Fecha de publicación
Miércoles, 7 de diciembre de 2022

Durante 2022 y especialmente a partir de junio, el peso colombiano ha tenido un comportamiento volátil y una depreciación significativa. Este comportamiento se explica por factores de origen externo e interno. Entre los primeros ha jugado un papel importante la tendencia global a la apreciación del dólar como resultado de los aumentos de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED). Entre los factores internos sobresale la incertidumbre sobre la política económica local en un contexto de amplios déficits externo y público.

Ante una tendencia como la presentada en los últimos meses en la que la depreciación del peso colombiano ha sido mayor a la experimentada por otras economías de la región y varios países emergentes, surge la pregunta de si una intervención por parte del Banco de la República en el mercado cambiario para tratar de estabilizar la moneda sería deseable, o si resulta preferible mantener un alto grado de flexibilidad cambiaria.

Una respuesta a esta pregunta requiere claridad sobre tres aspectos fundamentales del mercado cambiario. El primero es entender las razones que explican que el peso colombiano se haya depreciado relativamente más que las monedas de otras economías emergentes, que también han sido afectadas por el fortalecimiento del dólar, pero en menor cuantía. Un segundo aspecto es comprender los beneficios de la flexibilidad cambiaria para absorber los choques de origen externo y permitir la correcta operación de la política monetaria. Finalmente, se requiere discutir la efectividad de la intervención cambiaria para contener y/o revertir de forma duradera la tendencia a la depreciación del peso, y los dilemas que dicha política genera.

En cuanto al primer punto, el Gráfico 1 muestra la evolución de la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar en comparación con las monedas de países de la región y de economías emergentes y desarrolladas. Como puede observarse, la marcada tendencia de depreciación a partir de junio ha colocado al peso colombiano en los últimos meses como la moneda más depreciada de la muestra de comparación. La explicación de este comportamiento va más allá que la apreciación global del dólar que también ha afectado a otras economías, y tiene su origen en factores idiosincráticos propios de la economía colombiana, probablemente relacionados con la incertidumbre sobre la política económica en el marco de amplios déficits externo y público, que aumentan la vulnerabilidad del país a choques externos. La tendencia al debilitamiento del peso se ha venido revirtiendo desde mediados de noviembre debido a la moderación esperada de la política monetaria de la FED y a la aprobación de la reforma tributaria, entre otros.

Gráfico 1. Comportamiento de las tasas de cambio de países de Latinoamérica, otros emergentes y desarrollados

En relación con la flexibilidad cambiaria, luego de una experiencia de más de dos décadas, se ha podido comprobar que es un régimen deseable para la economía colombiana por múltiples razones. La flexibilidad de la tasa de cambio suaviza el impacto de los movimientos de los términos de intercambio, cuyos efectos sobre la actividad económica y el empleo se ven amortiguados por la apreciación o depreciación nominal subsecuente. Por otra parte, al evitar un conflicto de objetivos, la flexibilidad de la tasa de cambio confiere mayor autonomía a la política monetaria, lo que le permite ganar credibilidad y llevar a cabo una política contracíclica. Adicionalmente, en la medida en que induce a los agentes a internalizar y limitar su exposición al riesgo cambiario, la flexibilidad cambiaria desincentiva el surgimiento de descalces cambiarios que representan un riesgo para la estabilidad financiera del país. Asimismo, la volatilidad que acompaña a la flexibilidad cambiaria provee incentivos para el desarrollo de los mercados de cobertura, y transmite señales oportunas del estado de la economía que promueven el ajuste real y financiero de la misma ante choques externos. La flexibilidad cambiaria también modera las salidas de capitales en momentos de alta incertidumbre externa e interna.

Finalmente, la abundante investigación que se ha llevado a cabo en el Banco de la República sobre la efectividad de la intervención cambiaria ha mostrado que su capacidad para afectar el nivel de la tasa de cambio es incierta y, cuando se detecta, es de corta duración. Así, una intervención cambiaria tiene bajas probabilidades de contribuir de forma significativa a aliviar las presiones cambiarias e inflacionarias que puedan producirse en circunstancias como las observadas en meses recientes. En contraste, la intervención podría implicar el sacrificio de reservas internacionales que contribuyen a mantener la confianza en el país de los mercados internacionales.

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. No obstante, los mercados del dólar y de las coberturas cambiarias han funcionado adecuadamente en la coyuntura reciente, por lo que una intervención de esta índole no se ha considerado necesaria.

Por las razones expuestas no se han percibido beneficios netos de intervenir en el mercado cambiario para moderar la depreciación del peso o la volatilidad de la tasa de cambio.