



# **HACIA UN ESQUEMA DE FLOTACIÓN CAMBIARIA**

**Francisco de Paula Gutiérrez  
29 de mayo del 2008**



# Temario

- **Visión global: metas de inflación**
- **Flotación cambiaria:**  
**¿De qué estamos hablando?**
- **Proceso de transición del esquema cambiario: El sistema de bandas**
  - Avances
  - Pendientes
- **Acontecimientos recientes**



# **Visión global: Metas de inflación**

- **Últimos meses: amplia cobertura mediática al tema del régimen cambiario y, recientemente, a la evolución del mercado cambiario**
- **El Banco ha sido claro que la reforma cambiaria es parte del diseño integral de un nuevo esquema de política monetaria**
- **El objetivo ha sido y es lograr una reducción sostenible de la inflación**

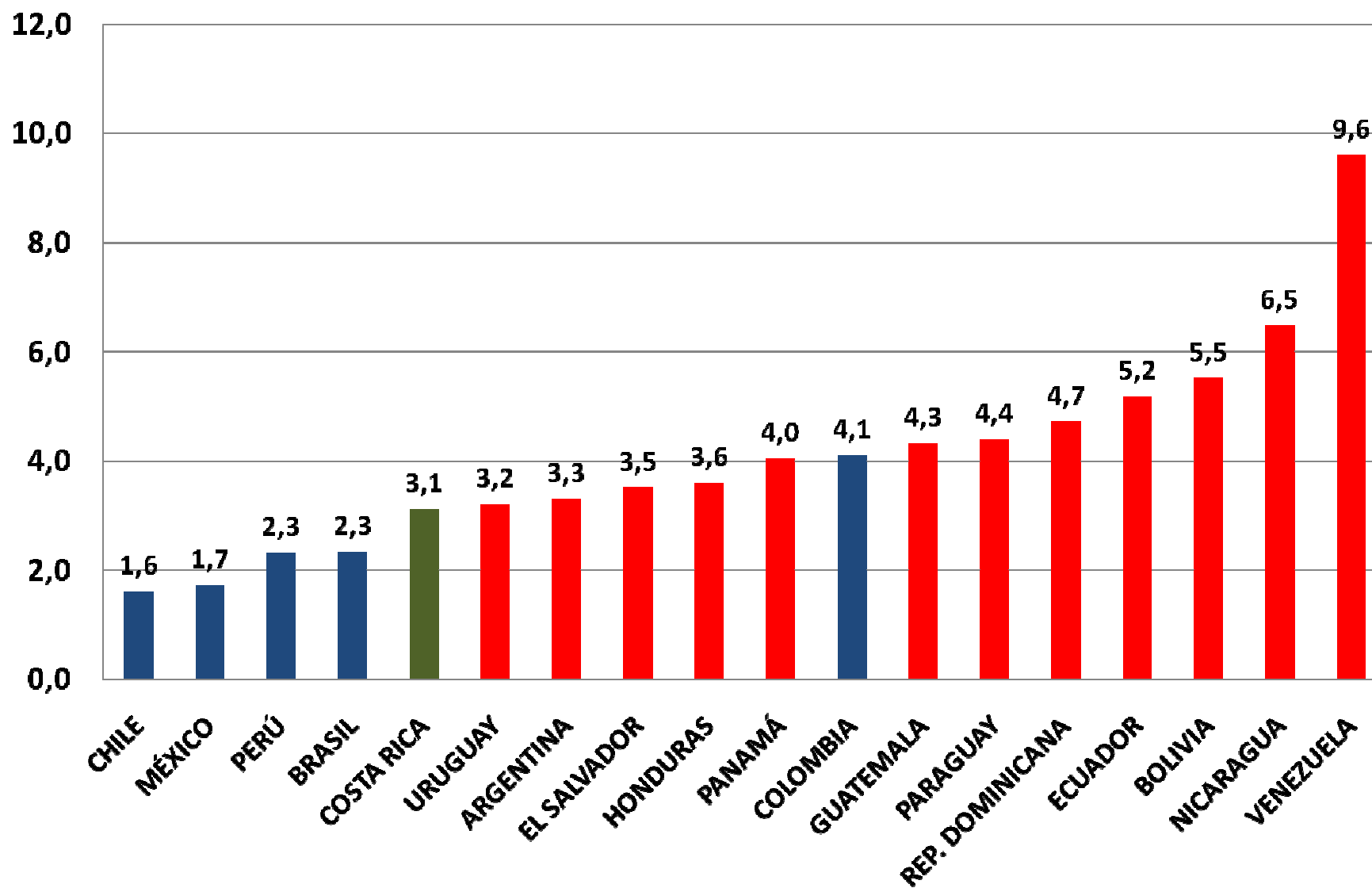


# Visión global: Metas de Inflación

- Banco decidió migrar ordenada y gradualmente hacia un esquema de Metas de Inflación, al reconocer dificultades y limitaciones para lograr inflaciones bajas y estables con esquema de metas monetarias y política de minidevaluaciones, debido a:
  - Problema de la “trinidad imposible”
  - Problema de pérdidas
- Esquema ha sido exitoso en al menos veinticuatro países, incluyendo varios de América Latina (Chile, Brasil, México, Colombia, Perú)
- En estos países, cambio no se dio de la “noche a la mañana”



## AMÉRICA LATINA TASA INFLACIÓN ACUMULADA ENERO-ABRIL 2008





# Visión global: Metas de Inflación

- **Metas de Inflación es un régimen de política monetaria en el cual el Banco Central utiliza sus instrumentos de control monetario para estabilizar la tasa de inflación alrededor de un valor numérico previamente anunciado**
- **Objetivo: Anclar las expectativas de inflación vía compromiso creíble por parte del Banco Central en mantener la inflación baja y estable.**
- **Imprescindible conocer cómo se gesta la inflación, variables que la explican, control del Banco Central sobre dichas variables y rezagos entre la acción de política y su efecto sobre la tasa de inflación.**



# **Visión global: Metas de inflación**

- **Éxito del régimen depende de anclar las expectativas alrededor de la meta definida y comunicada al público por el Banco Central**
- **Intervención del Banco Central es para combatir las tendencias que impidan alcanzar la meta inflacionaria**
- **En tanto agentes económicos reconozcan el compromiso del Banco en alcanzar la inflación propuesta, alineamiento entre meta de inflación y expectativas**
- **Régimen de transparencia y de rendición de cuentas**



# Hacia un sistema cambiario de flotación administrada



# **Sistemas cambiarios de flotación**

## **¿De qué estamos hablando?**

- **El Fondo Monetario Internacional define dos regímenes cambiarios de flotación:**
  - **Flotación independiente.**
  - **Flotación administrada.**
- **Explícitamente, se reconoce que el esquema de flotación pura sin intervención alguna de la autoridad cambiaria es un extremo teórico.**



# Flotación Independiente

## Definición del FMI:

- “El tipo de cambio es determinado por el mercado con alguna intervención cambiaria oficial tendente a moderarlo o a prevenir fluctuaciones no deseadas, en lugar de establecer un nivel para éste.”

Ejemplos: Brasil ,Chile, México, Nueva Zelanda.



# Flotación independiente

- “Luego de experimentar con variados esquemas de manejo macroeconómico en los últimos cuarenta años, hemos adoptado un esquema de metas de inflación flexible para guiar la política monetaria y una política de flotación del tipo de cambio en la que el Banco Central se reserva el derecho a intervenir ante situaciones excepcionales.”
- “En todo caso, como hemos señalado en múltiples oportunidades, la flotación cambiaria es la norma pero no es un dogma: admite intervención cambiaria en casos excepcionales, tal como lo hicimos en 2001 y 2002. Las medidas se determinan caso a caso, pero tienen en común la percepción fundada de que existe un desalineamiento cambiario significativo, que se considera dañino, unida a la presunción también fundada de que la acción de intervenir podría tener un efecto estabilizador.”

José De Gregorio, Presidente  
Banco Central de Chile



# Flotación Administrada

## Definición del FMI:

- “La autoridad monetaria intenta influenciar el tipo de cambio pero sin establecer un objetivo o sendero específico. Los indicadores para administrar el tipo de cambio son en gran medida discrecionales (ejemplo: la posición de la balanza de pagos, las reservas internacionales, el comportamiento del mercado paralelo) y los ajustes pueden no ser automáticos. La intervención puede ser directa o indirecta.”



## **Flotación administrada**

- **El banco central acepta ante la comunidad que influenciará el TC, pero sólo anuncia objetivos generales, no metas o rangos.**
- **Las metas pueden ser modificadas a lo interno del banco y pueden ser defendidas o no a su criterio.**
- **Por ello, algunos afirman que la FA es un tipo más de régimen intermedio: la diferencia es que no se anuncian explícitamente metas y por tanto no existe un compromiso cambiario específico.**



# Intervención cambiaria

- **En general, son operaciones del banco central en mercados cambiarios de contado o a plazo o incluso utilizando instrumentos monetarios con el objetivo de:**
  - **influenciar el nivel del TC, dirigiéndolo hacia una meta cambiaria (competitividad o inflación) o hacia equilibrio (reducir desalineamiento)**
  - **reducir variabilidad**
  - **calmar desórdenes temporales del mercado,**
  - **proveer o adquirir divisas para atender necesidades de compra y venta del sector público y propias**
  - **lograr determinada meta de RIN.**



## **Elementos sobre la intervención a definirse en flotación administrada**

- **Objetivos**
- **Mecanismos de intervención**
- **Montos de las intervenciones**
- **Mercados en los que se interviene y contrapartes**
- **Fechas y horarios**
- **En secreto o anuncio público ex ante o ex post.**



# El caso de Colombia

- **Objetivos de la política cambiaria:**
  - “La estrategia de política monetaria ha sido implantada dentro de un régimen de flexibilidad cambiaria, sujeto a unas reglas de intervención con las cuales se han buscado los siguientes objetivos:
    - Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales que reduzcan la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos, tanto de cuenta corriente como de capital,
    - Limitar la volatilidad excesiva de la tasa de cambio en horizontes cortos, y
    - Moderar apreciaciones o depreciaciones excesivas que pongan en peligro el logro de las metas de inflación futuras, y la estabilidad externa y financiera de la economía.”

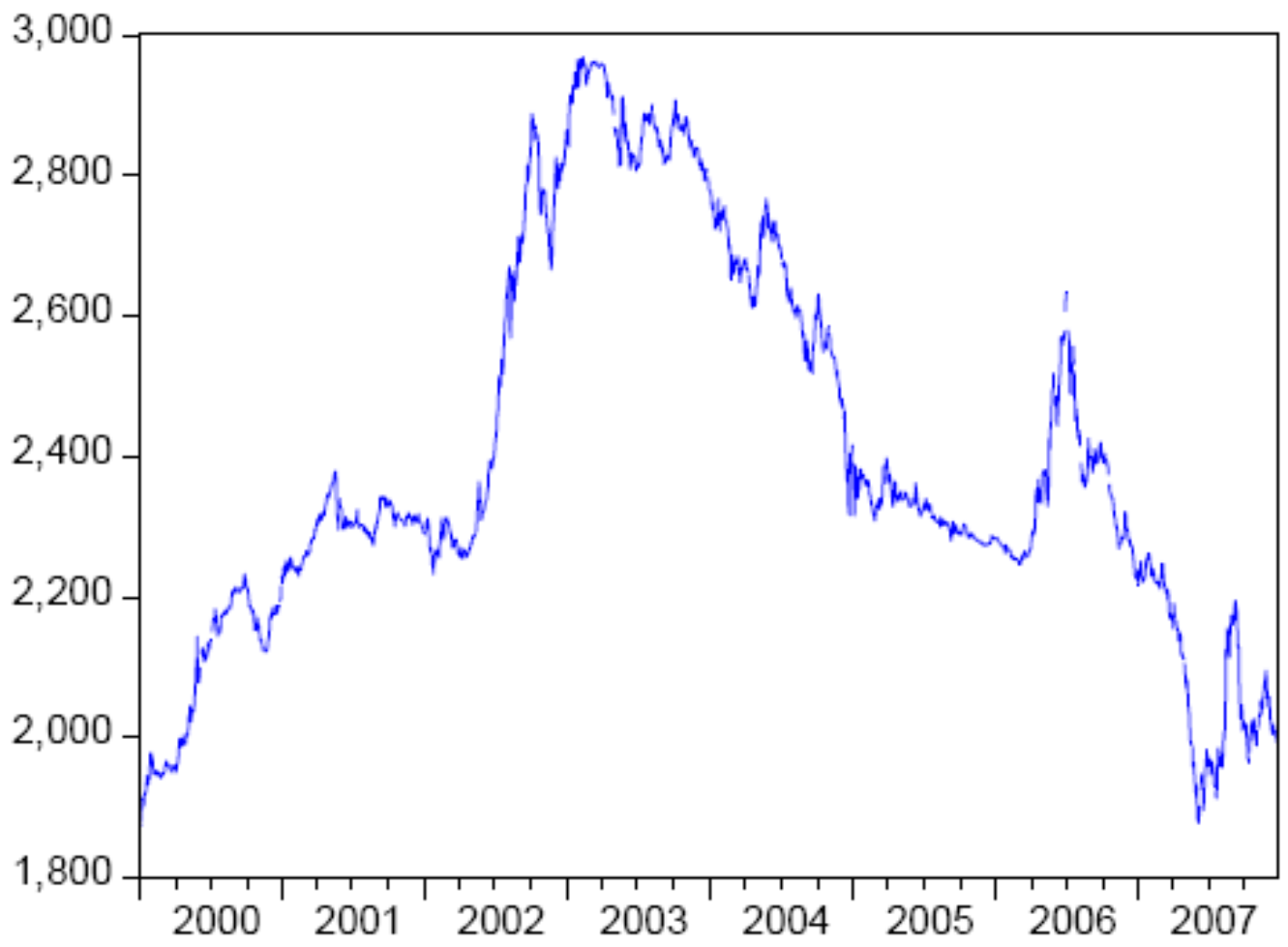


# El caso de Colombia

- **El Banco de la República puede intervenir en el mercado cambiario mediante los siguientes instrumentos:**
  - Subasta de opciones de compra (call) o venta (put) de divisas al Banco, cada vez que la tasa de cambio se desvíe en más de 2% del promedio móvil de los últimos 20 días hábiles (reducción de volatilidad)
  - Subastas discrecionales de opciones de venta (put) para acumulación u opciones de compra (call) para desacumulación de RIN .
  - Intervención discrecional a través de compras o ventas directas de divisas del Banco en el mercado cambiario.



### Tasa de Cambio Nominal de Colombia frente a Estados Unidos (\$/US)





# El caso de Colombia

- **Divulgación oportuna de la intervención cambiaria:**
  - En la intervención a través de subastas. los montos de las mismas se anuncian con anticipación y los montos ejercidos se divulgan el mismo día de la intervención.
  - En el caso de las intervenciones discrecionales directas en el mercado, se informa al mercado el monto de intervención de cada mes, al inicio de la segunda semana del mes siguiente.



# **El proceso de transición: Bandas cambiarias**



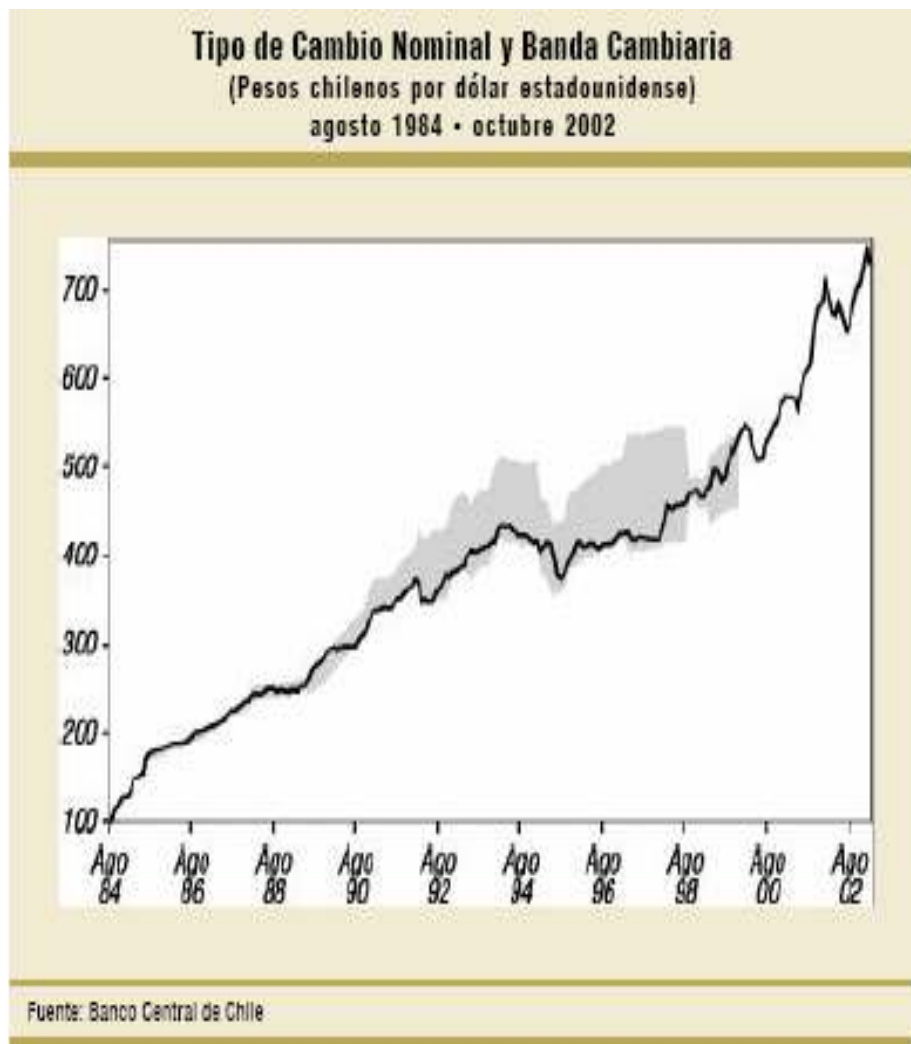
# Proceso de transición

- **Avance en etapas hacia flotación administrada:**
  - » **Abandono minidevaluaciones**
  - » **Banda cambiaria inicial de amplitud moderada, pero creciente**
  - » **Ajustes en parámetros de la banda**
  - **Mayores espacios de flexibilidad (ampliación banda), pero hasta hace algunas semanas, poca variabilidad (tipo cambio alrededor del “piso”)**
  - **Comportamiento reciente: mayor volatilidad**
  - **Migración hacia flotación administrada toma tiempo (experiencias otros países)**

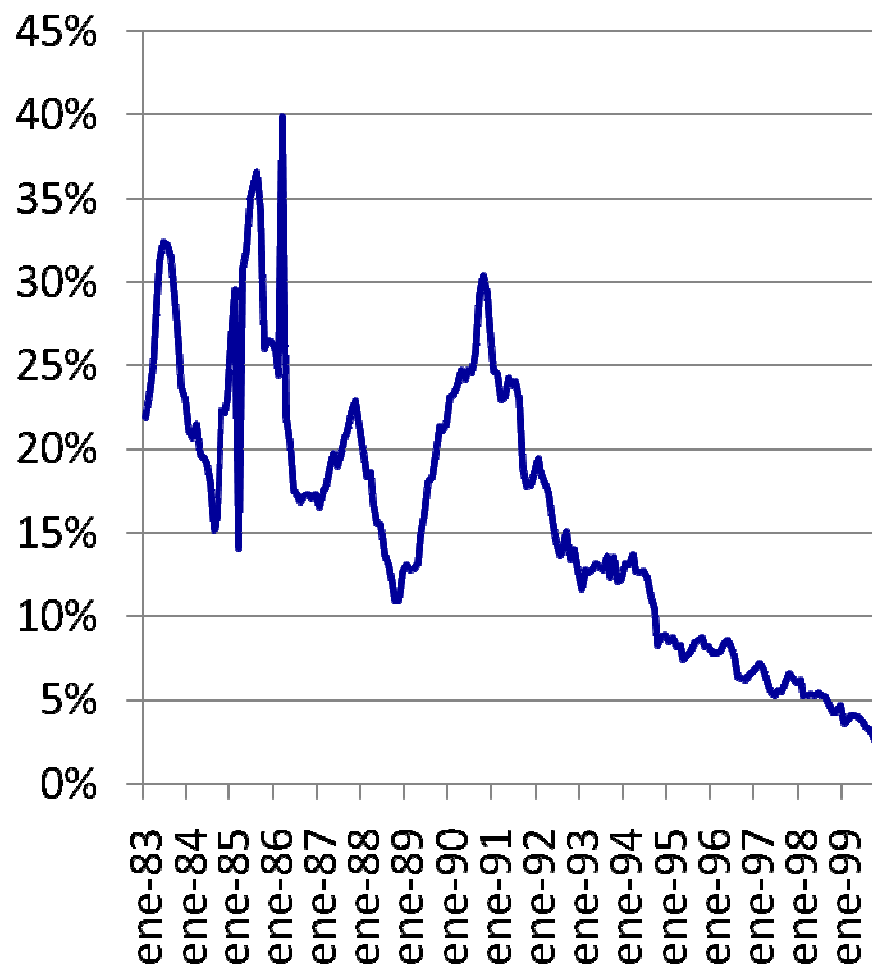


# Experiencia Chilena

## Banda Cambiaria: Junio 85-Nov 99



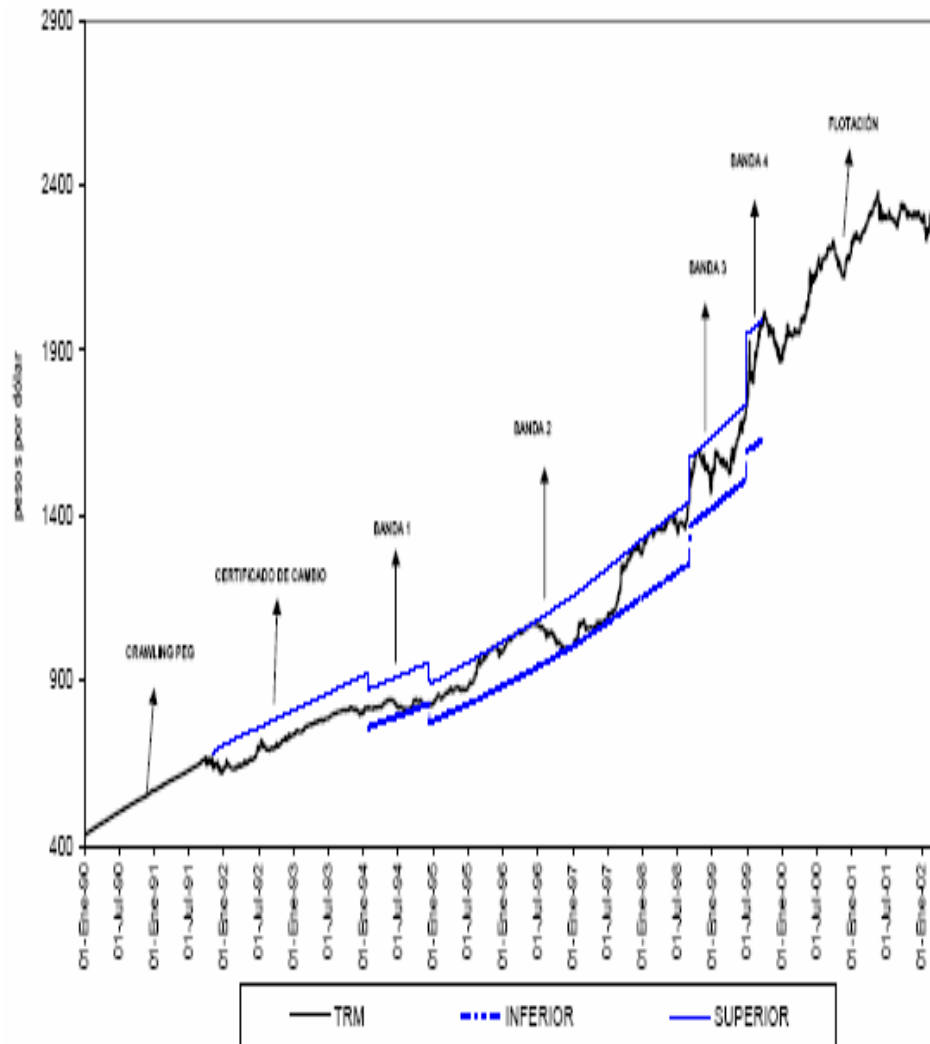
## Evolución del IPC



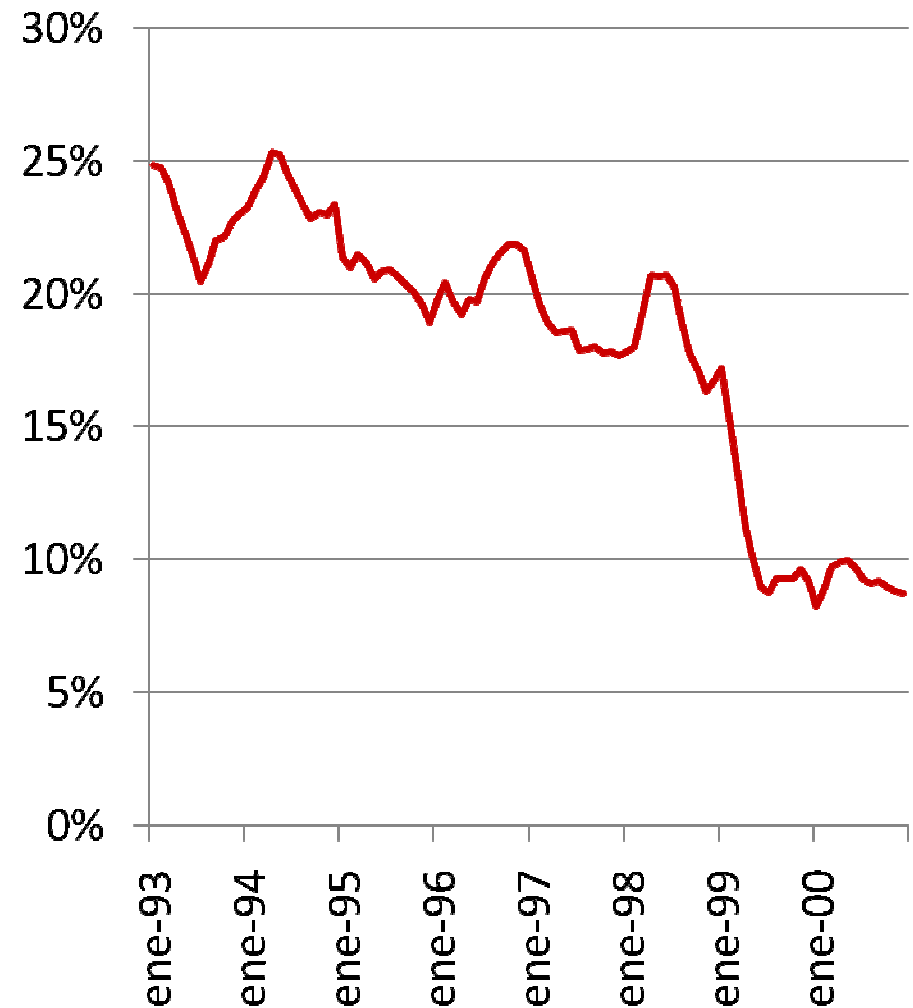


# Experiencia Colombiana

## Banda Cambiaria: En 94-Set 99



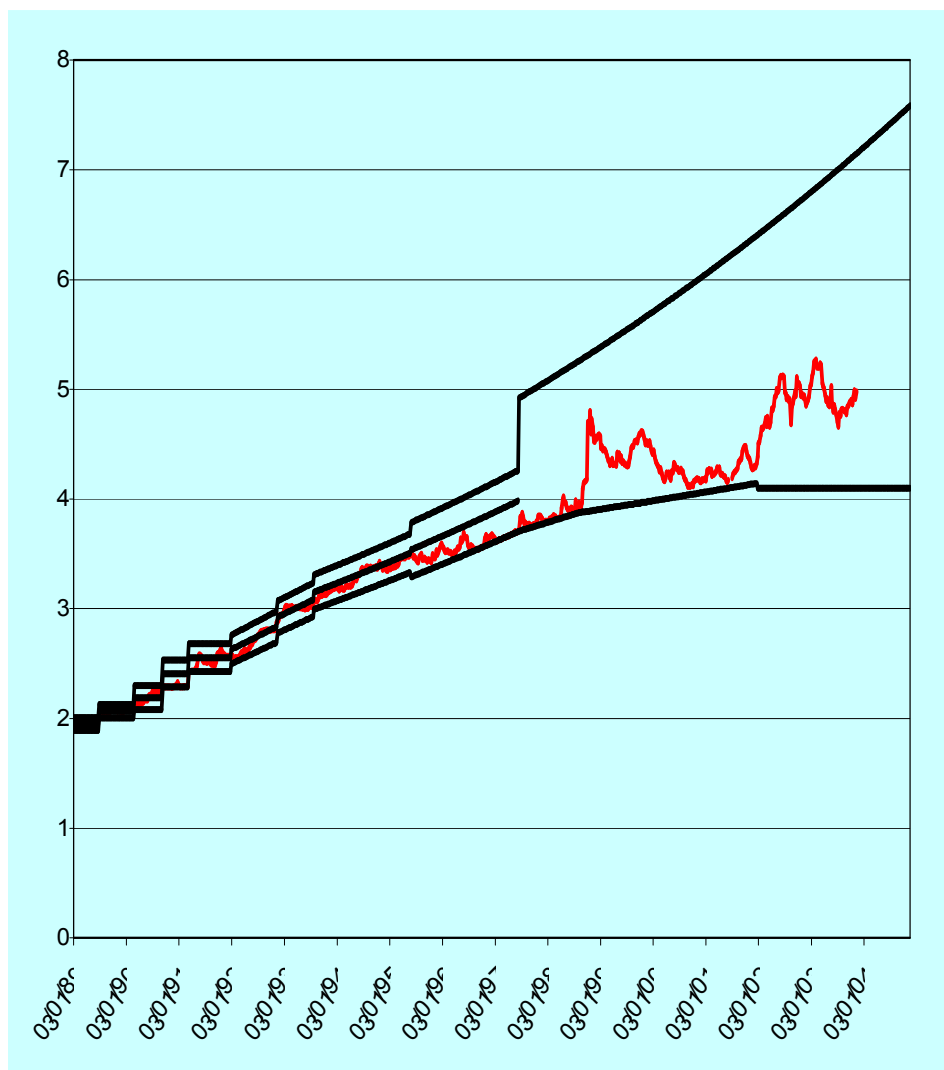
## Evolución del IPC



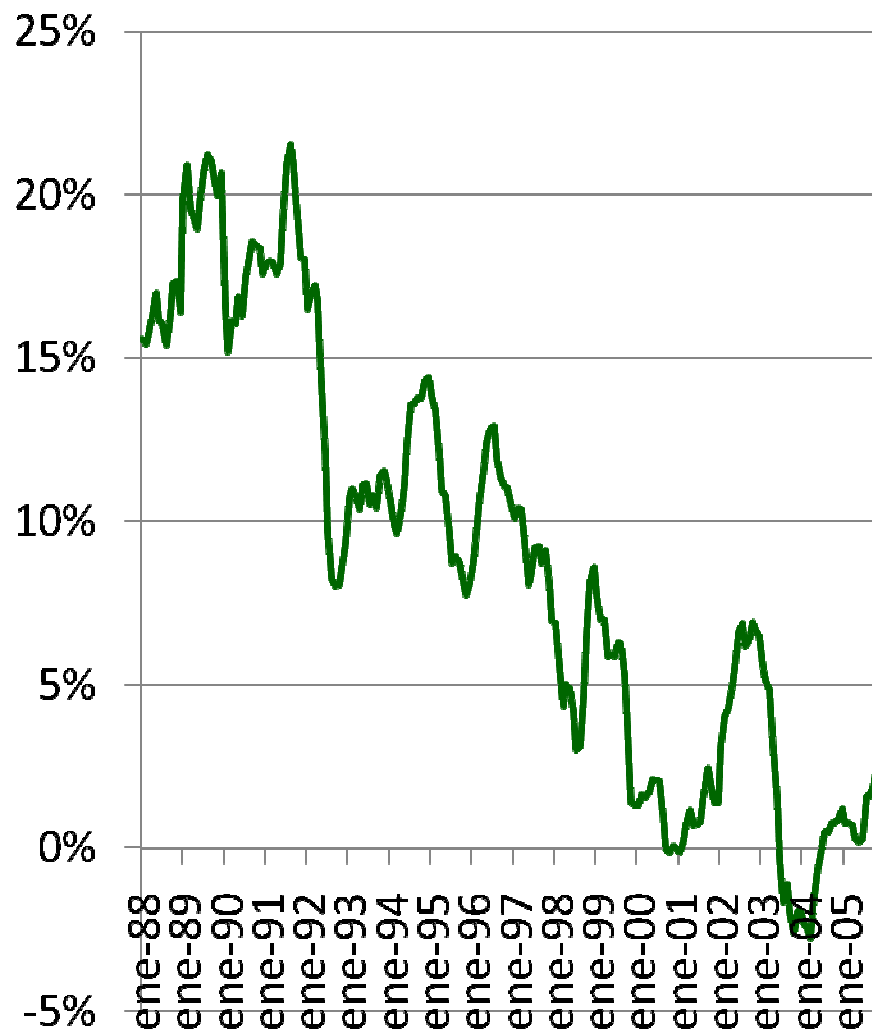


# Experiencia Israelí

## Banda Cambiaria: Enero 89-Jun 05



## Evolución del IPC





# Proceso de transición

- **Algunas características comunes:**
  - **Bandas como elemento de transición hacia flotación**
  - **Ajustes en los parámetros de la banda para enfrentar cambios internos y en el entorno:**
    - En las pendientes
    - En la amplitud
    - En el nivel
  - **Reducción de la inflación no es un proceso inmediato sino que toma tiempo (elementos inerciales)**



# Proceso de transición

- **Algunos elementos pendientes:**
  - **Mercados de coberturas**
  - **Control e intervención mercados de liquidez**
  - **Mejoramiento mercado mayorista (accesos)**



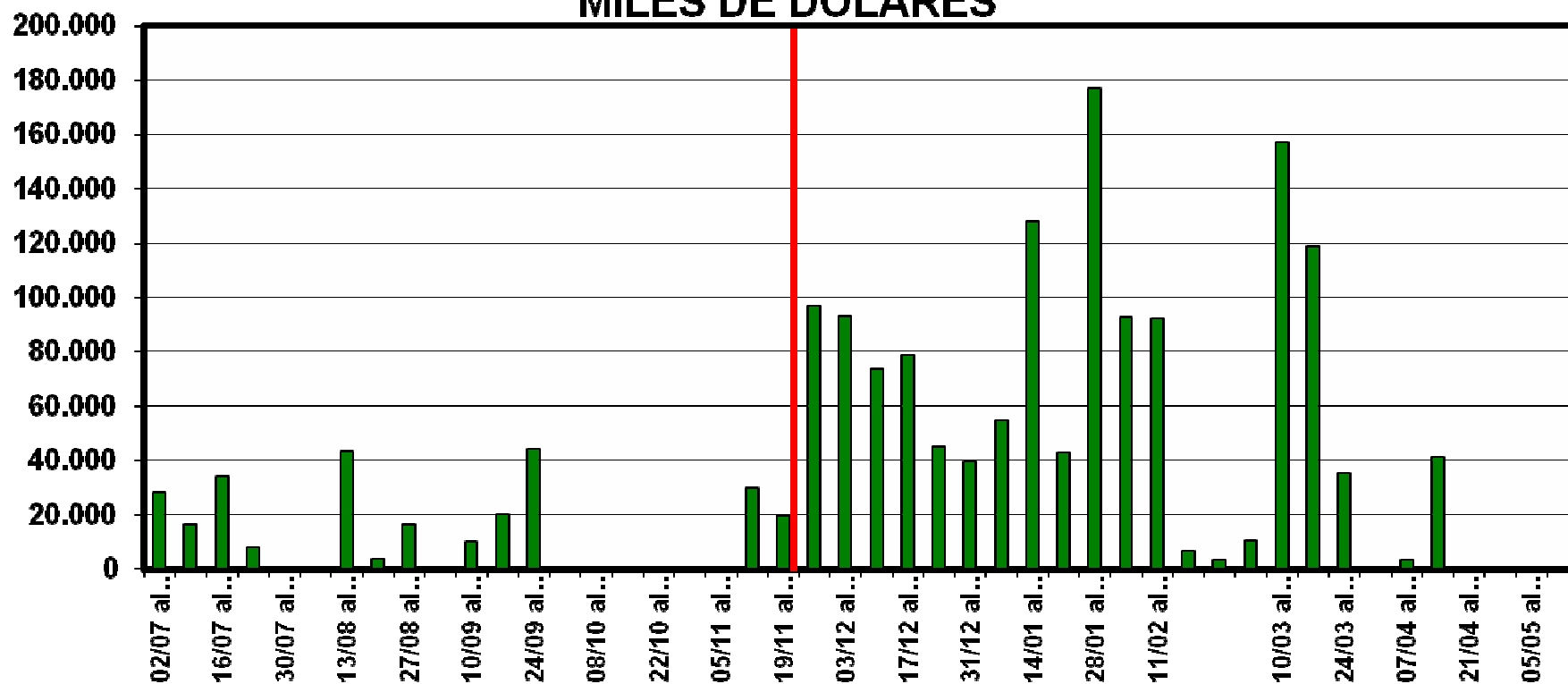
# Acontecimientos recientes



# Acontecimientos recientes:

- En abril, mercado sin amplios excedentes

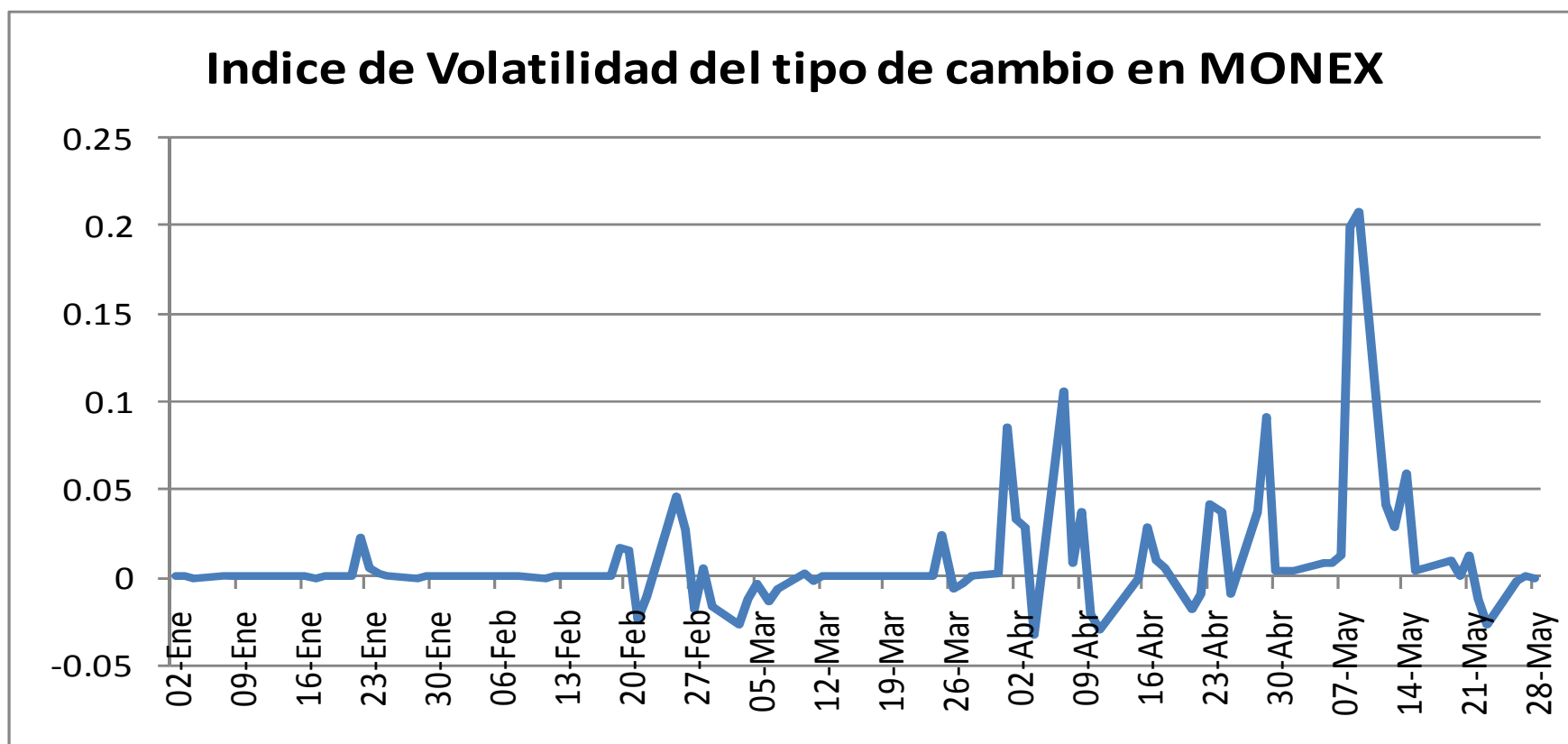
**BCCR: INTERVENCIÓN SEMANAL EN BANDAS - COMPRAS**  
**MILES DE DÓLARES**





# Acontecimientos recientes:

- Reducción excedentes en ventanilla incrementa volatilidad en MONEX



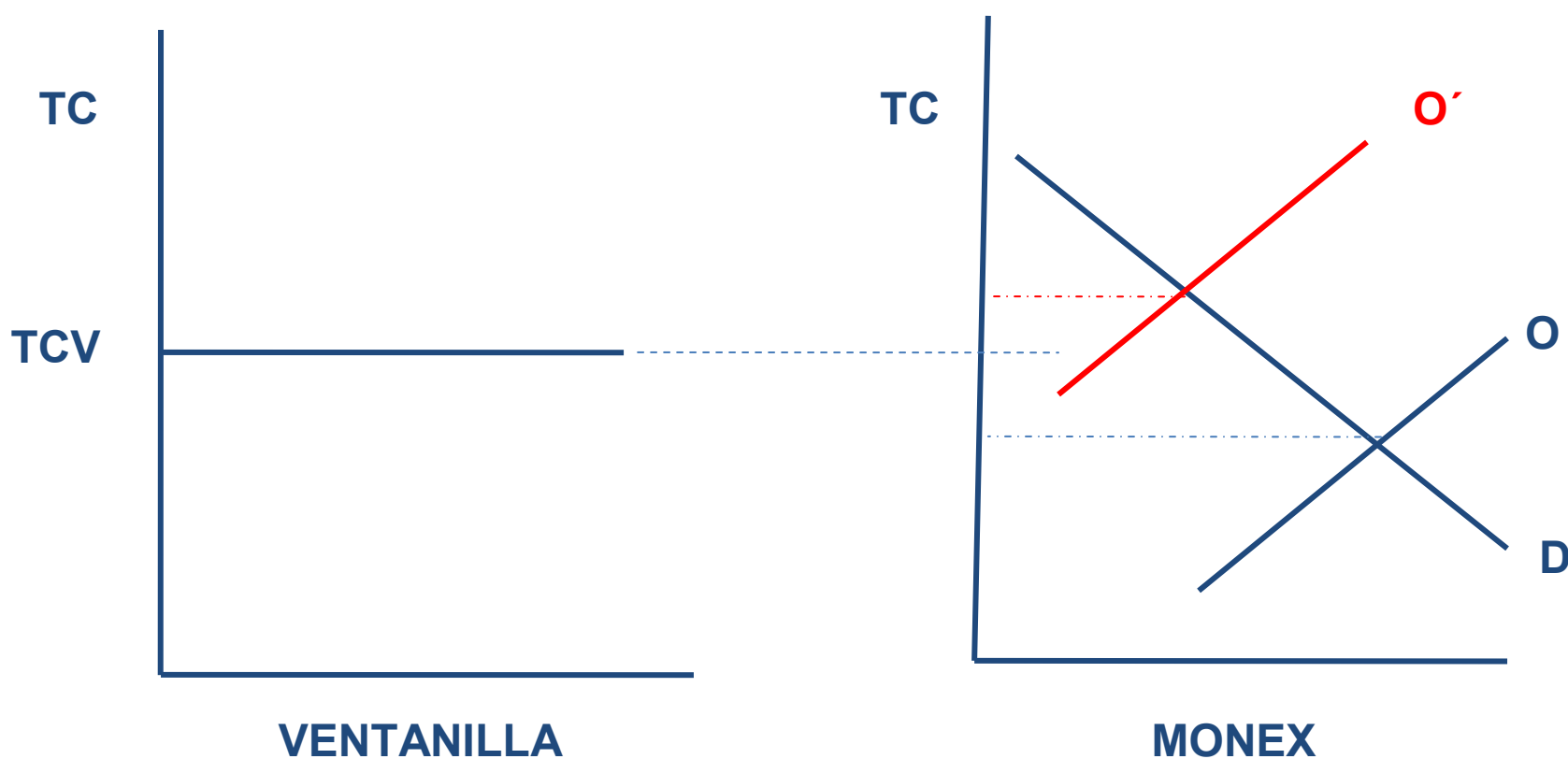


# Acontecimientos recientes

- **Satisfacción de la demanda del sector público en condiciones de menores excedentes en MONEX**
- **Integración del mercado mayorista y minorista: Posiciones abiertas en el MONEX**



# Integración de mercados





# Acontecimientos recientes

- **Satisfacción de la demanda del sector público en condiciones de menores excedentes en MONEX**
- **Integración del mercado mayorista y minorista: Posiciones abiertas en el MONEX**
- **Posibilidades variación en la posición propia: ¿Equilibrio diario o acomodos temporales?**
- **Ajustes abruptos en tipos de cambio ventanilla → Intervención Banco Central**



# Acontecimientos recientes

- **Cambios acelerados no parecen obedecer a elementos fundamentales, sino a modificación expectativas (proceso se retroalimenta)**
- **Decisión de intervención del Banco Central con fines estabilizadores**
- **Intervenciones ayudan también a proceso desmonetización**



## **Acontecimientos recientes: Nuevos espacios y nuevos retos**

- **Evolución reciente del mercado cambiario abre nuevos espacios a decisiones de política:**
  - Tasas de interés
  - Manejo de la liquidez
  - Percepciones de riesgo
- **Pero también plantea nuevos retos:**
  - Mecanismos de ajuste de tipo de cambio
  - Mercados de coberturas
  - Calidad de las carteras
- **Paso de estabilidad percibida a flotación no es simple: requiere aprendizaje**



**Muchas gracias**