



## PERSPECTIVAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

# A favor de la intervención

En las condiciones adecuadas, puede reducir la volatilidad monetaria injustificada

**Sukudhew Singh**

**C**uando los bancos centrales de las grandes economías del mundo redujeron drásticamente las tasas de interés después de 2008, las economías de mercados emergentes más pequeñas, especialmente las asiáticas, se encontraron con un torrente de capital que provocó una apreciación de sus monedas y una caída de sus tasas de interés. Ahora que los principales bancos centrales están endureciendo rápidamente sus políticas, los flujos financieros han dado un vuelco: se está registrando una depreciación de las monedas de los mercados emergentes y un aumento de la inflación, y los bancos centrales se encuentran ante presiones para incrementar las tasas de interés aunque el crecimiento esté estancado.

La integración económica y financiera mundial ha debilitado la transmisión de la política monetaria dentro de los países y ha convertido los factores internacionales en un determinante más fuerte de las condiciones económicas y los precios en el mercado interno. Las monedas de libre flotación son ideales para la mayoría de las economías de los mercados emergentes, pero los acontecimientos externos pueden descuadrar rápidamente la relación entre los tipos de cambio y los fundamentos económicos. La autonomía en materia de políticas solo está garantizada si las economías

son lo suficientemente sólidas para soportar la volatilidad de los tipos de cambio y un desajuste significativo.

La intervención en el mercado cambiario permite a las autoridades económicas moderar el ritmo y el alcance de la apreciación o depreciación de la moneda. También permite contrarrestar la presión sobre el tipo de cambio al reducir las expectativas unilaterales sobre el valor futuro de la moneda. Un sistema financiero más profundo favorece la intermediación, pero puede ser un arma de doble filo: una mayor disponibilidad de instrumentos financieros y una mayor liquidez pueden atraer más entradas de capital. Las economías abiertas de los mercados emergentes con grandes sistemas financieros integrados a escala mundial pueden mantener más reservas de divisas e intervenir más enérgicamente para evitar una excesiva volatilidad. De todas maneras, las intervenciones que surten efecto no están garantizadas.

### Intervenciones eficaces

Son varios los factores que contribuyen a que una intervención tenga más posibilidades de funcionar. Para resumir, me centraré aquí en los factores que generan resultados positivos a la hora de defender una moneda que se está depreciando.

- **Nivel de reservas de divisas:** Las reservas extranjeras no son costosas, pero son invaluable cuando el tipo de cambio se ve sometido a presiones de depreciación excesivas. Son todavía más importantes para los países con tipos de cambio vinculados (como la Región Administrativa Especial de Hong Kong) o marcos monetarios basados en el tipo de cambio (Singapur).
- **Solidez de la economía y el sistema financiero internos:** La solidez de estos elementos fundamentales ofrece al banco central una mayor flexibilidad para decidir el grado de intervención y dejar que el tipo de cambio fluctúe. Permite una intervención más eficaz porque el banco central no tiene que participar activamente en las operaciones de liquidez que socavan sus intervenciones en divisas (véase el cuarto punto).
- **Tipo de cambio previsto “defendible”,** en el sentido de que refleja los fundamentos económicos: La presión sobre la moneda debido a las salidas sostenidas en las cuentas comerciales y corriente de la balanza de pagos suele deberse a que no se ha logrado crear una economía diversificada, competitiva e integrada a escala mundial. La intervención no será de ayuda. Si unos débiles fundamentos internos, como un gran déficit fiscal, un crecimiento monetario excesivo o una inflación elevada, afectan al tipo de cambio, la intervención tampoco servirá de nada. Salvo que se haga un esfuerzo decidido para resolverlas, esas debilidades seguirán influyendo negativamente en la moneda.
- **Medidas de los bancos centrales para gestionar las consecuencias de la intervención en la liquidez:** Cuando el

banco central interviene para defender el tipo de cambio, reduce la oferta de moneda local y aumenta la oferta de monedas extranjeras. Si los demás factores no varían, el tipo de cambio de la moneda local se verá favorecido. La menor liquidez en moneda local se traduce en un aumento de las tasas de interés internas, lo que supone un apoyo adicional para el tipo de cambio. No obstante, el banco central normalmente quiere proteger la economía nacional frente a las elevadas tasas de interés. También es probable que el gobierno esté descontento con el mayor costo de financiamiento de la deuda pública. Así pues, el banco central suele inyectar liquidez de nuevo en el sistema bancario para mantener las tasas de interés locales relativamente estables, pero socavando sus esfuerzos de reforzar la moneda. Si una moneda más débil provoca una mayor inflación interna, estas operaciones de liquidez no solo debilitan el tipo de cambio, sino también la estabilidad de los precios internos. Esto resta eficacia a la política monetaria y las intervenciones.

- **Apertura de la cuenta de capital:** Las economías abiertas de los mercados emergentes presentan diferentes grados de apertura, sobre todo en lo que se refiere a la cuenta de capital. Una cuenta de capital abierta puede facilitar los flujos bidireccionales en circunstancias normales, pero los flujos unidireccionales cuantiosos durante los períodos de inestabilidad pueden desbordar la capacidad del banco central para estabilizar la moneda. De todas maneras, es crucial evitar grandes fluctuaciones en el tipo de cambio debido a la facilidad con la que residentes y no residentes pueden generar flujos financieros a corto plazo en respuesta a las expectativas sobre el tipo de cambio.
- **La exposición del sector privado a la moneda extranjera y su grado de cobertura:** En las economías de mercados emergentes, el banco central debe hacer un seguimiento exhaustivo de esta exposición e incluso regularla para garantizar que no suponga un riesgo para la estabilidad económica y financiera nacional. Sin estas precauciones, la presión sobre el tipo de cambio a raíz de la compra de moneda extranjera por la situación de pánico puede anular el efecto de las intervenciones para favorecer la moneda.

### Suficiencia de las reservas

El nivel de reservas es importante para la intervención, pero también para infundir confianza en la capacidad de un país de solventar sus obligaciones en el mundo. Mantener un volumen suficiente de reservas es una consideración importante en materia de políticas.

Una forma de reducir la demanda de reservas del banco central es **desarrollar el mercado local de moneda extranjera** y brindar así más oportunidades para la intermediación privada de los flujos de monedas extranjeras y para nuevos instrumentos de cobertura. Esto debería reducir la

frecuencia de intervención del banco central. Un problema habitual en momentos de incertidumbre es que las monedas extranjeras se agoten debido al exceso de demanda o acaparamiento. En última instancia, las reservas del banco central deben servir de nuevo como mecanismo de seguridad.

La sostenibilidad de las reservas también **depende de su procedencia**. Las reservas constituidas a partir de superávit por cuenta corriente y flujos de inversión extranjera directa suelen ser más fiables que las reservas procedentes de flujos de cartera a corto plazo. Las reservas deben acumularse en épocas de bonanza. Los bancos centrales de las economías de mercados emergentes suelen ser vulnerables a las presiones políticas que desvían las reservas existentes a otros fines. Esto aumenta la vulnerabilidad de los países y limita la capacidad de los bancos centrales para intervenir cuando lo necesiten.

Son **fuentes de reservas de emergencia**. El financiamiento del FMI es una opción, pero es una opción de último recurso para muchos países, especialmente los asiáticos. Los países también cuentan con acuerdos bilaterales de crédito recíproco (*swap*) para ofrecer liquidez de emergencia en dólares o en monedas locales. Entre las economías de la ASEAN+3, un acuerdo de mancomunación de recursos por valor de USD 240.000 millones, conocido como el Acuerdo de Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai, brinda apoyo en forma de liquidez para las economías regionales en períodos de tensión externa. Sin embargo, no ha reducido el interés de las economías de la ASEAN+3 en constituir sus propias reservas por varios motivos, como la independencia en materia de políticas.

Cuando las reservas están agotándose, o los flujos de capital son de tal magnitud que hay pocas posibilidades de que la intervención surta efecto, hay que aplicar más medidas directas para recuperar la estabilidad. Las autoridades pueden estudiar legítimamente **medidas para restringir los flujos financieros**. El éxito de una intervención depende de muchos factores que también inciden en la eficacia de los controles de capital. Las autoridades que imponen controles de capital también deben ser cautas a la hora de retirarlos, hacerlo de manera prematura puede ser tan arriesgado como mantenerlos demasiado tiempo.

Los controles de capital, si se aplican correctamente, pueden actuar como interruptor para preservar las reservas extranjeras y ofrecer a las autoridades cierto margen temporal para que las reformas reduzcan las vulnerabilidades y estimulen la economía, sin la preocupación de la inestabilidad externa. La confianza en la economía local se debe restablecer mediante políticas creíbles, y después los controles pueden reducirse gradualmente y eliminarse. **FD**

**SUKUDHEW SINGH** fue Gobernador Adjunto del Bank Negara Malaysia (Banco Central de Malasia) entre 2013 y 2017.