



Ensayos sobre POLÍTICA ECONÓMICA

www.elsevier.es/espe



Determinantes de la tasa de cambio en Colombia: un enfoque de microestructura de mercados

Andrés Murcia^{a,*} y Diego Rojas^b

^aProfesional Líder de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales, Banco de la República, Colombia

^bTrader II de la Mesa de Dinero del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados, Banco de la República, Colombia

INFORMACIÓN DEL ARTÍCULO

Historia del artículo:

Recibido el 7 de enero de 2014

Aceptado el 12 de junio de 2014

Clasificación JEL:

G14

D82

C81

Palabras clave:

Tasa de cambio

Microestructura de mercados

Modelos EGARCH

Encuesta de Microestructura

JEL Classification:

G14

D82

C81

Keywords:

Exchange rate

Market microstructure

EGARCH models

Microstructure Survey

RESUMEN

En este trabajo se brindan elementos adicionales en la comprensión de la dinámica de la tasa de cambio en Colombia. Por una parte, se presentan los principales hallazgos de una encuesta dirigida a los agentes del mercado cambiario; en ella se resalta la diferencia en la percepción que exhiben los agentes en torno a los determinantes de corto, mediano y largo plazo. En el primer caso, los determinantes responderían principalmente a efectos de microestructura, mientras que a mediano y largo plazo, la tasa de cambio respondería sobre todo a sus fundamentales. Los agentes también resaltan la mayor importancia de los factores internacionales con respecto a los locales en la dinámica de esta variable. Este estudio se concentra especialmente en los determinantes de corto plazo de la tasa de cambio. Con el objetivo de enmarcar la determinación de esta variable se presenta un modelo teórico desarrollado por Kyle (1985) donde se resalta la importancia de los factores de microestructura en un escenario de información asimétrica y agentes estratégicos. Con base en estos determinantes se estimó un modelo de microestructura, utilizando información intradía descargada directamente de las pantallas de negociación. Este modelo es utilizado para corroborar algunos hallazgos de la encuesta realizada. En particular, se valida la mayor importancia de factores internacionales respecto a los factores locales, y también se evalúa el impacto de la intervención del Banco de la República sobre la dinámica del tipo de cambio.

© 2013 Banco de la República de Colombia. Publicado por Elsevier España, S.L. Todos los derechos reservados.

Determinants of the Exchange Rate in Colombia: A Market Microstructure Approach

ABSTRACT

This work seeks to provide some additional elements in understanding the dynamics of the exchange rate in Colombia. First, it uses information from a survey directed to the exchange rate market players. It highlights the difference exhibited by market participants about the determinants of the exchange rate in the short, medium and long term. In the first case, the determinants respond primarily to market microstructure effects while in the medium and long term, the exchange rate is mainly driven by its economic fundamentals. Agents also highlighted the increasing importance of international factors with respect to the premises in determining the dynamics of this variable. This study focuses specifically on the determinants of short-term of the exchange rate where the microstructure elements take greater relevance. To this end, a theoretical model developed by Kyle (1985) is presented, which highlights the importance of microstructure factors in determining the exchange rate in a scenario of asymmetric information and strategic agents. Based on the identification of these microstructure determinants, an empirical model was estimated using information downloaded directly from intraday trading screens. This model is used to corroborate some of the survey results. In particular, it validates the increasing importance of international factors with respect to local factors, as well as the impact of the intervention of the Central Bank on the dynamics of the exchange rate in Colombia.

© 2013 Banco de la República de Colombia. Published by Elsevier España, S.L. All rights reserved.

1. Introducción

Durante los últimos años se ha presentado un escenario de apreciación importante del tipo de cambio que no solo ha acompañado a la economía colombiana, sino a otras economías emergentes (fig. 1).

* Autor para correspondencia.

Correos electrónicos: anmurcia@gmail.com; drojaspr@banrep.gov.co

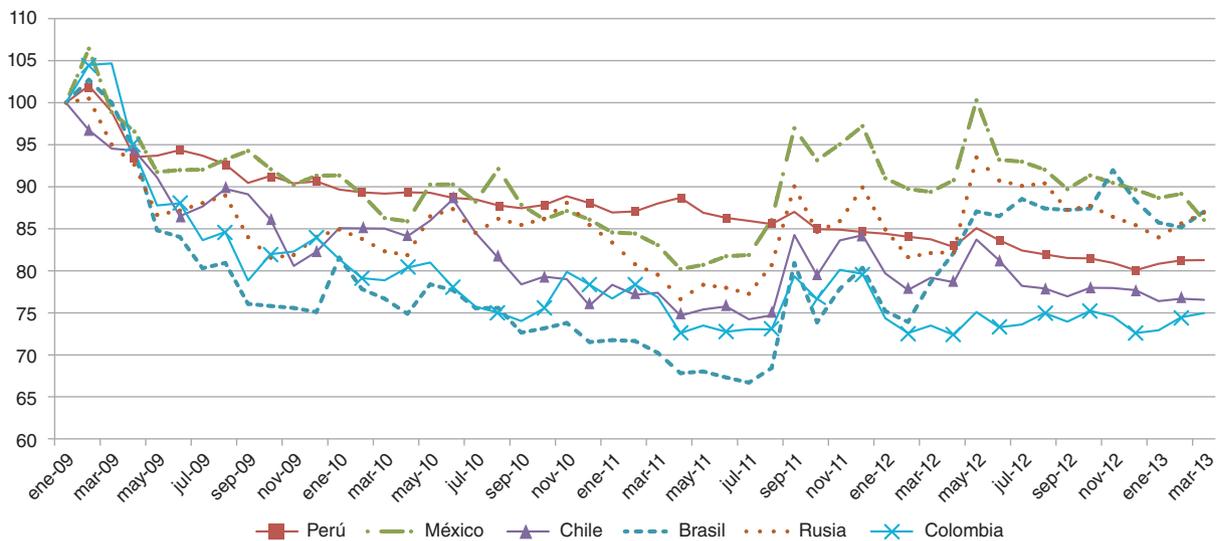


Figura 1 Tasa de cambio nominal para algunos países emergentes (enero de 2009 = 100).
Fuente: Bloomberg cálculos de los autores.

Este hecho ha generado diferentes reacciones de política de algunos Gobiernos y bancos centrales con el fin de apaciguar dicho comportamiento. Los resultados y efectividad de estas intervenciones han sido objeto de un amplio estudio en los diferentes ámbitos. Este contexto, en particular, ha impulsado el interés de entender los determinantes que afectan al comportamiento del tipo de cambio en Colombia.

La teoría económica tradicional ha identificado algunos determinantes del tipo de cambio tales como la posición externa internacional de los países, el diferencial de tasas de interés (tasa de interés interna vs. tasa de interés externa), los términos de intercambio (por ejemplo, precio del petróleo), entre otros. En efecto, existe una amplia literatura que predice que estos fundamentales determinan la dinámica del tipo de cambio en un sistema de libre flotación. Sin embargo, internacionalmente estos modelos no han tenido un desempeño favorable para explicar la dinámica del tipo de cambio utilizando datos con una frecuencia mayor que un año (Evans, 2010). Es más, algunos economistas han creado el concepto de *exchange rate disconnected puzzle* para catalogar y describir la falta de conexión entre la dinámica de la tasa de cambio y los fundamentales macroeconómicos (Obstfeld y Rogoff, 2001).

A raíz de estos hallazgos, ha surgido una literatura basada en el efecto potencial sobre la dinámica del tipo de cambio que nace de la presencia de asimetrías de información en el mercado cambiario. La presencia de este fenómeno genera que los agentes privados realicen sus órdenes teniendo en cuenta diferentes niveles y calidad de información tratando de aprovechar coyunturas específicas. Este hecho puede llevar a que variables tales como las órdenes de los clientes puedan en efecto determinar la dinámica de la tasa de cambio. En términos empíricos es importante resaltar que algunos trabajos de esta literatura han encontrado que las órdenes del mercado pueden explicar entre el 40 y el 80% de la variación diaria de la tasa de cambio para un conjunto de países (Evans y Lyons, 2002). Adicionalmente, otros trabajos han encontrado que la importancia de esta variable aplica para diferentes tipos de medidas de órdenes del mercado y para diferentes mecanismos de negociación (Osler, 2008; Sager y Taylor, 2008).

Todos estos hallazgos han puesto en evidencia que, posiblemente, los determinantes de la tasa de cambio pueden ser diferentes en el corto plazo (por ejemplo, intradía, diario, semanal), con respecto a los determinantes de mediano y largo plazo (por ejemplo, mensual y anual). De acuerdo con la evidencia empírica internacional se espe-

raría que, en efecto, en el mediano y largo plazo, los fundamentales económicos pudieran explicar la dinámica del tipo de cambio; mientras que, si se tiene en cuenta un horizonte de corto plazo, los efectos de microestructura, tales como las órdenes de mercado, el efecto de diferentes noticias o anuncios económicos, así como aspectos de estrategias de *trading*, pueden ganar relevancia en la explicación de la tasa de cambio.

En definitiva, este trabajo tiene un doble objetivo. Por una parte, busca brindar herramientas de juicio para entender mejor la importancia de los distintos determinantes de la dinámica del tipo de cambio teniendo en cuenta diferentes horizontes de tiempo. Para ello, se consideró relevante contar con una medición de la percepción que tienen los diferentes agentes que participan activamente en el mercado cambiario sobre los determinantes de la tasa de cambio peso colombiano/dólar estadounidense, y con este objetivo, la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales del Banco de la República (BR) diseñó una encuesta dirigida a las diferentes entidades que participan en el mercado cambiario¹. A esta encuesta se le llama a lo largo del documento Encuesta de Microestructura. El segundo objetivo de este trabajo es ofrecer un análisis enfocado en el corto plazo, específicamente en la dinámica intradía del tipo de cambio en Colombia, para lo cual se tomó como insumo algunos de los principales hallazgos de dicha encuesta. Para ello, se estimó un modelo con datos de alta frecuencia tomados del sistema de negociación de divisas SET-FX, y se evaluó la importancia de las diferentes noticias o eventos económicos en la dinámica intradía de esta variable.

El documento está dividido en 5 secciones incluyendo esta introducción. En la segunda sección se hace una exposición de los principales hallazgos de la Encuesta de Microestructura. En la tercera, se hace una exposición de un modelo teórico en el que se resalta la importancia de las órdenes del mercado como determinante primordial de la tasa de cambio en el corto plazo, lo que sirve como base

1. La encuesta se llevó a cabo entre los días 12 y 29 de junio de 2012 y contó con la participación de 151 profesionales que en ese momento trabajaban en las mesas de dinero de divisas de las principales entidades del sistema financiero colombiano. La muestra de la encuesta es lo suficientemente amplia e incluye: tesoreros (5), directores de mesa de dinero (21), *traders senior* (41), *traders* (42), *traders junior* (19), analistas de riesgo (6) y analistas económicos (5), entre otros. El diseño de la encuesta fue inspirado en el trabajo de Bhanumurthy (2005), que estudió la microestructura del mercado cambiario en la India utilizando —entre otras cosas—, datos recogidos a través de encuestas dirigidas a los agentes del mercado.

Download English Version:

<https://daneshyari.com/en/article/997327>

Download Persian Version:

<https://daneshyari.com/article/997327>

[Daneshyari.com](https://daneshyari.com)