



Mitos y realidades de la política monetaria

¿Vale la pena la
intervención cambiaria?



Bibiana Taboada



Mauricio Villamizar

¿Vale la pena la intervención cambiaria?

Escrito por Mauricio Villamizar y Bibiana Taboada

La intervención cambiaria, definida en ese capítulo como la compra y venta de divisas por parte del banco central en un régimen de flotación cambiaria, es un tema que genera controversia entre economistas, analistas y financieros¹. Algunos argumentan que sus efectos sobre la tasa de cambio son fuertes y sostenidos y que tienen, consecuentemente, implicaciones en el sector real, afectando a exportadores, importadores, inversionistas (locales y extranjeros), así como a empresas y hogares con deuda o ahorros en moneda extranjera. Por otro lado, hay quienes sostienen que sus efectos son temporales, o incluso nulos, y argumentan que la implementación de estas intervenciones conlleva costos elevados. Pretendemos acá ahondar en este debate, dando luces a preguntas como ¿por qué y cómo intervenir?, ¿es efectiva la intervención cambiaria?, ¿hay momentos que justifiquen su implementación? y ¿es costoso intervenir?

El por qué y el cómo: motivación y mecanismos

Para empezar a abordar estas dos preguntas debemos realizar un recuento histórico de la intervención cambiaria en Colombia desde octubre de 1999, momento en el que ya se había abandonado el sistema de bandas cambiarias y en beneficio de un esquema de inflación objetivo con una tasa de cambio flexible.

Situados en el contexto histórico en el que vamos a analizar las intervenciones cambiarias ya es posible preguntarnos qué fue lo que las motivó. Para responder a ellos hay que hacer una aclaración. En este contexto, la intervención cambiaria no pretende limitar la flexibilidad cambiaria ni fijar o alcanzar un nivel específico de tasa de cambio, sino, buscar compatibilidades y complementariedades con el esquema de inflación objetivo. En este sentido, cuando el Banco de la República interviene en el mercado cambiario busca: (i) incrementar el nivel de reservas internacionales, (ii) mitigar movimientos de la tasa de cambio que no reflejen el comportamiento de los fundamentales de la economía y que puedan afectar negativamente la inflación y la actividad económica, y (iii) moderar desviaciones excesivas de la tasa de cambio (respecto a su tendencia) con el fin de evitar comportamientos desordenados de los mercados financieros (Uribe Escobar, 2016).

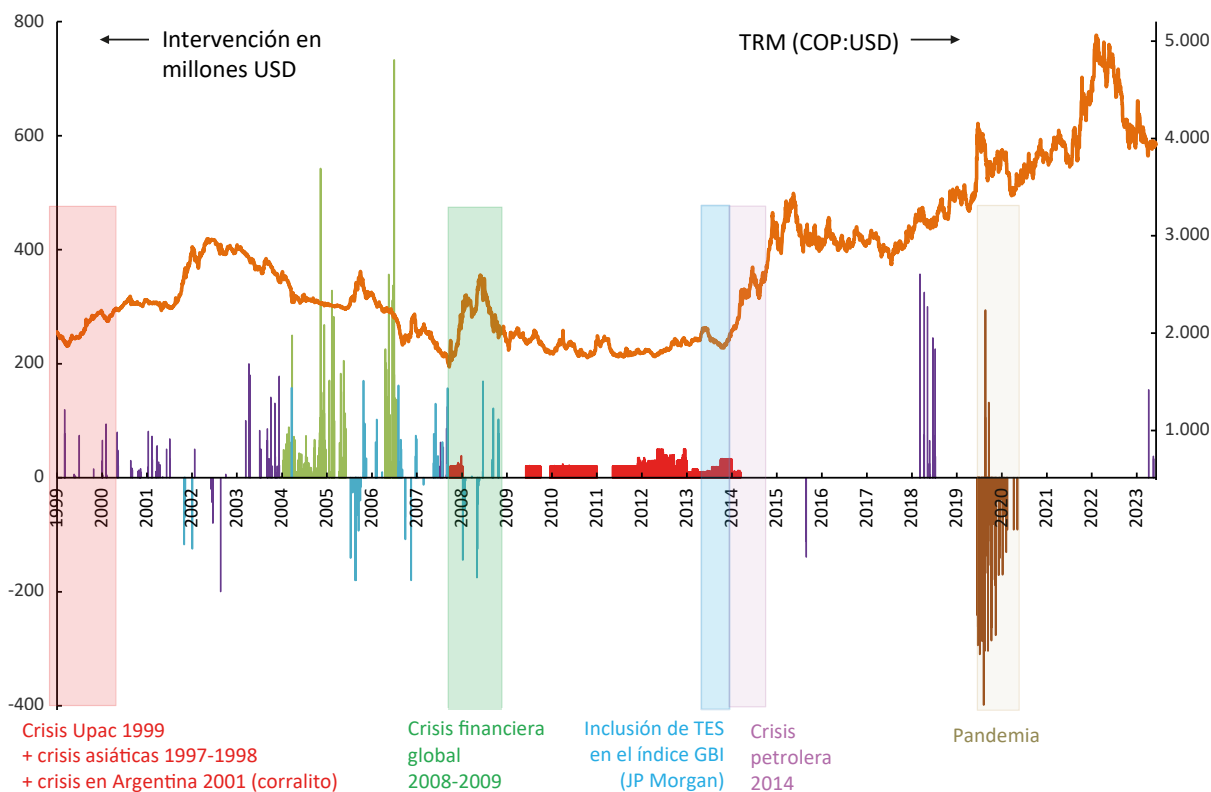
Como cuando se le da la mano a una niña mientras aprende a caminar, la intervención cambiaria brinda un soporte fundamental a las economías que recién empiezan a flotar. A medida que la niña crece, es menor el apoyo necesario, excepto cuando se cae y se golpea (con mayor o menor

¹ En otros regímenes cambiarios (como tipo de cambio fijo, bandas cambiarias, *crawling peg*, etc.), la discusión sobre la efectividad cambiaria gira alrededor de la sostenibilidad de la intervención (e. g., si las reservas internacionales son suficientes) o hasta qué punto el control de la tasa de cambio nominal se convierte o no en control sobre la tasa real (debido a la inflación que se genera con la emisión asociada a la compra de divisas). En este capítulo nos distanciamos de estas discusiones y nos centraremos en la intervención cambiaria en un régimen de tipo de cambio flexible.

gravedad). De forma análoga, y como se ahonda más adelante, la intervención cambiaria puede ser útil también en economías con mercados financieros desarrollados, sobre todo en momentos de deterioros o volatilidades significativas².

El Gráfico 7.1 muestra la evolución de la tasa de cambio en Colombia desde el inicio de la flotación cambiaria y los acontecimientos que han constituido fluctuaciones importantes en el tipo de cambio. Como se observa en el gráfico, el nuevo milenio inició con el fin de la crisis hipotecaria de 1999, posiblemente una de las peores crisis en la historia de Colombia. Coincidió también con el fin de las crisis cambiarias del sudeste asiático y con algunas crisis en América Latina como el corralito del 2001 en Argentina. Episodios de depreciaciones marcadas (del peso) incluyen la crisis financiera global de 2008-2009, el colapso de los precios del petróleo a finales de 2014, la pandemia de 2020 y la incertidumbre electoral de 2022. Por el contrario, episodios de apreciación cambiaria incluyen la recuperación de la crisis financiera global, la ganancia en participación de Colombia en el índice GBI de J.P. Morgan a inicios de 2014, la asimilación (*aftershock*) de la pandemia entre marzo y diciembre 2020 y una marcada corrección cambiaria en el 2023³.

Gráfico 7.1. La historia de la intervención cambiaria en Colombia (2000-2024)



Fuente: Elaboración propia de los autores.

² Japón, por ejemplo, ha intervenido con frecuencia para moderar apreciaciones fuertes del yen.

³ El término depreciación (apreciación) hace referencia a una pérdida (ganancia) de valor de la moneda bajo un tipo de cambio flexible. El término devaluación (revaluación) también hace referencia a una pérdida (ganancia) de valor de la moneda, pero bajo un tipo de cambio fijo.

El gráfico también muestra los diferentes mecanismos de intervención cambiaria en millones de dólares que se han implementado durante el periodo en cuestión: barras positivas corresponden a compras y barras negativas corresponden a ventas por parte del Banco (eje izquierdo). A continuación, detallamos cada uno de estos mecanismos, en orden cronológico de su implementación.

Opciones para acumular y desacumular reservas internacionales (barras moradas, 1999-2024)

En gran medida se han utilizado con el objetivo de incrementar el nivel de reservas y así reducir la vulnerabilidad externa y mejorar las condiciones de acceso al crédito externo. Operan bajo la modalidad de subasta, donde participan los intermediarios del mercado cambiario. Como son opciones cambiarias, los ganadores deciden (en el transcurso de un mes) si en efecto le venden o compran dólares al Banco⁴. En neto, este mecanismo explica aumentos en las reservas en alrededor de 5000 millones de dólares.

Opciones para el control de la volatilidad cambiaria (barras azules, 2002-2012)

Este mecanismo, a través de una regla fija (parecida a la del ejercicio de opciones para acumular y desacumular reservas internacionales), se creó para moderar fluctuaciones pronunciadas de la tasa de cambio. Hubo dos grandes motivaciones detrás de este mecanismo: (i) hacer explícito el hecho de que el Banco no buscaba un nivel en el tipo de cambio sino una reducción en volatilidad, y (ii) ayudar al sistema financiero en un contexto muy limitado de coberturas cambiarias. En total, hubo casi 40 subastas; donde se ejercieron compras de dólares por 2400 millones y ventas por 2300 millones.

Compras discrecionales en el mercado secundario (barras verdes, 2004-2007)

Se realizaron en el Sistema Electrónico del Mercado de Divisas (SET-ICAP FX) durante un periodo relativamente corto, por medio del cual el Banco adquirió casi 12 000 millones de dólares. Es posible que esta modalidad haya obedecido a un conjunto de objetivos simultáneos: niveles de reservas internacionales aún precarios, alta volatilidad cambiaria y apreciación sostenida a lo largo de cinco años donde la tasa de cambio pasó de 3000 peso/dólar a 1600 COP/USD.

⁴ En la jerga financiera esto se conoce como el ejercicio de opciones cambiarias *put* y *call*. En este caso, el ejercicio solo se puede llevar a cabo si la tasa representativa del mercado (TRM) se sitúa por encima (para opciones *call*) o por debajo (para opciones *put*) de su promedio mensual.

Subastas para la compra directa de divisas (barras rojas, 2008-2014)

Este mecanismo también tuvo como objetivo acumular reservas internacionales, pero con montos preestablecidos y constantes en el tiempo. Operó bajo la modalidad de subasta, pero no de opciones sino de la divisa directamente. El tamaño de la intervención fue de alrededor de 20 a 40 millones de dólares diarios, con el cual se acumularon cerca de 24 000 millones de dólares, siendo de lejos el mecanismo que permitió mayor acumulación.

FX Swap y forwards (barras cafés, 2020-2021)

Este mecanismo se utilizó en respuesta a los efectos de la pandemia. Los *FX Swaps* pactaban simultáneamente la venta de divisas en el mercado de contado (*spot*) con una promesa de recompra a futuro, para así proveer liquidez temporal de divisas sin alterar el nivel de reservas a mediano plazo. Por su parte, los *forwards* pactaban tasas futuras de la divisa. Este mecanismo se implementó en un contexto de baja liquidez del mercado (tanto *spot* como *forward*) donde además el costo de las coberturas subió marcadamente.

En resumen, Colombia ha tenido un gran recorrido a través de las diferentes modalidades, tamaños, frecuencias y objetivos de la intervención cambiaria. Resaltamos dos aspectos clave de este proceso. El primero, que la transparencia en la intervención cambiaria ha aumentado en el tiempo. Por ejemplo, inicialmente el Banco solo publicaba el monto total durante los primeros cinco días hábiles del mes siguiente a la intervención. Pero, a partir de 2008, se empezaron a publicar los cupos y las cantidades aprobadas el mismo día de la intervención, además de hacer público de antemano el plazo, fecha de convocatoria y condiciones del ejercicio. Notamos además que el Banco de la República es de los pocos bancos centrales en el mundo que publica la información histórica de intervención cambiaria. El segundo aspecto, es la gradualidad con la que se acumularon más de 40 000 millones de dólares en reservas internacionales durante el periodo 1999-2024 (hoy las reservas son cercanas a los 60 000 millones de dólares). Esto ha permitido contar con niveles adecuados de reservas y, consecuentemente, estar preparados para enfrentar choques negativos como posibles salidas de capitales, deterioro en los términos de intercambio y crisis financieras globales. Es decir, que gracias a la acumulación de reservas durante todos estos años hoy el país es menos vulnerable a factores externos.

¿Es efectiva la intervención cambiaria?

La literatura sobre la efectividad es mixta, aunque con una inclinada postura hacia efectos significativos sobre la tasa de cambio en el corto plazo (alrededor de un mes). Esto es consistente con el objetivo de reducir movimientos excesivos de la tasa de cambio. Por supuesto, la efectividad de cada intervención está directamente atada a su objetivo y si, por ejemplo, el objetivo es acumular reservas, cualquier compra de dólares será, por construcción, exitosa. Por lo tanto, al referirnos a la efectividad cambiaria hacemos alusión únicamente a la capacidad de afectar el nivel o la volatilidad del tipo de cambio.

El trabajo de Arango, Menkhoff, Rodríguez-Novoa y Villamizar-Villegas (2020), cuenta con la mayor recopilación (metaanálisis) de trabajos empíricos sobre la intervención cambiaria en el

mundo. Mencionamos sus tres principales hallazgos, que se derivan de casi 300 efectos (74 artículos) y cubren un total de 19 países y a lo largo de 5 décadas:

- i. Compras (ventas) de 1000 millones de dólares conllevan a depreciaciones (apreciaciones) de la moneda doméstica del 1% y a una reducción de la volatilidad cambiaria del 0,6%.
- ii. La efectividad es mayor cuando el país evita estar sujeto a la denominada trilogía imposible (ver el Recuadro 2). Es decir, entre mayor autonomía monetaria y libre movilidad de capitales, menor es la efectividad cambiaria (y viceversa).
- iii. La efectividad también es mayor en países en desarrollo (como Colombia) y cuando se implementa de forma esporádica y en grandes magnitudes.

Por su parte, la literatura reciente apunta a una mayor efectividad cuando la incertidumbre sobre la tasa de cambio futura es mayor (evitando ataques especulativos) y cuando el Banco goza de mayor credibilidad. En trabajos como los de Vargas-Herrera y Villamizar-Villegas (2020), Cepeda, Taboada Arango y Villamizar-Villegas (2023), y Pinzón-Puerto y Villamizar-Villegas (2023), los efectos de la intervención se multiplican con mayor credibilidad e incertidumbre cambiaria.

¿Cuándo se justifica la intervención cambiaria?

Hay razones suficientes tanto para intervenir, como para no intervenir en el mercado cambiario⁵. Ejemplo de esto es la reciente compra de divisas a través de opciones de acumulación de reservas internacionales, con el objetivo de mantener niveles adecuados de liquidez externa, ante una posible reducción de la línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional.

Dentro de las razones suficientes para intervenir está el deterioro significativo de la liquidez de los mercados, en especial de los de contado (*spot*) y a futuro (*forward*), pero también el de varios mercados en conjunto (incluyendo el monetario y de deuda pública). Esto sucedió, por ejemplo, en los inicios de la pandemia.

En contraste, una de las razones suficientes para no intervenir consiste en evidenciar una volatilidad cambiaria generada por las vulnerabilidades propias del país (que es distinto a un desequilibrio generado por la vía de términos de intercambio o riesgos globales). Estos episodios, en general, vienen acompañados de una tendencia marcada de depreciaciones o apreciaciones de la moneda y harían necesario un ajuste monumental de reservas internacionales para frenarlas. Este fue, por ejemplo, el caso de Chile en el 2022, cuando decidió vender cerca de 25 000 millones de dólares (casi la mitad de todas sus reservas) en el mercado de contado e instrumentos de cobertura.

⁵ Haciendo una salvedad, estas son razones suficientes, pero no necesarias, por lo que el Banco puede decidir intervenir en otros momentos y por otras razones.

¿Cuáles son los costos de la intervención cambiaria?

Mencionamos cuatro de los mayores costos de la intervención cambiaria. Estos deben ser sopesados con sus beneficios, a la hora de tomar decisiones de esta índole.

El mayor costo tiene que ver con la posible pérdida de credibilidad del Banco si la intervención se percibe como no exitosa. Esto es particularmente retador en momentos donde, por ejemplo, el Banco compra dólares (con la intención de depreciar la moneda) y la tasa de cambio se aprecia, pero se aprecia menos de lo que hubiera sucedido sin la intervención. Como el público no observa el “contra-factual” (que es incluso difícil de medir para los más expertos), entonces puede ser que la intervención erosione la credibilidad del Banco al pensarse que no hubo efectividad, cuando en realidad sí la hubo.

El segundo costo tiene que ver con la afectación de la tasa de cambio. Como se mencionó en la introducción, si un banco central es extremadamente ambicioso en sus objetivos, por ejemplo, aspirando simultáneamente a tener autonomía en su tasa de política, permitir la libre movilidad de capitales y afectar el tipo de cambio, entonces puede ser que no cumpla lo prometido. En otras palabras, tiene que ceder en algún objetivo (así sea de forma parcial).

El tercer costo tiene que ver con un problema de riesgo moral. Si cada vez que hay problemas (como alta volatilidad, pérdida de valor en la moneda, etc.) el Banco interviene, entonces hay un menor incentivo por parte de los agentes a cubrirse o, en el caso del gobierno a mantener una mayor disciplina fiscal. Es decir, la tasa de cambio no solo actúa como precio de equilibrio de muchos mercados, sino también como termómetro de la economía. Mantener artificialmente estable la “temperatura” de esta sería perjudicial en el mediano y largo plazo y se perdería información útil que refleja el valor relativo de la moneda sobre el desempeño real de la economía.

El cuarto costo tiene que ver con los estados financieros del Banco. Como las intervenciones son, en la mayor parte del mundo (incluyendo Colombia) esterilizadas, esto implica generalmente un intercambio de dólares por bonos del tesoro. Por ejemplo, si el Banco decidiera comprar dólares para aumentar sus reservas internacionales, entonces también vendería títulos de deuda pública (TES) por la cantidad equivalente en pesos de lo que compró los dólares. De esta manera, la base monetaria permanecería inalterada, al igual que las tasas de interés de muy corto plazo (definición de una intervención esterilizada). El costo radica en que los títulos en pesos pueden tener un mayor rendimiento que los títulos en dólares, por lo cual las compras de dólares pueden implicar menores rendimientos netos.

Por otra parte, hay costos en compras y ventas de dólares (sobre todo cuando son de gran cuantía), al representar una fracción a veces considerable del mercado. El 30 de marzo de 2007, por ejemplo, el Banco realizó compras de 730 millones de dólares, lo que representó cerca del 70% del mercado promedio diario. Es muy probable que ese día los vendedores de dólares hayan elevado sus precios al ver semejante demanda.

Conclusión

La intervención cambiaria es una de las importantes herramientas (no de primera instancia) con las que cuenta el Banco. De forma tal vez contraintuitiva, el solo hecho de tenerla disponible disminuye la probabilidad de tener que usarla, puesto que transmite una señal de confianza hacia el mercado; esto es, una señal de que el Banco actuará y respaldará la moneda en momentos de emergencia en caso de que se requiera.

Referencias

Arango-Lozano, L.; Menkhoff, L.; Rodríguez-Novoa D.; Villamizar-Villegas, M. (2020). "The effectiveness of FX interventions: A meta-analysis", *Journal of Financial Stability*, disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2020.100794>

Cepeda, V.; Taboada-Arango, B.; Villamizar-Villegas, M. (2023). "Can central bank credibility improve monetary policy? A meta-analysis", *Borradores de Economía*, núm. 1239, disponible en: <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/10653>

Pinzón-Puerto, F.; Villamizar-Villegas, M. (2023). "Do Actions Speak Louder than Words? A Foreign Exchange Intervention Analysis", *Borradores de Economía*, núm. 1223, disponible en: https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10590/be_1223.pdf

Vargas-Herrera, H.; Villamizar-Villegas, M. (2020). "Effectiveness of FX intervention and the flimsiness of exchange rate expectations", *Journal of Financial Stability*, disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2020.100813>