

Recuadro 5

Consideraciones para intervención en el mercado de divisas por parte del Banco de la República

Desde finales de 2021 el crecimiento de las presiones inflacionarias generadas por una combinación de factores de oferta y demanda ha generado un escenario de endurecimiento de las condiciones financieras internacionales en un entorno de normalización de las tasas de interés de política monetaria y un nuevo ciclo de apreciación del dólar. En este contexto, las economías emergentes han observado presiones de devaluación de sus monedas¹.

Colombia no ha sido ajena a este escenario, y adicionalmente ha estado expuesta a eventos importantes, como la pérdida del grado de inversión en moneda extranjera por parte de dos agencias calificadoras², y una alta incertidumbre asociada con el resultado de las últimas elecciones presidenciales y con el futuro de la política económica, además de sus posibles repercusiones desde el punto de vista fiscal. Adicionalmente, los desbalances externos, reflejados en un alto déficit de la cuenta corriente³, han contribuido a incrementar las preocupaciones de los agentes sobre las necesidades de financiamiento externo del país en un entorno global adverso.

En este recuadro se revisan los principales elementos de la política cambiaria, la cual, desde septiembre de 1999, sigue un esquema de libre flotación, donde el valor del peso relativo al dólar de los Estados Unidos se determina por la oferta y la demanda, esquema que es coherente con el régimen de inflación objetivo. Primero, se presenta una revisión de las ventajas del régimen de flotación, una recopilación de los criterios utilizados por el Banco en torno a la intervención cambiaria, así como de sus costos asociados y, posteriormente, se realiza un análisis de estos criterios en la actual coyuntura.

1. Ventajas del régimen de libre flotación

La flexibilidad cambiaria es deseable en países que con frecuencia enfrentan choques reales. Por ejemplo, fuertes caídas en los términos de intercambio⁴ suelen estar acompañadas de depreciaciones nominales que contribuyen a suavizar el impacto de los choques. Así, los movimientos en la tasa de cambio tienden a acomodar los precios relativos de la economía y moderan el impacto de los choques sobre la actividad y el empleo.

Por otra parte, las autoridades de una economía pequeña y abierta con tasa de cambio flexible, como la colombiana, tienen mayor autonomía en su política monetaria, lo cual les facilita alcanzar sus propias metas de inflación y reaccionar a sus propios ciclos económicos. Así, ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio, por lo que la tasa de interés interna de mercado tiende a ser más estable, frente a la de una economía con un régimen de tasa de cambio fija. Cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a la moneda de un país desarrollado, la política monetaria está supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa⁵. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones de política monetaria del país desarrollado podrían generar efectos adversos sobre el producto y el empleo del país emergente.

Con la presencia de un régimen de tasa de cambio flexible, también se desincentiva el surgimiento de descalces cambiarios, como aquellos que surgen ante el crecimiento de pasivos

1 LACI: índice de monedas latinoamericanas, -5,9%; MSCI: índice general de monedas emergentes, 4,2%, y DXY: índice de monedas de países desarrollados, 13,4 %.

2 El 20 de mayo de 2021 S&P rebajó la calificación de Colombia de BBB- a BB+ y el 1 de julio del mismo año Fitch tomó la misma decisión.

3 El déficit de la cuenta corriente pasó del 4 % en 2021 a cerca del 6,2 % a finales de 2022.

4 Relación entre los precios de las exportaciones y el de las importaciones.

5 La trinidad imposible (trilema) establece que una economía no puede tener a la vez una tasa de cambio fija, libre movilidad de capitales y una política monetaria autónoma.

en otra moneda sin ningún tipo de cobertura, lo que representa un riesgo para la estabilidad financiera de un país. En un régimen flexible, donde existe y se permite la volatilidad de la tasa de cambio, se induce a los agentes a internalizar y limitar la exposición al riesgo cambiario y así se promueve el desarrollo de un mercado de coberturas. La profundidad de este último contribuiría a la oferta de productos a precios competitivos. Se destaca que, en Colombia, paralelamente a los mecanismos de cobertura ofrecidos por el mercado, existe una fuerte regulación que previene la concentración de riesgos cambiarios en agentes sistémicos, como los intermediarios financieros⁶.

Por último, la tasa de cambio refleja la evolución de factores macroeconómicos y financieros relevantes para la toma de decisiones del sector privado y las autoridades. En este sentido, la tasa de cambio provee una señal oportuna del estado de la economía y genera incentivos para el ajuste real y financiero de la misma ante choques externos.

2. Objetivos de la intervención cambiaria

El Banco de la República como autoridad cambiaria tiene la potestad de intervenir en el mercado de divisas, y desde el comienzo del régimen de flexibilidad cambiaria las principales razones de dichas intervenciones han sido las siguientes:

- Acumular reservas internacionales con el fin de mantener un nivel que garantice los pagos en moneda extranjera y permita solventarlos cuando el país enfrente situaciones externas extremas (v. g.: paradas súbitas y grandes de los flujos netos de capitales). La existencia de un nivel adecuado de reservas contribuye en sí mismo a mantener el acceso del país al financiamiento externo.
- Corregir desalineamientos cambiarios que pudieran afectar el logro de los objetivos de inflación y suavización de las fluctuaciones económicas.
- Prevenir o atender fallas temporales en el mercado cambiario spot o de derivados que puedan afectar la estabilidad financiera o el correcto funcionamiento de los mercados (necesidades de liquidez de corto plazo ante el cierre al acceso a líneas de crédito externo, baja oferta de un mercado de coberturas financieras [derivados financieros], entre otras).

Acorde con estos objetivos, la intervención del Banco en el mercado cambiario no pretende fijar o alcanzar algún nivel específico de la tasa de cambio. Más aún, la evidencia empírica en este sentido es mixta⁷. De hecho, los trabajos realizados sugieren que un papel activo del Banco de la República en el mercado cambiario, en caso de tener algún efecto significativo, suele ser pequeño y de corta duración.

3. Costos de la intervención cambiaria

Las decisiones de intervención también deben evaluarse a la luz de sus costos asociados. Los costos pueden ser de diversa índole. Unos se asocian con confusión sobre los objetivos de política (v. g.: percepciones sobre objetivos de tasa de cambio), generación de expectativas de intervención ante choques que no lo ameritan (riesgo moral), y necesidad de esterilizar la expansión (o contracción) monetaria producto de la acumulación (o desacumulación) de reservas internacionales. Estos últimos pueden ser altos y tener implicaciones cuasifiscales⁸.

6 El Banrep cuenta con una serie de límites macroprudenciales sobre la exposición cambiaria, total y por moneda que pueden tener los IMC con relación a su patrimonio técnico. Estos límites corresponden al -5% y 20% para el caso de la exposición total y al -40% y 40% para los límites de exposición por moneda.

7 Algunos trabajos sobre este tema son Kamil (2008), Echavarría, López y Misas (2009), Rincón y Toro (2010), Murcia y Rojas (2014), Echavarría, Melo y Villamizar (2014), Fuentes *et al.* (2014), Villamizar (2015), Ocampo y Malagón (2015), Echavarría, Melo y Villamizar (2017), Kuersteiner, Phillips y Villamizar (2018), Arango-Lozano *et al.* (2020), entre otros.

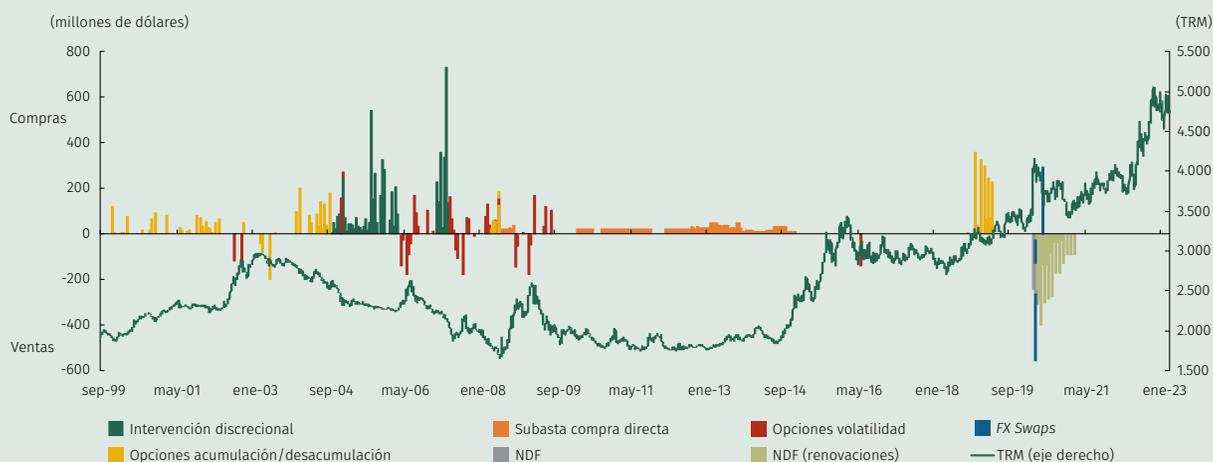
8 Los costos pueden afectar el nivel de las utilidades que transfiere el Banco de la República al Gobierno Nacional, particularmente cuando el rendimiento de las reservas es inferior al costo de la esterilización.

4. Historia de las intervenciones en el mercado cambiario

El Banco de la República cuenta con un conjunto amplio de instrumentos cuya conveniencia depende de los objetivos de la política, su efectividad y costos asociados, y de las condiciones macroeconómicas y del mercado. Durante los primeros quince años de flexibilidad cambiaria, los objetivos e instrumentos de la intervención se relacionaban con el logro o mantenimiento de un nivel adecuado de reservas, la contención de presiones fuertes de apreciación o depreciación, y la moderación de la volatilidad cambiaria respecto a su tendencia de un mes en un contexto en el que los mercados de cobertura no se encontraban suficientemente desarrollados. Las principales modalidades de la intervención fueron las opciones de acumulación y desacumulación de reservas internacionales, las opciones de volatilidad, las compras discrecionales de divisas en el mercado y las subastas para la compra de montos fijos diarios de reservas. Recientemente, y como respuesta a los choques generados por el surgimiento del covid-19, el Banco de la República implementó nuevos instrumentos, como las ventas de dólares a futuro mediante contratos *forward NDF*⁹ y las ventas de dólares a futuro mediante contratos *forward NDF*¹⁰. Estos nuevos instrumentos fueron exitosos, al proporcionar liquidez al mercado cambiario y mejorar la oferta de coberturas, al tiempo que fueron percibidos como una señal clara del compromiso del Banco de mitigar comportamientos desordenados del mercado cambiario (Gráfico R5.1).

Gráfico R5.1

Uso de mecanismos de intervención cambiaria por parte del Banco de la República



Nota: en el eje principal, las series se muestran como "columnas apiladas".
Fuente: Banco de la República.

5. Pertinencia de la intervención del Banco de la República en la reciente coyuntura

Desde septiembre de 2021 y hasta el 31 de enero de 2023, el mercado ha exhibido una fuerte depreciación del peso colombiano (Gráfico R5.2), atado a un importante incremento de su volatilidad diaria, así como algún deterioro de la liquidez.

La alta volatilidad y tendencia de depreciación del peso colombiano no parecen haber sido explicadas por factores especulativos, sino que coinciden con el fortalecimiento generalizado del dólar estadounidense y el significativo aumento relativo de la prima de riesgo soberano (Gráfico R5.2). Adicionalmente, otros factores, como la mayor sensibilidad relati-

9 Instrumento derivado mediante el cual el Banco vende dólares en el mercado de contado al tiempo que compra el mismo monto en un momento futuro. El mecanismo tiene un efecto neutro sobre la exposición cambiaria del Banco de la República en la medida en que sustituye un activo en moneda extranjera (efectivo) por otro (dólares a futuro).

10 Se venden dólares a futuro y se paga la diferencia entre la tasa pactada en el contrato y la tasa de mercado que se forma el día de vencimiento.

Gráfico R5.2
Tasa de cambio nominal de monedas de la región



Fuentes: Bloomberg y Data License.

Gráfico R5.3
Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región



Fuentes: Bloomberg y Data License.

va del peso, han contribuido a amplificar sus movimientos¹¹. En este contexto, se considera que la intervención del Banco tendría poco efecto en la medida en que, por un lado, la sensibilidad de la moneda responde a desbalances macroeconómicos que se corregirían en un horizonte de mediano plazo, y en el caso de la volatilidad, la evidencia empírica estudiada sugiere que las herramientas del Banco no parecen ser especialmente efectivas para moderarla, o al menos a aquellos horizontes que sean particularmente relevantes para los agentes económicos¹².

Por otra parte, el mercado cambiario en general ha funcionado adecuadamente, con solo algún deterioro en la liquidez¹³, lo cual ha estado acorde con la evolución de la liquidez de los mercados internacionales. Adicionalmente, no se ha observado evidencia sobre problemas en el proceso de formación de precios en el mercado cambiario¹⁴ ni restricciones en la disponibilidad de instrumentos de cobertura en dicho mercado. Tampoco se han evidenciado señales de restricciones en el financiamiento externo de los intermediarios financieros¹⁵. Igualmente, no se han observado grandes descalces cambiarios por parte del sector financiero ni real¹⁶ que pongan en riesgo la estabilidad financiera ante una depreciación pronunciada.

11 Al comparar la sensibilidad de la tasa de cambio de Colombia frente a una canasta de monedas de diferentes países (lo que se conoce como beta cambiario) en diferentes períodos, se observa que el nivel del beta para el peso colombiano (COP) es mayor al del promedio de una muestra de países, lo que sugiere que la tasa de cambio suele presentar movimientos más fuertes que otras monedas ante cambios en variables significativas para estas monedas. Esta mayor sensibilidad puede estar explicada por los mayores déficits fiscal y de la cuenta corriente que presenta Colombia frente a otros países emergentes.

12 La evidencia sobre la efectividad de la intervención cambiaria en Colombia es mixta. No obstante, los trabajos realizados sugieren que un papel activo del Banco de la República en el mercado cambiario, en caso de tener algún efecto significativo, sería pequeño y de corta duración. Por ejemplo, de acuerdo con Rincón-Castro *et al.* (2020), la intervención cambiaria, sin importar el tipo o instrumento utilizado, tiene un impacto limitado o nulo sobre la tasa de cambio y, cuando lo tiene, su duración se limita a algunos minutos o máximo a dos días. La literatura también ha encontrado que la efectividad de la intervención cambiaria depende tanto del mecanismo de intervención utilizado como del estado de la economía y de los choques externos que enfrente. Por ejemplo, para el caso de las opciones para el control de la volatilidad, Echavarría, Melo y Villamizar (2014) encuentran que entre 2000 y 2012 fueron efectivas hasta diez días posteriores de realizada la intervención, mientras que Kuersteiner, Phillips y Villamizar (2018) evidencian que las opciones *put* y *call* para el control de la volatilidad tuvieron un impacto sobre la tasa de cambio con una duración de hasta tres y dos semanas después de efectuada la intervención. Sin embargo, Rincón-Castro *et al.* (2020) no encontraron que este tipo de intervenciones tuvieran un impacto estadístico entre 2000 y 2019, e incluso aumentaron la volatilidad cambiaria antes y después de la intervención.

13 El *bid ask spread* (BAS) promedio en 2022 se deterioró con relación a los niveles observados en 2021; no obstante, se encuentra muy por debajo de los niveles observados en marzo de 2020 (promedio 2022: 0,07% vs. marzo 2020: 0,13%). El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión *spot* de *Set-FX* para cada segundo entre las 8:30 a. m. y la 1:00 p. m. de cada día, dividido por la tasa promedio de *Set-FX* del día.

14 Ni en el mercado de contado ni a futuro.

15 De acuerdo con los resultados de la encuesta trimestral de endeudamiento externo y cupos de diciembre de 2022, se observa una mejora en la percepción de disponibilidad de liquidez externa por parte de los intermediarios financieros colombianos, ya que aumentó la proporción de encuestados que reportan que hay entidades externas dispuestas a otorgar nuevos créditos en moneda extranjera, con respecto a los resultados de septiembre de 2022. A pesar de la mejora en la disponibilidad, se siguen observando mayores costos de fondeo. Según las entidades encuestadas, lo anterior se debe a la incertidumbre global y la consecuente volatilidad del mercado.

16 La deuda en moneda extranjera del sector corporativo privado que cuenta con algún mecanismo de mitigación del riesgo cambiario representa la mayor parte de este rubro (69,2%). Adicionalmente, el Banrep cuenta con una serie de límites macroprudenciales sobre la exposición cambiaria, total y por moneda que pueden tener los IMC con relación a su patrimonio técnico. Estos límites corresponden al -5% y 20% para el caso de la exposición total y al -40% y 40% para los límites de exposición por moneda.

En ese sentido, no se ha percibido la necesidad de una intervención en el mercado cambiario¹⁷ con el objetivo de evitar problemas de estabilidad financiera.

Finalmente, en un entorno externo muy incierto, como el observado en el periodo reciente, se considera que el uso de las reservas internacionales debe ser especialmente cuidadoso. En particular, los niveles de colchones internacionales de liquidez externa deben mantenerse para ser utilizados solo bajo tensiones severas en las condiciones externas, en la medida en que la presencia de niveles adecuados contribuye a facilitar el acceso del país a financiación internacional.

Con base en las anteriores consideraciones, y teniendo en cuenta las ventajas de la flotación cambiaria, en la actual coyuntura no han sido claros los argumentos a favor de una intervención por parte del Banco de la República para frenar la depreciación del peso, ni para atenuar la volatilidad cambiaria.

Referencias

- Arango-Lozano, L; Menkhoff, L; Rodríguez-Novoa, D.; Villamizar-Villegas, M. (2020). "The Effectiveness of FX Interventions: A Meta-Analysis", Borradores de Economía, núm. 1132, Banco de la República.
- Echavarría, J. J.; López, E. A.; Misas, M. (2009). "Intervenciones cambiarias y política monetaria en Colombia: un análisis de VAR estructural", Borradores de Economía, núm. 580, Banco de la República.
- Echavarría, J. J.; Melo, L. F.; Villamizar, M. (2014). "El impacto de las intervenciones cambiarias en Colombia. Un estudio de eventos", *Revista Desarrollo y Sociedad*, vol. 1, núm. 73, pp. 7-31.
- Echavarría, J. J.; Melo, L. F.; Villamizar, M. (2017). "The Impact of pre-Announced Day-to-day Interventions on the Colombian Exchange Rate", *Empirical Economics*, vol. 55, núm. 3.
- Fuentes *et al.* (2014). "The Effects of Intraday Foreign Exchange Market Operations in Latin America: Results for Chile, Colombia, Mexico and Peru", Bank for International Settlements, BIS Working Papers, núm. 462.
- Kamil, H. (2008). "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia", IMF Working Paper, núm. 2008/088.
- Kuersteiner, G.; Phillips, D.; Villamizar, M. (2018). "Effective Sterilized Foreign Exchange Intervention? Evidence from a Rule-Based Policy", *Journal of International Economics*, vol. 113, núm. 1, pp. 118-138.
- Murcia, A.; Rojas, D. (2014). "Determinantes de la tasa de cambio en Colombia: un enfoque de microestructura de mercados", Banco de la República, *Revista Ensayos sobre Política Económica*, vol. 32, núm. 74, pp. 52-67.
- Ocampo, J. A.; Malagón, J. (2015). "Colombian Monetary and Exchange Rate Policy Over the Past Decade", *Comparative Economic Studies*, Palgrave Macmillan; *Association for Comparative Economic Studies*, vol. 57, núm. pp. 454-482.
- Rincón, H.; Toro, J. H. (2010). "Are capital controls and Central Bank intervention effective?", Borradores de Economía, núm. 625, Banco de la República.
- Rincón, H. *et al.* (2020). "Impacto de la intervención cambiaria y su duración", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 98.
- Villamizar, M. (2015). "Identifying the Effects Of Simultaneous Monetary Policy Shocks", *Contemporary Economic Policy*, vol. 34, núm. 2.

17 En otros episodios de fuerte iliquidez y funcionamiento deficiente del mercado cambiario, tales como el que se observó en 2020, durante los primeros meses de la pandemia, el Banco de la República intervino con instrumentos derivados que no implicaron pérdidas de reservas internacionales y que contribuyeron a restaurar una operación adecuada del mismo.