



NUEVO MARCO NORMATIVO PARA LAS OPERACIONES DEL MERCADO CAMBIARIO

Ana Fernanda Manguashca Olano

Documentos Técnicos de Trabajo
BANCO DE LA REPÚBLICA - COLOMBIA



NUEVO MARCO NORMATIVO PARA LAS OPERACIONES DEL MERCADO CAMBIARIO¹

Ana Fernanda Maiguashca Olano

El régimen cambiario de un país hace alusión a la forma en que su autoridad monetaria, en el caso de Colombia la Junta Directiva del Banco de la República, determina el manejo del tipo de cambio y la apertura de la cuenta de capitales en el marco de su estrategia de política monetaria. Con el inicio del siglo, y después de la crisis de finales de la década de los noventa, el Banco decidió que este marco sería el de inflación objetivo con flotación cambiaria en un contexto de relativa apertura a los flujos de capitales.

En ese momento se definió un marco normativo para las operaciones del mercado cambiario, contenido fundamentalmente en la Resolución 8 de 2000. Con el paso del tiempo, este marco fue modificándose, abriendo excepciones, se crearon resoluciones complementarias, etc., y, como muchas veces ocurre, se convirtió en una amalgama de reformas que dejaron de tener consistencia con el entorno económico y financiero que regulaban y perdieron también coherencia interna.

En un esfuerzo por renovar el marco regulatorio de una forma integral y acomodarlo a los muchos eventos e innovaciones que ha vivido el entorno colombiano en los últimos dieciocho años, el Banco de la República comenzó a trabajar hace ya hace algunos años en una revisión de todas las normas pertinentes.

Se buscó partir de la lógica de un mercado cambiario con flotación del tipo de cambio, y con muchos años de madurez de parte de los agentes que en él participan. Durante estos años, no solo se sofisticaron los participantes del mercado cambiario, sino también los mercados en general, y el país

¹ Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Los errores u omisiones que persistan son responsabilidad exclusiva de la autora. Se agradece a Hernando Vargas Herrera, Alberto Boada Ortiz, Pamela Cardozo Ortiz y Tatiana Venegas Karpf por sus aportes.

consolidó grandes logros en términos de su institucionalidad y desarrollo. Cosas que en otras épocas no podíamos imaginarnos, como una oferta de crédito externo denominado en nuestra moneda y a plazos relativamente amplios, empezaron a ser cada vez más comunes.

De la misma forma que se sofisticaron los agentes y los mercados, se sofisticaron los riesgos. Los intermediarios financieros colombianos ahora no solo usan otras monedas en sus operaciones de tesorería, sino que tienen parte de sus balances en otras economías, sobre todo en Centroamérica. El riesgo de fluctuaciones de las monedas de esos países –y no solo del dólar americano (que parecía ser la única divisa relevante para nuestros operadores hace veinte años)– y la aparición del riesgo de liquidez en esas otras denominaciones, empezó a ser cada vez más relevante. Reguladores y regulados aprendimos durante estos años respecto de las grandes fluctuaciones de las monedas, de los flujos y de sus efectos en los balances.

Se inició, entonces, una labor que partía de la siguiente pregunta: ¿Qué debía buscar el marco normativo del mercado? La respuesta a esta pregunta incluyó varios criterios, como se explica a continuación.

1. Información macroeconómica y del sector externo

En primer lugar, el marco debía garantizar que la autoridad cambiaria contara con la *información* necesaria para construir el balance del país con el resto del mundo, es decir, la balanza de pagos, y, en especial, el monto y la composición de los flujos de capitales. Asimismo, se requería la información para poder monitorear la evolución del riesgo cambiario de los administradores profesionales de estos flujos y operaciones. Dicha información se captura fundamentalmente a través de las declaraciones de cambio que acompañan todas las llamadas “canalizaciones” de las operaciones. Las operaciones que deben ser canalizadas están definidas en el Decreto 1068 de 2015 y “fallas” en los reportes generan sanciones onerosas para los empresarios y quienes participen de este mercado. En esa medida, se buscó que aquellas operaciones en las que solo se requiriera información y no control, pudieran pasar a un mundo más sencillo, a ser las llamadas “voluntariamente canalizadas”. Pero la iniciativa requería de un decreto del Gobierno, que en su momento fue publicado para comentarios, pero que por último no pudo ser expedido. En cualquier caso, había espacio para simplificar los reportes, eliminar detalles que se exigían pero que no eran

tan relevantes a la hora del análisis de la información, o requerimientos que en realidad eran cumplidos sin que las personas entendieran bien lo que hacían, generando reportes costosos pero imprecisos.

Fue así como se eliminó la obligación de reportar las inversiones financieras que los colombianos realizan en el exterior. Esta obligación era desconocida por muchos, temida por otros, y constituía un trámite dispendioso que podía dar origen a sanciones y, en realidad, no formaba parte de un análisis relevante para las autoridades.

Se suprimieron múltiples numerales (en total veintisiete, aunque en neto solo dieciséis, porque se debieron crear once) en las declaraciones de cambio –categorías detalladas que debían ser registradas por los usuarios dentro de cada tipo de formulario–, se eliminó el formulario 8 y también los requisitos de conservación de documentos que los intermediarios debían pedirle a los empresarios. Además, se facilitó que todo el proceso se hiciera de forma digital, presionando aún más a todo el sistema para migrar hacia pedir solo una firma digital y no una física.

2. Medición y control de riesgos

En segundo lugar, se debía garantizar una adecuada *medición y control de los riesgos* que se originan en los flujos con el exterior y de las operaciones en moneda extranjera. Estos riesgos, si bien se podrían entender como riesgos financieros, ya mitigados por la regulación prudencial, tienen una característica especial. Para una economía mediana y abierta como Colombia, los choques externos tienen impactos muy fuertes. Se vivió recientemente con la caída en los términos de intercambio, y se vio en el pasado con los movimientos de la liquidez internacional que marcan de manera importante lo que pasa con nuestros ciclos internos. Ante esos choques, el marco de política de inflación objetivo con flotación cambiaria prevé que el tipo de cambio sea la variable que “absorbe” el golpe al inicio, “protegiendo” la estabilidad de la tasa de interés, y buscando así suavizar los impactos en el producto. Para que esto funcione, es importante que las fluctuaciones del tipo de cambio no amenacen la estabilidad del sistema financiero ni la salud del sector real. Es por eso que la prevención de grandes descalces cambiarios es tan relevante para la autoridad responsable de velar por la operación de todo el marco de política.

El Banco difícilmente podría limitar los descalces del sector real, puesto que no existe una sola autoridad de supervisión que pudiera garantizar su cumplimiento, pero con la flotación vienen los riesgos de la volatilidad misma del tipo de cambio que de manera normal lleva a los agentes a tener un manejo prudente de estos descalces. En cualquier caso, el Banco los monitorea en forma constante buscando señales de alerta.

El sistema financiero es de otra naturaleza. No solo porque sí tiene un supervisor consolidado que puede velar por el cumplimiento de la regulación, sino porque los intermediarios que lo componen podrían terminar acumulando muchos de los riesgos que se generan en todas las operaciones con sus clientes. Fallas grandes del sistema financiero pueden comprometer el adecuado funcionamiento de elementos fundamentales de una economía, tales como la oferta de crédito y el sistema de pagos.

Era conveniente revisar el tipo de actividades que se les habían autorizado a los diferentes tipos de intermediarios, limpiando inconsistencias que se pudieron ir generando con el paso de los años y las diferentes reformas puntuales que había sufrido la norma. Al final, quedaron cinco categorías de intermediarios del mercado cambiario, con diferentes tipos de actividades permitidas según sus diferentes licencias y patrimonios. Los establecimientos de crédito quedaron en las categorías uno y dos, con el número más amplio de actividades autorizadas. La principal diferencia entre estos dos grupos, es que el primero puede obtener y otorgar financiación estipulada en moneda extranjera y realizar derivados, mientras que el segundo debe restringir la colocación estipulada en moneda extranjera a las tarjetas de crédito y no puede realizar derivados. Ambos pueden intermediar financiación estipulada en pesos proveniente de agentes externos. Las sociedades comisionistas que tengan un patrimonio que refleje que su operación soporta una gestión adecuada de los riesgos en cuestión, entran en la categoría tres. En ella se limita el apalancamiento de estas entidades a las operaciones con derivados que se liquiden en una cámara de riesgo central de contraparte, garantizando que sea ésta la que administre el riesgo de contraparte de la operación. Las operaciones de deuda se dejan para los grupos uno y dos que, al ser establecimientos de crédito, tienen la experticia de ser los gestores profesionales de este tipo de riesgo. A los grupos 4 y 5 pertenecen las entidades que se concentran en remesas, giros y pagos, como las sociedades de intermediación cambiaria y servicios financieros especiales (Sicfes) y las sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos (Sedpes).

Finalmente se buscó también que la licencia de IMC sea una posibilidad de las entidades, pero no una obligación, reconociendo que dentro de cada grupo puede haber diferentes estrategias de negocio que no necesariamente involucran desarrollar una operación cambiaria.

En cuanto al riesgo de los balances de estas entidades, el Banco inició un proceso de sofisticación de su regulación del riesgo en moneda extranjera de estos intermediarios hace unos años. Se pasó de la medición de la llamada “posición propia”, que solo contemplaba el riesgo de fluctuaciones contra el dólar, a la medición y control del riesgo de descalce en otras monedas, sin perder el control del conjunto de toda la exposición en moneda extranjera. Se construyó un indicador de riesgo de liquidez en esas monedas también. De este proceso nacieron el Indicador de riesgo cambiario (IRC), para medir el riesgo cambiario de manera integral, y los indicadores de exposición de corto plazo individual y consolidado, para medir el riesgo de liquidez en moneda extranjera en el ámbito individual, y consolidado, en línea con el espíritu de la ley de conglomerados financieros (Ley 1870 de 2017), en busca de recoger todo el balance de los grupos financieros.

Una vez se fortalecieron los mecanismos de control y medición de los riesgos de balance, se podían simplificar las operaciones cambiarias. En particular, en el caso del crédito en moneda extranjera, la regulación se concentró en que el riesgo cambiario estuviera bien revelado en el balance, y se levantaron las restricciones a la moneda de desembolso y de pago, lo que facilitó la vida de los empresarios que acudían a estas operaciones. Se previó también que hubiese operaciones de crédito con el exterior, pero denominadas en pesos colombianos, y se facilitó su operatividad, entendiendo, además, que ellas no generan riesgo cambiario.

Asimismo, se encontró que las restricciones impuestas a las operaciones de avales y garantías no encontraban gran sustento conceptual, en la medida en que mientras se conociera que existían las contingencias, su riesgo estaría revelado, y que cuando se convirtieran finalmente en deuda, estarían amparadas por la regulación correspondiente. En esa medida, se eliminaron dichas restricciones, buscando eso sí que la información de las contingencias que dichos avales o garantías generan para el sistema financiero estuviera reportada de manera adecuada.

En cuanto a las operaciones de derivados (que como se verá adelante son un tipo de operación de deuda), se flexibilizaron también muchas de las reglas que las amparaban. Para aquellas operaciones en las que aún se considera que debe haber mayor prudencia en su gestión, como son los derivados de riesgo de crédito, se creó un capítulo especial para los llamados *credit default swaps*. En él se autoriza su uso, se flexibiliza lo autorizado a los IMC, pero se mantienen ciertas precauciones. En particular se permitió que estos derivados puedan ser adquiridos con libertad, sin importar si están operando como cobertura de alguna inversión o si son en sí mismos una apuesta abierta, pero los IMC no podrán emitirlos. Estas operaciones tienen un alto nivel de complejidad y la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) optó por una liberación parcial de su régimen.

Para el resto de derivados, tanto financieros como de productos básicos, se liberaron las autorizaciones taxativas que existían: ya no hay una lista de operaciones ni subyacentes autorizados, con lo cual no es necesario tener que incluir cada cierto tiempo las innovaciones que se fueran generando en este mercado que es bastante dinámico y que busca, precisamente, brindarle a los clientes maneras más eficientes del manejo de su riesgo. Esto implica que los IMC pueden participar del mercado de derivados de productos básicos, que hasta ahora solo era permitido para que los residentes se cubrieran con agentes del exterior. Además, se eliminaron las condiciones que se habían establecido para el cumplimiento de todos los derivados, a fin de que pueda ser financiero o efectivo, dejando esto en cabeza del acuerdo de las partes.

Por otra parte, se eliminaron algunas excepciones a las operaciones de crédito que son cobijadas por el requisito de depósito al endeudamiento externo, que hoy es de 0%, pero que es una piedra angular de la regulación macroprudencial del Banco de la República.

Este depósito responde a una segunda dimensión del riesgo que debe controlar la regulación. Hasta ahora se ha hablado del riesgo en los balances, pero no del que se genera por los flujos. Cuando hay grandes olas de liquidez internacional, la experiencia ha enseñado que el entusiasmo se contagia a través de las fronteras, y que los intermediarios financieros locales pueden formar parte de este proceso de amplificación del “entusiasmo”. Ello puede llevar a que el sector real se endeude en exceso, bajo el espejismo, común a todas las economías, de que las buenas épocas nunca van a terminar. Sin embargo, las vacas flacas llegan, y si hubo una asunción excesiva de riesgo del sector real intermediada además por el sector financiero, la “destorcida” es dolorosa y sus costos pueden

perdurar en el tiempo. El Banco, y en general las autoridades colombianas, han sido muy acertadas en mantener un marco contracíclico de acción a lo largo de estas subidas y bajadas de la marea. Cuando el entusiasmo parece desbordarse, hay varios instrumentos en cabeza de varias autoridades, que permiten llamar a la calma a través de aumentos en los costos marginales de ciertas operaciones. Así han funcionado algunas provisiones impuestas por la Superintendencia Financiera, el encaje marginal en cabeza del Banco, y el depósito al endeudamiento externo. El Gobierno tiene la facultad de imponer un depósito con esta misma lógica a los flujos de inversión extranjera de portafolio.

Ahora bien, queda sin considerar un tercer tipo de deuda que no estaba amparado por estos depósitos, y es el que está implícito en las operaciones de derivados. Se cita un ejemplo: cuando un agente compra dólares *forward*, lo que hizo fue “pedir prestados” pesos para comprar dólares que le entregarán al vencimiento, pero fijando su precio *hoy*. Los pesos que se han de pagar por los dólares, solo tendrán que entregarse al vencimiento, tal como ocurre con un crédito.

Para estas operaciones, el Banco de la República creó otra forma de medición y de control indirecto. Los límites a la Posición bruta de apalancamiento (PBA) y la Posición propia de contado (PPC) fueron diseñados para acotar la capacidad que los IMC tenían de intermediar derivados con sus clientes. Sin embargo, contrario a los depósitos al endeudamiento externo y a la inversión de portafolio, que solo se utilizan en tiempos en que sube la marea y con ella el entusiasmo, los límites a la PPC y a la PBA estaban operando constantemente. Esto no iba en línea con la lógica contracíclica que se busca en este tipo de instrumentos macroprudenciales, y en esa medida se decidió que estos dos indicadores iban a continuar siendo calculados por las entidades pero se eliminaron sus límites en “tiempos de paz”. De la misma forma que el depósito al endeudamiento externo, si en algún momento la JDDBR decide que hay motivos para su uso, podrá imponer de nuevo límites sobre esas posiciones. Esto permite que el mercado de derivados y la oferta de ellos al sector real pueda profundizarse, creando oportunidades de mejor manejo del riesgo para las empresas y otros clientes. Sin embargo, al continuar con el cálculo de los indicadores, las autoridades conservan el instrumento macroprudencial a su disposición, para usarlo si lo consideran necesario.

3. Autonomía de la política monetaria

Finalmente, la regulación debe velar por la *autonomía de la política monetaria*. En esa medida, se revisaron todas las normas que propenden por minimizar la dolarización del pasivo del sistema financiero para mantener límites sobre dichos pasivos. La experiencia de otros países latinoamericanos confirma las bondades de no tener dicha dolarización para no restringir la autonomía de la autoridad en su estrategia de inflación objetivo con flotación y velar así por la mejor transmisión de la política monetaria. Si los depósitos estuvieran en otras monedas, el movimiento de la tasa de interés de intervención del Banco de la República tendría un efecto limitado sobre la tasa de interés de dichos depósitos. Es por eso que la composición de monedas del pasivo del sistema financiero es importante para la efectividad de la transmisión de la política monetaria.

4. Otras medidas

En una revisión exhaustiva de las normas como la que se realizó, hay muchos cambios que no pueden ser enumerados en detalle. Algunos de ellos afectan al público en general. Un ejemplo es el aumento del límite de operaciones en efectivo de los profesionales del cambio de USD \$3 mil a USD \$10 mil, alineando este monto con el que es sujeto de declaración en aduanas, y considerando que se cuenta en cualquier caso con la información de todas las transacciones sin importar su tamaño. Otros tienen públicos más especializados, como la ampliación del tipo de cuentas que los no residentes pueden tener en pesos en los intermediarios colombianos; o el de llevar la regulación de las entidades públicas de redescuento al campo más homogéneo de la regulación general de mitigación del riesgo cambiario. Así que será importante continuar con la labor de divulgación de esta modificación normativa.

Es importante, eso sí, buscar que las personas la lean, en la medida en que se buscó compendiar un buen número de normas en una sola y darles una lógica que pueda guiar al lector a través de los diferentes temas. El equipo del Banco estará atento a las preguntas del público y realizará diversos foros para generar mayor conocimiento y comprensión de este nuevo marco regulatorio, todo él contenido en la Resolución Externa 1 de 2018 de la Junta Directiva del Banco de la República.

Dicha resolución nace pocos días después de que su predecesora cumpliera la mayoría de edad (la Resolución Externa 8 nació el 5 de mayo de 2000), y en buena hora toda la norma se prepara para esta tercera etapa, pasadas su infancia y adolescencia, con un mercado local e internacional más maduro, sofisticado y con nuevos riesgos que medir y mitigar.