



Flexibilidad cambiaria y acumulación de reservas en América Latina

Por Roberto Frenkel y Martín Rapetti
Diciembre de 2009

En condiciones de inflación baja, como ha sido el caso de las mayores economías de América Latina (AL) desde finales de los años 90, las políticas cambiarias aplicadas han mostrado que la flexibilidad es altamente valorada. Es comprensible, la ausencia de compromisos con relación al tipo de cambio nominal (TCN) provee de flexibilidad a la economía para ajustarse a los shocks externos sin generarle costos de pérdida de reputación a la autoridad monetaria. La ausencia de compromisos también elimina incentivos a los especuladores a apostar en el mercado cambiario en una sola dirección. Por otro lado, en sus elecciones de cartera entre activos y pasivos domésticos y externos los agentes deben asumir el riesgo cambiario. Consecuentemente, puede esperarse una menor exposición de las carteras a las variaciones del TCN y una menor fragilidad de los sistemas financieros frente a shocks externos.

La ausencia de compromisos con respecto al TCN no debe entenderse como sinónimo de flotación pura. Por el contrario, este último régimen cambiario no es el que exhibe el menor grado de compromiso. En la flotación pura, así como en la flotación administrada, la autoridad monetaria no establece compromisos con relación al nivel del TCN. Sin embargo, en la flotación pura la autoridad monetaria se compromete a no intervenir en el mercado de cambios y dar lugar a que el TCN sea determinado exclusivamente por las fuerzas del mercado. Un régimen cambiario de flotación administrada es más flexible porque le permite también a la autoridad monetaria intervenir cuando lo considera necesario. Este grado de libertad adicional parece ser altamente valorado por los bancos centrales de AL, ya que en la búsqueda de flexibilidad cambiaria ninguno de ellos adoptó un régimen de flotación pura. Esto incluye no solamente a los que declaran practicar la flotación administrada, como el banco central de Argentina, sino también a los bancos centrales de países que adoptaron regímenes de flotación con "*inflation targeting*" (FIT) (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).



Los beneficios del régimen de flotación administrada residen en que éste provee de la misma flexibilidad para absorber shocks inesperados que un régimen de flotación pura, mientras que da lugar también a que la autoridad monetaria intervenga en el mercado cambiario e influya en la determinación del TCN. En los países en desarrollo esta opción es más apreciada que en los desarrollados, porque los efectos potenciales de los flujos de capital sobre el comportamiento del TCN son mayores y por la mayor importancia del TCN y del tipo de cambio real (TCR) en la determinación de otras variables nominales y reales. La preservación de la capacidad de intervenir en los mercados cambiarios e incidir en la determinación del TCN por parte de los bancos centrales de los países en desarrollo puede tener dos motivaciones: 1) para reducir la volatilidad y evitar la desalineación del TCN y 2) para inducir su tendencia.

Los regímenes de flotación administrada en AL han estado acompañados de una sistemática y masiva acumulación de reservas. Esto no ha sido una peculiaridad de la región sino un rasgo común entre los países en desarrollo en el período posterior a las crisis asiáticas. La literatura ha sugerido dos explicaciones principales a este comportamiento: el enfoque de la precaución y el enfoque del objetivo mercantilista. Ambos están enraizados en las diferentes motivaciones para influir en el TCN mencionadas arriba. El enfoque del objetivo mercantilista propone que la acumulación de reservas tiene el objetivo de preservar un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE), utilizado para promover las actividades comerciables. Por otro lado, el enfoque de la precaución sugiere que los países acumulan reservas para reducir la volatilidad y también para evitar movimientos importantes y prolongados del TCN en una dirección (depreciación o apreciación). Entre los países más grandes de AL, Argentina es el ejemplo más transparente de acumulación de reservas con objetivo mercantilista. En cambio, consideramos erróneo atribuir la acumulación de reservas de los países que practican los regímenes FIT a ese objetivo. En nuestra interpretación, su conducta ha sido preventiva y debe inscribirse en el motivo precaución.

¿Por qué debería un país acumular reservas con motivos precautorios? Después de la secuencia de crisis cambiarias y financieras de los años 90, la mayor parte de los economistas y funcionarios de gobierno dan por sentado que los flujos de



capital pueden tener efectos desestabilizadores sobre los tipos de cambio. Estos efectos pueden tomar varias formas. Los movimientos de capital pueden imponer una volatilidad de corto plazo excesiva, o generar importantes y prolongados desalineamientos del TCN con respecto a sus niveles de "equilibrio fundamental". Los bancos centrales podrían aspirar a reducir la volatilidad excesiva para brindar a los agentes locales un sistema de precios relativos más estable y facilitar la asignación de recursos. La lógica detrás de la prevención de desalineamientos importantes con respecto a los niveles fundamentales es fácilmente comprensible, ya que éstos han venido acompañados usualmente de altos costos económicos. Con relación a este último punto es importante resaltar que la prevención se refiere tanto a los casos de depreciación excesiva (*overshooting*) como a los de apreciación excesiva (*undershooting*). Los análisis de la acumulación de reservas con motivos precautorios se han concentrado típicamente en el primer caso y han pasado por alto el segundo.

Para prevenir corridas contra la moneda local los bancos centrales necesitan disponer de un cierto monto de reservas en moneda internacional. ¿Cuál es el nivel óptimo de esas reservas? Han sido sugeridos diversos criterios. Los más difundidos indican que las reservas deberían ser al menos iguales a la base monetaria, M2, la deuda externa de corto plazo, o 10% del PIB. En última instancia, el propósito de estos criterios es proporcionar un indicador para una variable no observable: el volumen de reservas que el público considera suficiente para que el banco central determine el TCN. Si este criterio es satisfecho, esto es, si el público cree que el banco central tiene reservas suficientes para satisfacer la demanda privada al nivel del TCN vigente, apostar a una devaluación no resulta rentable. Dado que el nivel óptimo de reservas es incierto, los bancos centrales tienen incentivos para acumular reservas por arriba de los indicadores convencionales mencionados. Sin embargo, aún considerando este sesgo a la sobreacumulación de reservas, muchos estudios han mostrado que la acumulación ha sobrepasado por mucho lo sugerido por los mencionados indicadores, particularmente en los países asiáticos. ¿Debería interpretarse esto como una indicación de que la acumulación de reservas está impulsada por motivaciones distintas que la prevención, por ejemplo, por estrategias mercantilistas? No necesariamente. Los indicadores convencionales de reservas precautorias óptimas especifican el nivel de reservas requerido para prevenir un



ataque especulativo o *overshooting*. Una vez alcanzado este nivel (más un monto adicional debido a la incertidumbre) los bancos centrales no necesitarían seguir acumulando reservas para prevenir los efectos potenciales de un *sudden-stop*. Sin embargo, si en esas circunstancias los países enfrentan un voluminoso influjo de capitales que empuja el tipo de cambio a niveles de apreciación excesiva, los bancos centrales se verían forzados a intervenir para prevenir esos efectos. La acumulación adicional de reservas que resultaría de estas intervenciones llevaría los niveles de reservas por arriba de los niveles óptimos, pero también estaría motivada por la precaución. En este caso, los bancos centrales acumularían reservas para prevenir un *undershooting* del tipo de cambio.

Las presiones a la apreciación excesiva que enfrentaron desde 2003 los países de AL que practican regímenes FIT los indujeron a acumular reservas, no para preservar un TCRCE sino para prevenir el *undershooting* de los tipos de cambio. Este parece ser especialmente el caso de Brasil, Chile, Colombia y México. Sus regímenes cambiarios fueron principalmente orientados a lograr objetivos de inflación baja, pero evitando que los TCR tomaran trayectorias insostenibles en ambas direcciones. Las intervenciones en los mercados cambiarios fueron útiles para evitar devaluaciones excesivas en el período 1999-2002 y apreciaciones excesivas en el período 2003-2008. Pese a esas intervenciones, el TCR en esas economías tendió a ser más volátil y proclive a la apreciación de lo que cabe esperar en un país que sigue una estrategia de preservación de un TCRCE, como Argentina entre 2003 y 2008 o Chile en el período 1985-1995.

El caso de Perú es más difícil de clasificar. Su régimen de flotación administrada ha tendido a mantener estable el TCR, pero no a un nivel particularmente competitivo. La política cambiaria peruana tiene incentivos semejantes a los de los otros países que practican FIT, pero su flotación administrada con intensa intervención en el mercado ha estado también orientada a preservar la estabilidad de su sistema financiero doméstico altamente dolarizado.

La acumulación de reservas en AL ha probado ser útil. Pocas dudas caben que las voluminosas existencias de reservas, conjugadas con la mayor flexibilidad de los TCN, fueron elementos esenciales para los bancos centrales en el manejo de los impactos de la crisis financiera internacional de 2007-2008. A pesar de la evaluación



escéptica de muchos analistas y de la posición adoptada por el FMI, después de esa experiencia sería una tarea muy difícil convencer a los bancos centrales de las ineficiencias de la acumulación de reservas.