegar hasta cierto nivel.

Por otro lado, aumentar el tamaño de las intervenciones en el mercado cambiario sería una medida difícil de llevar a cabo. Entre enero y mayo de 2005, el Banco de la República adquirió reservas internacionales por un monto total de US\$1.332 millones, valor que representó tan sólo el 2,8% del monto transado en el mercado *spot*, y la posibilidad de ampliar el tamaño de su intervención claramente se ve restringida por el comportamiento de la inflación con respecto a la meta establecida por la autoridad monetaria.

Adicionalmente, no hay que olvidar que un cambio importante en el portafolio del Banco, con una composición hacia un mayor monto de reservas internacionales, implicaría un costo de oportunidad, que además de afectar su balance cuasifiscal, deterioraría de paso el consolidado de nuestras finanzas públicas. Este fenómeno se produciría debido a la menor rentabilidad que hoy ofrecen las reservas internacionales con respecto a otros activos, como por ejemplo los títulos emitidos por el Gobierno.

Lo cierto es que por ahora es poco factible que el Banco de la República abandone su política de intervenciones. En primer lugar debido a que hoy en día existe mayor evidencia de los impactos desfavorables que produce una revaluación prolongada sobre la actividad económica, y en segundo lugar como consecuencia de que no se han detectado riesgos para el logro de la meta de inflación.

No obstante, es altamente probable que si se llega a poner en riesgo este último objetivo, el Banco de la República replanteará su política de intervención.

⁷ Ibid.