

**LA TASA DE CAMBIO
NOMINAL EN COLOMBIA.**

**Julio César Alonso C.
Alejandro Cabrera**

APUNTES DE ECONOMIA

ISSN 1794-029X

Segunda edición, junio de 2004

Editor

Julio Cèsar alonso

jcalonso@icesi.edu.co

Asistente de Edición

Carolina Lasso Quintero

Gestión Editorial

Departamento de Economía - Universidad ICESI

www.icesi.edu.co

tel: 5552334 ext: 398. Fax: 5551441

Calle 18 #122-135 Cali, Valle del Cauca – Colombia

La Tasa de Cambio Nominal en Colombia.

Julio César Alonso C¹

Alejandro Cabrera²

Junio de 2004

Resumen

Este documento tiene como objetivo brindar al estudiante una breve introducción a los diferentes regímenes de cambio que han existido en Colombia; para ello se presenta una breve descripción de los diferentes mecanismos que se han empleado en Colombia para regular el mercado de moneda extranjera desde la segunda mitad del siglo XX; de igual forma se presenta una aproximación intuitiva para entender el funcionamiento de los diferentes regímenes. Está dirigido principalmente a estudiantes de pregrado de economía, pero por la sencillez del lenguaje, puede ser de utilidad para cualquier estudiante o profesional interesado en la política económica.

Palabras claves: Tasa de Cambio; Colombia; Bandas Cambiarias; crowling peg; mini devaluaciones; opciones put y call.

Apuntes de Economía es una publicación del Departamento de Economía de la Universidad Icesi, cuya finalidad es divulgar las notas de clase de los docentes y brindar material didáctico para la instrucción en el área económica a diferentes niveles. El contenido de esta publicación es responsabilidad absoluta del autor.

¹ Jefe, Departamento de Economía de la Universidad Icesi.

² Estudiante de Economía y Negocios Internacionales.

Introducción

La tasa de cambio nominal es uno de los precios más importantes de una economía, pues ésta determina el valor en pesos de todos los bienes del resto del mundo y al mismo tiempo determina el precio de los productos colombianos en las diferentes monedas extranjeras. Así, la tasa de cambio es uno de los determinantes del flujo de bienes, servicios y capitales entre Colombia y el resto del mundo.

La forma como se determina la tasa de cambio nominal en Colombia hoy en día es fruto de un proceso de flexibilización en la regulación del mercado de dólares en los últimos 50 años. Se ha pasado de un sistema donde el precio del dólar era fijado por decreto por largos periodos a un sistema en el que la oferta y la demanda determinan el precio de la moneda extranjera.

En la primera parte de este documento haremos una breve introducción a los diferentes sistemas que se han empleado en Colombia para regular el mercado de moneda extranjera, mercado vital para cualquier economía. Además, esta introducción presenta un breve glosario en el que se definen algunos términos importantes que se emplearán a lo largo del texto (Ver Tabla 1-1). La segunda sección corresponde a una revisión rápida del régimen de cambios que rigió en Colombia para el período comprendido entre 1967 y 1993, conocido como el régimen de mini devaluaciones. En la tercera parte de este escrito, se describirá el régimen cambiario que sucedió a las mini devaluaciones: el régimen de bandas cambiarias. El régimen de bandas cambiarias estuvo en funcionamiento entre enero de 1994 y septiembre de 1997. Finalmente, la sección 4 sintetiza los aspectos más importantes del régimen cambiario vigente en Colombia desde septiembre de 1997.

Tabla 0-1. Glosario

Balanza de Pagos	Cuenta que mide las transacciones de bienes, servicios, ingresos y activos financieros de los agentes económicos nacionales y el resto del mundo en un período dado. (Incluye la Cuenta Corriente)
Cuenta Corriente	Cuenta que mide las transacciones de bienes y servicios de los agentes económicos nacionales y el resto del mundo en un período dado. Esta cuenta incluye: importaciones y exportaciones de bienes y servicios, transferencias unilaterales.
Devaluación (nominal)	Aumento de la tasa de cambio nominal. En otras palabras, cuando se deben dar más pesos por unidad de moneda extranjera, como por ejemplo un dólar, un euro, etc.
Divisas	Moneda extranjera.
Paridad del poder adquisitivo	Situación en la cual una unidad de moneda local es capaz de comprar la misma cantidad de bienes internamente y en todos los demás países.
Régimen de Cambio	Conjunto de medidas y normas que reglamentan las transacciones y actividades de los agentes que participan en el mercado de divisas.
Reserva Federal de los Estados Unidos	Autoridad monetaria de los Estados Unidos, compuesto por 12 Bancos distritales, que funciona en la práctica como el Banco Central de ese país.
Reservas Internacionales	Activos externos (dólares, yenes, euros, bolívares, etc.) que están bajo control del Banco Central. Estos activos están a disposición inmediata del Banco Central para cualquier transacción deseada.
Revaluación (nominal)	Disminución de la tasa de cambio. En otras palabras, cuando se necesitan menos pesos para comprar una unidad de moneda extranjera.
Tasa de Cambio nominal	Cantidad de pesos que se deben pagar por una unidad de moneda extranjera; normalmente se emplea como referencia el

	dólar americano. En otras palabras, es el precio de una unidad de moneda extranjera, por ejemplo un dólar americano.
Tasa de cambio Sobre/Sub valuada	Se dice que una tasa de cambio está sobre/sub-valuada si ésta está por encima de la tasa de de cambio real de equilibrio o deseada ³ .
Tasa de paridad	Tasa de cambio nominal que garantiza la paridad del poder adquisitivo.
Tasa Representativa de Mercado (TRM)	Promedio aritmético de las tasas promedio ponderadas de compra y venta de divisas de las operaciones interbancarias y de transferencias, desarrolladas por los intermediarios del mercado cambiario en el día anterior.
Términos de intercambio	Relación entre los precios internos y los externos.

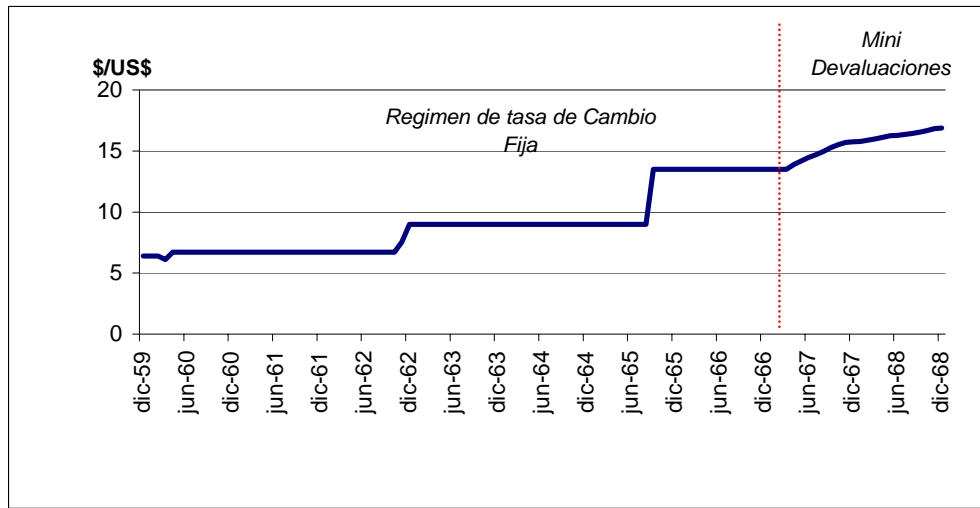
³ Para mayor claridad ver Cárdenas, et.al. (1997) página 78.

1. Las Mini Devaluaciones (Marzo 1967a Diciembre 1993)

A partir de 1967, con el Decreto-Ley 444, se estableció un régimen cambiario conocido con el nombre de “crawling peg” o mini devaluaciones. Este régimen intentó dar fin a las dramáticas devaluaciones y desequilibrios cambiarios que se presentaban con el sistema anterior: el régimen de tasa de cambio fija.

El régimen de cambio de tasa fija implicaba una constante erosión en los términos de intercambio ⁴ ocasionados por los desequilibrios entre la inflación colombiana, significativamente mayor a la inflación internacional o de Estados Unidos (el cual era y sigue siendo nuestro principal socio comercial). Un régimen de tasa de cambio fija implica asignar un precio fijo al cual se intercambiarán los pesos por dólares o viceversa. (Ver Figura 2-1). En este régimen de cambio se mantiene un precio por un período largo; por ejemplo, como se puede observar en el Gráfico 1-1, entre diciembre de 1962 y agosto de 1965 la tasa de cambio fue de 9 pesos por dólar. Este precio fijo por períodos largos, sin importar los movimientos de la oferta y la demanda de divisas, era el que provocaba los fuertes desequilibrios cambiarios que debían ser corregidos por la acumulación o desacumulación de reservas por parte del Banco de la República.

**Gráfico 1-1. Tasa de Cambio Oficial en Colombia
(Diciembre 1959 – Diciembre 1968)**



Fuente: Banco de la República

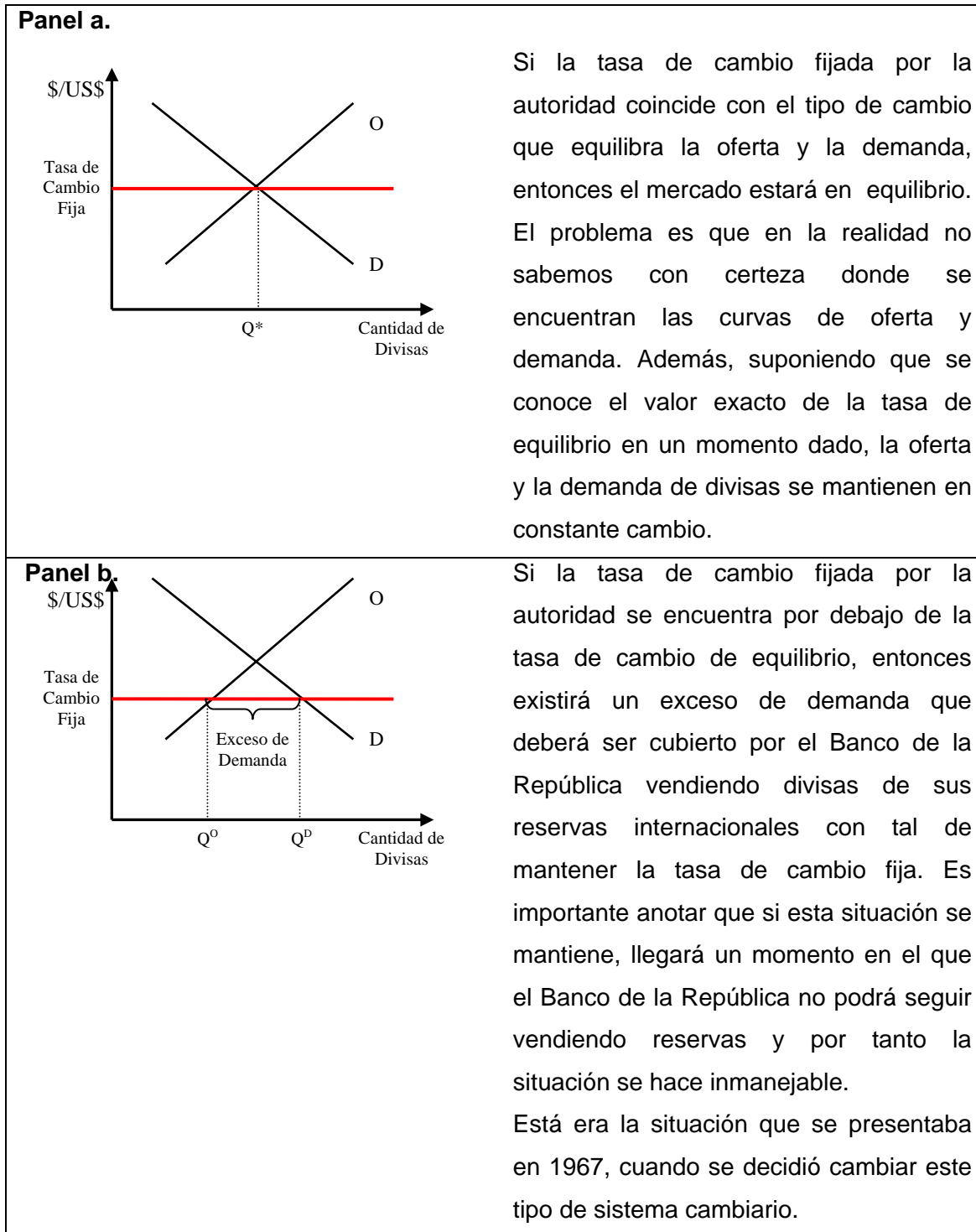
⁴ Ver Tabla 1-1 para una definición de este término.

Tabla 1-1. ¿Quiénes Compran y Venden Dólares en Colombia?

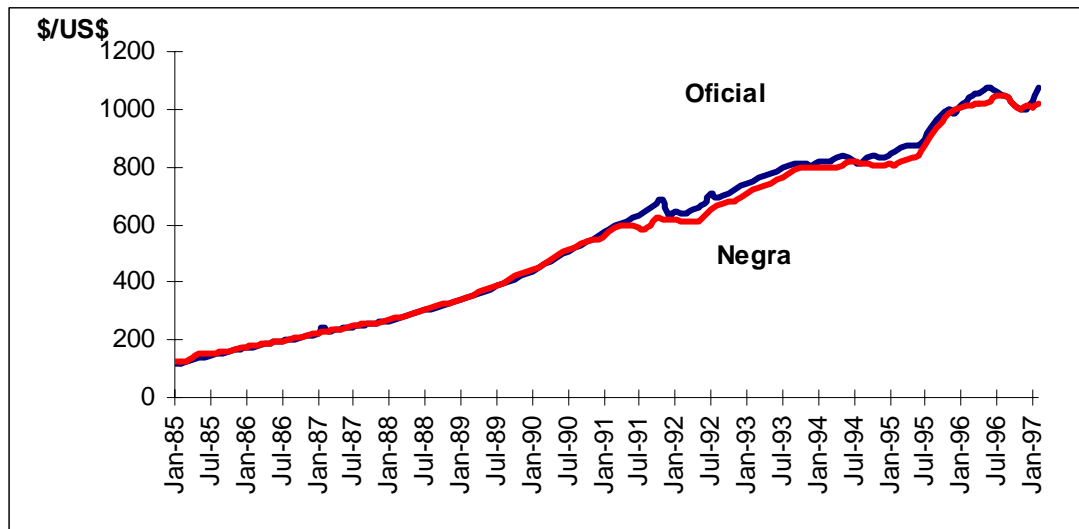
Compradores de Dólares (Demanda)	Vendedores de Dólares (Oferta)
<p>Las principales fuentes para la demanda de dólares en Colombia son:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Los importadores de bienes y servicios que requieren dólares para pagar sus compras. Por tanto un aumento de las importaciones aumentará la demanda de dólares. • Los inversionistas institucionales nacionales o extranjeros que desean liquidar sus inversiones en Colombia para invertir sus recursos por fuera del país. Así, cuando los inversionistas extranjeros o nacionales encuentran que sus recursos por fuera del país son más rentables que internamente, la demanda de dólares aumentará. • El gobierno colombiano también hace parte de la demanda de dólares cuando éste requiere dólares para pagar los servicios de la deuda. • Los turistas colombianos que necesitan dólares para pagar sus gastos en el exterior hacen parte de la demanda por dólares. • El Banco de la República, cuando sea conveniente, compra dólares para mantener el stock de divisas y el precio del dólar a niveles adecuados (este papel del Banco de la República será explicado en detalle más adelante). 	<p>Las principales fuentes para la oferta de dólares en Colombia son:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Los exportadores nacionales de bienes y servicios como el café, el petróleo, el carbón, flores, banano, confesiones, cueros, etc. Así, cuando las exportaciones colombianas aumentan la oferta de dólares aumentará. • Una fuente de dólares que cada día gana más importancia son las remesas que envían los colombianos residentes en el exterior a sus familiares en Colombia. • Otra fuente importante de dólares son los inversionistas institucionales. Los inversionistas extranjeros que desean traer recursos para invertir en Colombia y los inversionistas colombianos como los fondos privados de pensiones que desean convertir sus inversiones en el exterior a inversiones en Colombia. • El Gobierno colombiano regularmente financia su déficit fiscal con venta de bonos en el exterior o empréstitos con organismos multilaterales. Cuando el gobierno decide traer esos recursos al país aumentará la oferta de dólares. • Otra fuerte alternativa de dólares son los colombianos que tienen activos o ingresos por fuera de Colombia que deciden traer sus recursos parcial o totalmente al país

	<p>para adquirir bienes. Un ejemplo de eso son los dineros provenientes del tráfico ilícito de drogas que ingresan al país a través de operaciones de “lavado de dólares”. Así, una disminución del tráfico de drogas disminuirá la oferta de dólares por este concepto.</p> <ul style="list-style-type: none">• El Banco de la República, cuando sea conveniente, vende dólares para mantener el stock de divisas y el precio del dólar a niveles adecuados (este papel del Banco de la República será explicado en detalle más adelante).
--	---

Figura 1-1. Régimen de Tasa de Cambio Fija



**Gráfico 1-2. Tasa de Cambio Oficial y Tasa de Cambio Negra
(Enero 1985 – Febrero 1997)**



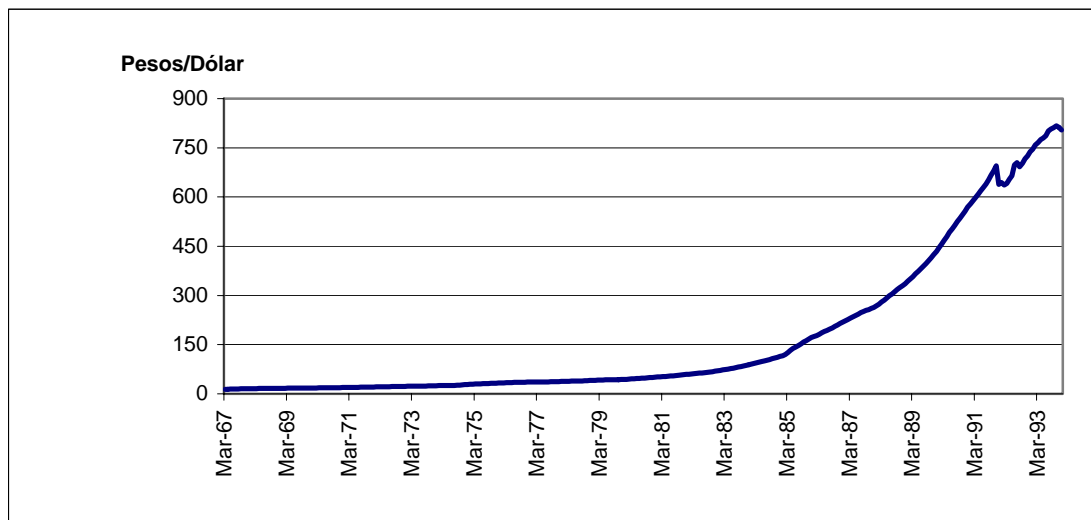
Fuente: Cárdenas, et.al (1997), pág 10.

Regresando a nuestra discusión, con el nuevo sistema cambiario de mini devaluaciones se buscaba reestablecer el nivel de competitividad de la economía colombiana. Estas mini devaluaciones en la práctica funcionan igual que el sistema de tasa de cambio fija, pero la diferencia es que bajo este sistema la tasa de cambio se fija a períodos mucho más cortos que bajo el régimen de tasa de cambio fija. Es decir, en vez de tener cambios en la tasa de cambio por períodos mayores a un año⁶, pasamos a tener un

⁶ Como se muestra parcialmente en el Gráfico 1-1, la historia de la tasa de cambio antes de adoptar el sistema de "crawling peg" implicaba fuertes incrementos en el precio del dólar. Específicamente, se presentaron cinco devaluaciones significativas. En primer lugar, la devaluación de Marzo de 1951 (de \$1.96 a \$2.51, es decir 28%) que ocurrió gracias al Decreto Extraordinario 637. En 1957 se experimentó una de las primeras crisis cambiarias de la segunda mitad del siglo XX, en la que el peso llegó a presentar una devaluación equivalente al 91% (pasó de \$2.51 a \$4.85). La razón principal de esta devaluación y de las constantes devaluaciones que le siguieron durante los siguientes 16 meses (del 3% en promedio) fue la expedición del Decreto 107 de 1957, por medio del cual se crearon dos tipos de mercados de divisas, el de capitales y el de certificados. En 1958 se expide el Decreto 80 el cual devalúa la moneda a \$6.40 y establece un sistema de remates en el mercado en el cual el Banco de la República es la única entidad que puede vender divisas. A pesar de que esta medida logró consolidar cierta estabilidad en la tasa de cambio hasta 1962, durante este período el peso colombiano siempre estuvo sobrevaluado (Dunkerley (1968)). En 1962 debido a la caída de los precios del café y a la presión inflacionaria producto de un aumentado déficit fiscal, el Banco se ve en la necesidad de devaluar la moneda a \$9.00 con el fin de aliviar dichas presiones y detener la fuga de capitales

sistema de devaluaciones “gota a gota” en donde cada mes se experimentaban pequeñas variaciones de la tasa de cambio fija. Así, se puede entender este régimen cambiario como uno en el cual se cambia muy rápidamente la tasa de cambio fijada por la autoridad (Ver **Gráfico 1-3**).

Gráfico 1-3. Evolución de la Tasa de Cambio en Colombia durante el Régimen de Mini Devaluaciones (Marzo 1967 – Diciembre 1993)



Fuente: Banco de la República

Las mini devaluaciones eran de carácter cíclico y permanente, y se ajustaban anualmente a las metas de la política monetaria que habían sido previamente determinadas por el Banco de la República. De ésta forma, no se presentaban saltos abruptos en el precio del dólar y se devaluaba el peso constantemente, esto se puede observar claramente en el **Gráfico 1-3**.

que para ese entonces se estaba presentando. El hecho de que el Banco Central comprara las divisas a una tasa de cambio libre para venderla a \$9.00 a los demandantes nacionales representó una gran pérdida para esta entidad (es necesario tener en cuenta la sobrevaluación del peso para entender el efecto negativo en las finanzas del Banco Central) e impulsó el Decreto 2322 de Junio de 1965 en donde se estableció una tasa de \$13.50. Finalmente, antes de establecer el Decreto-Ley 444 de 1967, se estableció el Decreto 2866 el cual eliminó el mercado libre y autorizó a la Junta Monetaria para fijar la tasa de cambio conveniente.

En la práctica, nunca existió una única variable económica que determinara el comportamiento de la tasa de cambio, todo lo contrario esta variaba según “el comportamiento del nivel interno de inflación, de las importaciones, de los precios del café en el exterior y de la perspectiva general” Wiesner (1978). En todo caso, y como es mencionado por Wiesner (1978), el régimen de mini devaluaciones permitió que la tasa de cambio nominal se manejará de tal forma que se pretendía mantener una paridad adquisitiva efectiva teniendo en cuenta la inflación interna y externa, así como subsidios y gravámenes especiales.

Los mayores logros de este modelo en sus fases iniciales son descritos por Wiesner (1978), entre ellos se tienen:

- Desapareció el miedo a la inflación causada por la devaluación.
- La idea de que la estabilidad en la tasa de cambio nominal, *per se*, era lo correcto, fue desmitificada.
- Se reconoció, implícitamente al menos, que no se tenía la suficiente disciplina monetaria o fiscal para garantizar una paridad estable.
- Se admitió que la única forma de devaluación desde un punto de vista político, tanto a nivel doméstico como externo, era haciéndolo constante y gradualmente.

Adicionalmente, este sistema evitó la especulación que se presentaba con el régimen de cambio de tasa fija al intentar predecir el momento en el que se iba a producir las devaluaciones abruptas.

La versión oficial sobre los objetivos y virtudes de este régimen son comentadas en las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República de marzo de 1982 en donde se argumenta: “El manejo cambiario se ha orientado de tiempo atrás procurando compensar los mayores costos que enfrenta el sector exportador colombiano por causa de la inflación, mediante elevaciones en el tipo de cambio. Este enfoque, que en lo posible busca mantener constante el tipo de cambio real, resulta indispensable para evitar desestímulos a las exportaciones y para mantener la protección a la producción doméstica en los niveles marcados por la política arancelaria”.

Tabla 1-2. Relación entre la Tasa de Cambio Nominal y la Tasa de Interés Nominal.

Cuando el Banco de la República compra dólares está intercambiando divisas por pesos, lo que implica un aumento de la cantidad de pesos en circulación (aumento de la oferta de dinero). En otras palabras aumenta la liquidez de la economía y por tanto el costo de oportunidad del dinero bajará. En otras palabras, *Ceteris Paribus*, la tasa de interés bajará.

Por otro lado, cuando el Banco de la República vende dólares está reduciendo la oferta de pesos. Esta menor liquidez implicará un aumento del costo de oportunidad del dinero, es decir una mayor tasa de interés (*Ceteris Paribus*).

Tabla 1-3. Relación entre la Tasa de Cambio Nominal y la Inflación.

La canasta de bienes y servicios que los hogares colombianos compran contiene productos importados; al mismo tiempo los insumos de numerosos procesos productivos son importados. Por tanto, cambios en la tasa de cambio nominal afectará el valor de la canasta de los hogares y los costos de producción que finalmente se reflejará en el precio de los bienes finales que conforman la canasta de los hogares. Recuerden que la inflación corresponde a un aumento en el valor de la canasta de los hogares.

Así, cuando se presenta una devaluación nominal (aumento de la tasa de cambio) el precio en pesos de los productos importados se hace más grande y por tanto el valor de la canasta de los hogares aumentará. Es decir, una **devaluación** implicará un aumento en los precios de los bienes finales y por tanto **inflación** (o un aumento en el ritmo de inflación).

Por otro lado, una revaluación nominal (disminución de la tasa de cambio) provocará que el precio en pesos de los productos importados disminuya. Así, una **revaluación** implicará, *Ceteris Paribus*, una disminución en el valor de la canasta de los hogares; es decir, una **deflación** (o por lo menos una reducción en la inflación).

1.1 La Década de los 80

A pesar de todas las supuestas ventajas que este sistema de mini devaluaciones prometía, muchas de éstas quedaron en entredicho durante la década de los ochenta. Este fue un período turbulento para la tasa de cambio en Colombia. Las reservas internacionales en poder del Banco de la República crecieron continuamente gracias al incremento de la oferta de divisas por los altos precios internacionales del café entre 1976 y 1978, el incremento en las exportaciones del grano en 1978 y el incremento de la deuda pública externa. Esta gran acumulación de reservas, sumada al lento ritmo de devaluación que estableció el Banco de la República dejó como resultado una sobrevaluación de la tasa de cambio real. El Banco de la República justificó este lento ritmo de devaluación alegando que “los peligros de un posible desbordamiento monetario aconsejaban modificar la orientación básica del manejo cambiario”⁷. Finalmente, el antídoto para esta crisis fue acelerar el ritmo de devaluaciones a niveles jamás antes vistos⁸.

Una de las mayores desventajas que tenía este régimen era que resultaba procíclico. Es decir, acentuaba las recesiones y los períodos de auge. En otras palabras, el régimen de mini devaluaciones en vez de ayudar a disminuir las variaciones de los ciclos económicos, por el contrario los acentuaba. Urrutia (2002) plantea que la política monetaria, la ampliación o reducción de la oferta monetaria⁹, era el instrumento utilizado por el Banco Central para contrarrestar las variaciones en los flujos de capital provenientes tanto del comercio exterior como del crédito externo. De esta manera, el régimen resultaba procíclico ya que en los períodos en que aumentaban los ingresos de los nacionales, por choques positivos en los términos de intercambio¹⁰, el Banco de la República reaccionaba aumentando la oferta monetaria emitiendo pesos en

⁷ Editorial, Revista Banco de la República, Marzo de 1982.

⁸ Sin embargo, es importante anotar que dada la revaluación del dólar, la devaluación de las monedas vecinas y la elevada inflación doméstica, sólo al adoptar una política integral para ajustar la economía y disminuir la inflación es que realmente se logran avances en el objetivo de alcanzar una tasa de cambio real de equilibrio.

⁹ Esta ampliación o reducción se hacía principalmente por emisión de moneda nacional o encajes interbancarios.

contraprestación por los dólares acumulados como reservas internacionales. Esto acentuaba el ciclo expansivo de la economía. Igualmente, “cuando se reversaban los flujos de capital, el Banco tenía que endurecer la política monetaria para evitar perder reservas a la tasa de cambio vigente”¹¹.

1.2 La Década de los 90

Existieron muchos factores, internos y externos, que interactuaron entre sí e impulsaron la adopción de un régimen cambiario más flexible durante los primeros años de la década de los noventa. Por un lado las exportaciones del café cayeron sustancialmente por lo cual el gobierno perdió su principal herramienta para afrontar las variaciones en los términos de intercambio. Paralelamente se presentaron una serie de choques en la balanza de pagos como consecuencia del proceso aperturista colombiano y las diferentes tendencias del sistema financiero internacional.

A partir de 1990, Colombia acentúa su apertura económica caracterizada por varias “reformas arancelarias que redujeron la tasa promedio de impuestos sobre las importaciones, disminuyeron las listas de prohibiciones de importaciones y licencia previa y por último, simplificaron sustancialmente los trámites aduaneros” (Huertas (1997). Esto permitió que la entrada y salida de capitales fuera mucho más amplia y volátil. Igualmente, dada la mala experiencia de los ochenta, ocasionada por las crisis cambiarias y de deuda en toda Latinoamérica y la reducción de las tasas de interés realizadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos, ante la recesión norteamericana, Colombia¹² se convirtió en un lugar atractivo para los inversionistas internacionales. El incremento en los flujos de capital tomó la forma de repatriaciones de

¹⁰ Entendido como aumento en la entrada de divisas gracias a bonanzas comerciales o de crédito.

¹¹ Urrutia M, (2002).

¹² Colombia era un país muy atractivo para la inversión extranjera debido a las grandes posibilidades de inversión que la apertura permitía, a los hallazgos petroleros que garantizaban la estabilidad cambiaria y a la buena reputación que había adquirido gracias a los pagos netos de la deuda durante los ochenta.

capital, crédito para privatizaciones y empresas privadas, e inversiones de portafolio en papeles públicos y privados.

Por otro lado, la constitución de 1991 le otorgó total autonomía al Banco de la República pero con la obligación de “mantener el poder adquisitivo de la moneda, (ante esto) el Emisor cambió su política económica hacia un objetivo fundamental: la reducción de la inflación” Huertas (1997). Con este nuevo objetivo y dados los constantes choques en la balanza de pagos, el manejo de reservas para disminuir la inflación y conservar el tipo de cambio fijo se vuelve inmanejable. Ante esto se opta por un sistema más flexible que permita adquirir mayor autonomía monetaria.

Entre 1991 y 1993 observamos un primer intento por reducir la base monetaria y controlar el ingreso de divisas¹³ mediante operaciones de mercado abierto con la emisión de un título llamado Certificado de Cambio. Certificado que era emitido por el Banco de la República y era entregado a cambio de divisas. Este título podía ser “negociado en la bolsa por un valor no menor al 87.5% de la tasa original para la redención de certificados de cambio (TRCC) publicada por el Banco, o esperar un año y recibir el 100% de dicha tasa” Huertas (1997). Dado que el flujo de capitales continuó, el Banco se vio en la necesidad de flexibilizar aún más su régimen cambiario¹⁴ y adoptó un sistema de bandas cambiarias para ganar aun más flexibilidad en el tipo de cambio.

2. La Banda Cambiaria en Colombia (Enero de 1994 a Septiembre de 1999)

A diferencia de fijar un único precio como en los regimenes de tasa de cambio fija o mini devaluaciones, un sistema de bandas cambiarias implica fijar un techo y un piso para el precio de la divisa (Ver Figura 2-1). En el caso colombiano, el Banco de la República establecía un techo y un piso que cambiaba diariamente. Así, el techo y el piso de la banda se desplazaban paralelamente de tal forma que al final del año se alcanzara la

¹³ Según Urrutia (2002) el crecimiento de la base monetaria entre 1992 y 1993 se da porque los colombianos cambian su portafolio de dólares a pesos

¹⁴ Notese que esto implica una situación como la presentada en la Figura 1-1, panel c.

meta de devaluación establecida que concordará con la meta esperada de inflación (Ver Figura 2-1)

Figura 2-1. Régimen de Bandas Cambiarias

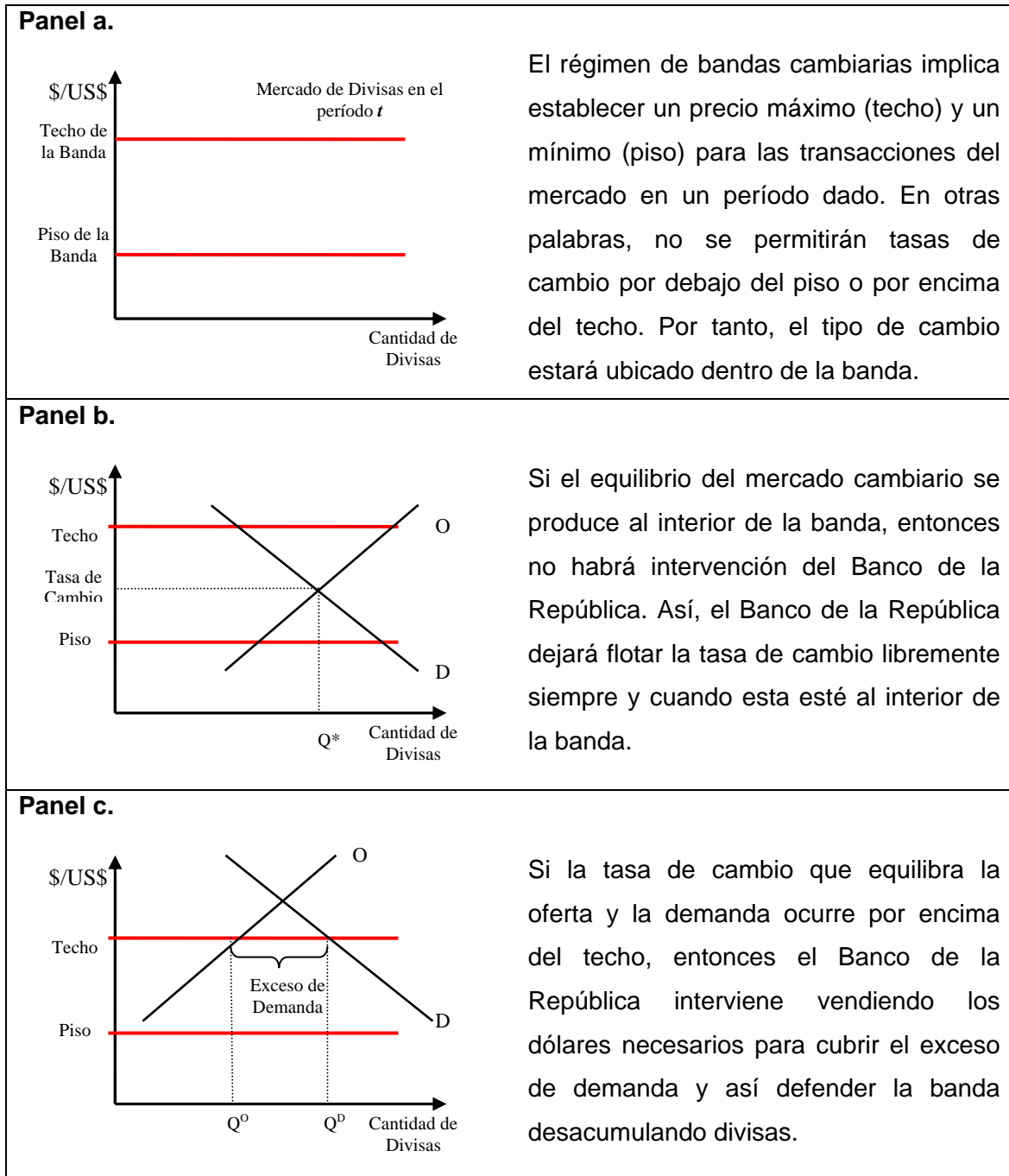
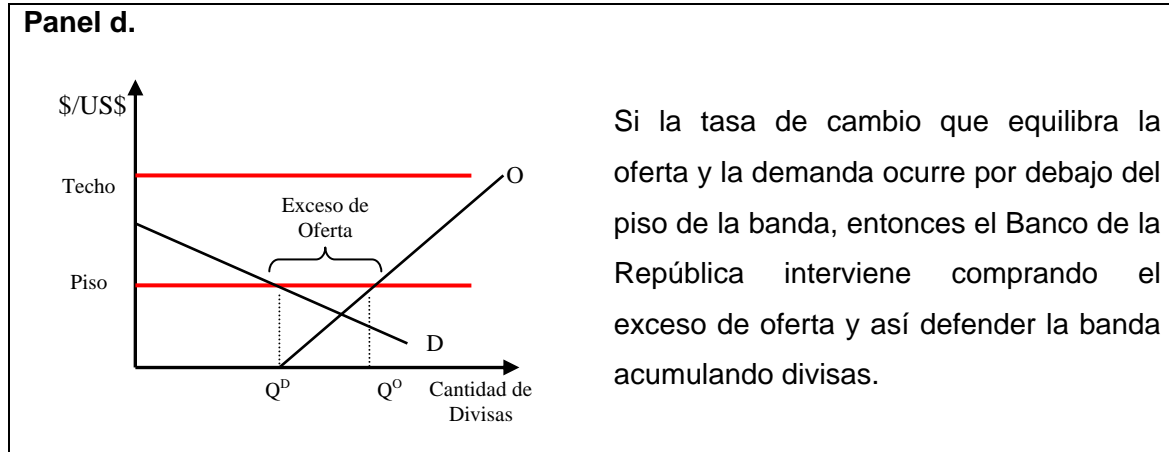


Figura 2-1. Régimen de Bandas Cambiarias (Cont.)


Inicialmente la medida de adoptar una banda cambiaria fue muy criticada por los exportadores ya que en principio esta parecía haber revaluado el peso. Inicialmente, la pendiente del centro de la banda fue ajustada de tal forma que se alcanzara una devaluación del 11%, y se fijaron el techo y el piso de la banda tal que se permitía una desviación del centro de la banda de un 7% (Ver **Gráfico 2-1**).

En septiembre de 1998 la banda fue modificada cediendo a las presiones especulativas de los agentes económicos a favor de una devaluación, después de un largo período en el cual el precio del dólar estuvo “pegado” al techo (Ver **Gráfico 2-1**). En ese entonces, la economía experimentaba dificultades, pues el crecimiento del PIB solamente alcanzaba el 1%. En 1999 la crisis se profundizó de tal forma que en junio de 1999 la banda fue modificada por segunda vez en menos de un año, restándole credibilidad a la banda.

Es importante anotar que la credibilidad de la banda es uno de los factores más importantes de un régimen cambiario. Para que la banda cambiaria cumpla su tarea, se requiere que los agentes creen que la autoridad monetaria será capaz de sostener las bandas a su nivel actual. Si, por ejemplo, los agentes creen que la autoridad no estará

en condiciones de mantener la banda y estamos en una situación de exceso de demanda como cuando la tasa se “pega” al techo (Ver Figura 2-1 panel c.), entonces los agentes tratarán de atacar la banda hasta que la autoridad no tenga otra opción que eliminar la banda o replantearla gracias a la rápida caída en las reservas internacionales. Noten que aquellos agentes que compran dólares al precio dado por el techo de la banda podrán vender sus dólares a un precio muy superior en caso que la banda no se mantenga. Si la banda es creíble, no existirá mucho incentivo para comprar dólares al precio dado por el techo, pues el precio no puede subir más que el techo.

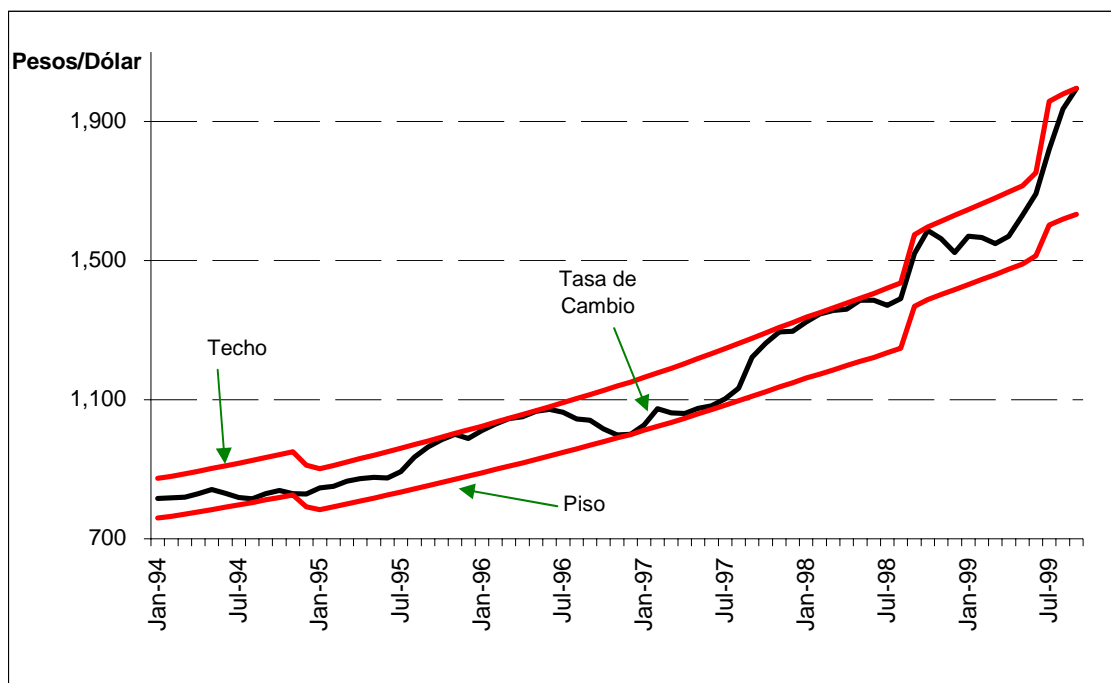
En el diseño de una banda cambiaria, uno de los elementos fundamentales es la determinación del centro de la banda. El Banco de la República definió el centro de la banda cambiaria en términos del dólar americano; determinación que se convirtió en una de las más criticadas por los analistas. Cárdenas, et.al (1997) argumenta que ante esto la estabilidad de la tasa de cambio se veía amenazada por cualquier movimiento en la cotización del dólar frente a terceras monedas.¹⁵ Así, se ignoraba la composición del comercio exterior colombiano de tal forma que movimientos de otras monedas frente al dólar no eran compensadas por la banda cambiaria. Tal vez, lo más sensato era definir la paridad central de la banda en términos de una canasta de monedas¹⁶. Con ello se hubiera logrado “evitar cambios en la posición competitiva del país que resulten de movimientos permanentes en las cotizaciones de terceras monedas, y se introduciría un mayor grado de incertidumbre en la paridad peso-dólar, lo que desestimularía el ingreso de capitales especulativos” (pág 46, Cárdenas, et.al. (1997)).

Dentro de las voces más críticas con respecto al sistema de bandas cambiarias se encontraba Javier Fernández Riva que comenta “La banda cambiaria fue un error. Entre 1993 y 1996 llevó al Banco de la República a contemporizar con una sobrevaluación del peso que indujo un gigantesco déficit de la cuenta corriente y una explosión de la deuda externa privada” Fernández (1999). Igualmente entre Junio y Septiembre de 1999 se presentó una devaluación del 43% que llevó a que “se dispararan a la estratosfera las

¹⁵ Una discusión sobre este tema puede encontrarse en Javier Fernández Riva Prospectiva Económica y Financiera “Devaluados por añadidura” Agosto 30 1999.

tasas de interés reales induciendo la peor recesión de la historia, una crisis de deudores y del sistema financiero y el desprestigio de la política económica colombiana, que durante años había logrado conservar el «grado de inversión» del país, con Samper y todo” (Cárdenas, et.al. (1997)).

Gráfico 2-1. Evolución de la Tasa de Cambio en Colombia durante el Régimen de Bandas (Enero de 1994 - Septiembre de 1999)



Fuente: Banco de la República

Dejando a un lado esta discusión, es importante anotar que entre enero de 1994 y junio de 1999 el sistema de bandas cambiarias logró flexibilizar la tasa de cambio otorgándole mayor control al Banco de la República sobre los diferentes agregados monetarios y de crédito. Los logros más significativos de este régimen fueron evitar una macro devaluación por la salida de capitales durante la crisis del gobierno Samper, no

¹⁶ Para ese entonces, Chile definía el centro de su banda cambiaria como un promedio del dólar americano (45%), el marco alemán (30%) y el yen japonés (25%).

permitir una fuerte revaluación en 1996 debido a la entrada de capitales por las privatizaciones, y evitar una burbuja especulativa durante las elecciones de 1998.

Retomando los acontecimientos de 1999, al mismo tiempo que la credibilidad de la banda estaba en entre dicho por su modificación por segunda oportunidad en menos de 6 meses, el gobierno colombiano estaba presentando un creciente déficit fiscal y se presentaba una dramática caída en los flujos de capital y un retiro masivo de capitales, como consecuencia de la crisis asiática y rusa. Estos hechos presionaron la banda cambiaria obligando al Banco a vender reservas y aumentar las tasas de interés para defender su régimen. Finalmente, la situación se volvió insostenible¹⁷ ante la inminente recesión. Por tanto, el Banco optó por eliminar este régimen pero no antes de haber negociado un paquete de ajuste macroeconómico con el FMI que permitiera evitar un ataque especulativo contra el peso.

3. Régimen de Tasa de Cambio Flexible (Septiembre 1999 a la fecha)

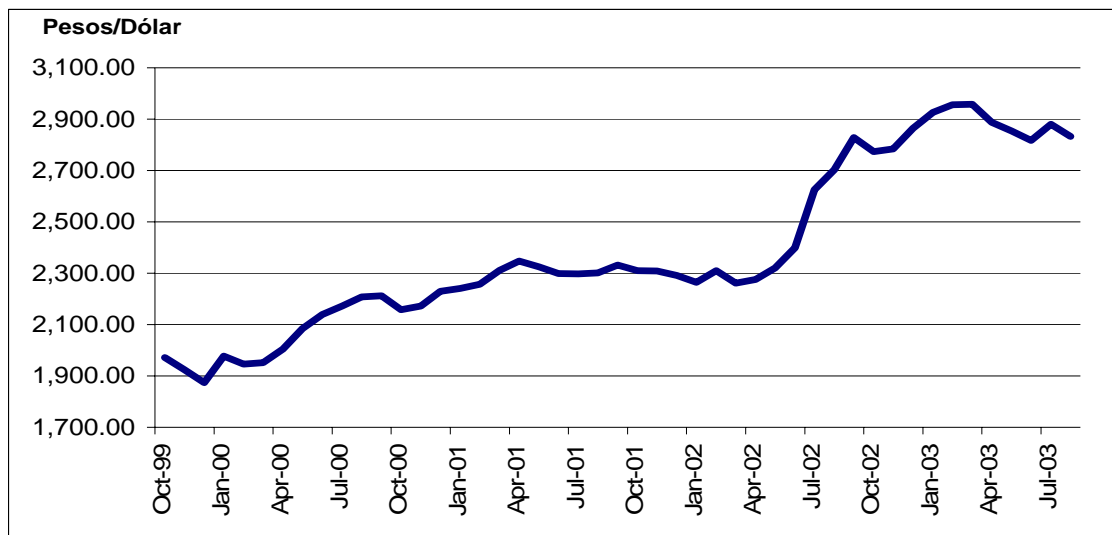
En septiembre 25 de 1999 se adoptó un régimen de cambio flexible en el que las tasas de cambio flotan sin ningún tipo de techo ni piso. En teoría, con este nuevo régimen, son las fuerzas del mercado, la de la oferta y demanda, las encargadas de determinar la tasa de cambio en cualquier momento. Sin embargo, dejar flotar libremente la tasa de cambio puede implicar graves desequilibrios macroeconómicos¹⁸ ya que no siempre el país puede reaccionar eficazmente a choques externos, por eso se adoptó un régimen cambiario de flotación sucia que se caracteriza por que la oferta y la demanda pueden interactuar libremente mientras que el Banco de la República se reserva el derecho a actuar en el mercado cuando lo crea indispensable. Pero ésta intervención se realiza bajo unas reglas claras preestablecidas por el Banco de la República. Estas reglas de intervención implicaron una nueva estructura de venta y compra de divisas.

¹⁷ El Banco de la República estaba consistentemente desaccumulando reservas para sostener la banda. Una situación parecida a la presentada en la Figura 2-1, panel c.

¹⁸ Situación que se presenta en la mayoría de los países en desarrollo debido al tamaño de su economía y su dependencia a los mercados internacionales.

Las reglas de intervención del Banco en el mercado se caracterizan por dos tipos de intervenciones. La primera es la subasta mensual de opciones “*put*” para la acumulación de reservas. Y, el otro tipo de intervención, se presenta cuando la tasa de cambio se encuentra cuatro por ciento por encima o por debajo del promedio móvil de los últimos 20 días, esto con el fin de disminuir la volatilidad de la tasa de cambio. Los mecanismos empleados para esta intervención son las subastas de opciones *put* o *call*, las cuales son utilizadas para restringir el mercado de divisas y acumular reservas, en el primer caso, o dar liquidez y desacumular reservas, en el segundo caso.

Gráfico 3-1. Evolución de la Tasa de Cambio en Colombia durante el Régimen de Tasa de Cambio Flexible (Octubre 1999 – Agosto 2003)



Fuente: Banco de la República

En general, lo que se busca es estabilizar el mercado cambiario cuando la moneda presenta una muy alta tendencia devaluadora, debido a un aumento en la demanda de divisas, inyectándole dólares al mercado de divisas mediante la opción *call*, o en caso de una significativa reevaluación, generada por aumento en oferta de divisas, comprar dólares mediante la opción *put*.

Vale la pena destacar que una opción *put* le da derecho a su poseedor, más no la obligación, de venderle dólares al Banco Central a la Tasa Representativa del Mercado vigente. Es decir, el agente que por subasta adquiriera una opción *put* ha adquirido la opción de que el Banco de la República le comprará una cantidad de dólares equivalente al número de opciones *put* en su poder; los dólares serán comprados por el Banco a la tasa representativa de mercado vigente al momento de ejercer la opción.

Por otro lado, aquel agente que adquiriera por subasta una opción *call* tiene el derecho, pero no la obligación, de comprar una cantidad de dólares igual al número de opciones *call* en su posesión; el Banco venderá los dólares a la Tasa Representativa del Mercado del día de ejercicio.

Este mecanismo de opciones implica que en la práctica el Banco de la República únicamente al momento de ejercicio de una opción *call* (*put*) suministra (retira) más dólares al mercado. Así, el Banco puede influenciar, por medio de las subastas de opciones, las expectativas de los participantes en el mercado cambiario sin necesidad de acumular o desacumular instantáneamente dólares. Es más, es posible que estas opciones no sean ejercidas y ninguna transacción efectiva de dólares se llevará a cabo.

Tabla 3-1. La Tasa de Cambio como una Señal

La tasa de cambio, como cualquier otro precio, refleja las señales que emite el mercado. La tasa de cambio, en última instancia refleja los flujos de bienes, servicios y capitales de una economía. Factores estos que determinan la oferta y demanda de divisas. Pero la tasa de cambio también refleja la confianza en Colombia. Así, si el nivel de confianza en el futuro del país es incierto los capitales serán movidos al exterior y por tanto la demanda por dólares aumentará. Esto provocará, *ceteris paribus*, una devaluación (aumento del precio del dólar).

Si por otro lado la confianza de los agentes en el país y en su futuro aumenta, entonces existirá una tendencia a traer capitales al país; por tanto la oferta de dólares

aumentará. *Ceteris paribus*, se presentará una revaluación (disminución de la tasa de cambio).

De esta forma, la tasa de cambio refleja en parte la confianza de nacionales y la comunidad internacional en Colombia. Por esta razón, una tasa de cambio estable y la inflación baja se combinan con elementos de tipo político, como la seguridad interna y el buen funcionamiento de las instituciones, y conforman el mejor entorno para el crecimiento económico de la nación. Lograr esa combinación es la meta de dirigentes políticos y las autoridades económicas en todo el mundo.

Por ejemplo, el 31 de Marzo del 2003 el Banco de la República subastó opciones *call* por un monto de 200 millones de dólares con el fin de prevenir un posible incremento del precio de la divisa. Al cumplirse el plazo para ser ejercidas dichas opciones, ninguna de ellas fue ejercida, de tal forma que el Banco de la República influyó en las expectativas de los agentes frente al precio futuro de la divisa, sin necesidad de desacumular dólares de sus reservas. Un mes después, el 30 de abril del 2003, el Emisor subastó de nuevo 200 millones de dólares en opciones *call* con el mismo fin. En esta oportunidad, las opciones fueron ejercidas en su totalidad el 20 de mayo del 2003. De hecho, en este último episodio, la demanda por opciones *call* excedió la oferta en 232 millones de dólares y el precio final por cada opción *call* terminó en \$2.10 por cada opción de comprar un dólar. (Informe Mensual de Operaciones de Derivados, Banco de la República, Abril 2003)

Estos dos episodios, son un ejemplo de cómo el Banco de la República interviene en la actualidad en el mercado cambiario. Un mercado que ha presentado un proceso de flexibilización a lo largo del siglo pasado, pero sin que la autoridad monetaria haya renunciado a la posibilidad de intervenir en el mercado cuando lo estime conveniente.

4. Bibliografía

- Campos, C 1997. "Índice de la tasa de cambio real del peso colombiano, revisión de ponderaciones y cambio de base" *Revista Banco de la Republica, Junio*.
- Cárdenas S., Mauricio, Julio César Alonso C., Raquel Bernal, and Sergio Prada. 1997. *Tasa de Cambio en Colombia*. Bogotá, Colombia: Fedesarrollo y Tercer Mundo Editores.
- Dunkerley, H.B. 1968. "Exchange Rate System in Conditions of continuing Inflation: Lessons from Colombian Experience" en *Development Policy: Theory and Practice*; Harvard University Press.
- Fernández R., Javier. 1999. "La Banda Cumplió." *Prospectiva Económica y Financiera Sept. 27*.
- Urrutia M, 2000. "Una Visión Alternativa: La Política Monetaria y Cambiaria en la Última Década" *Revista del Banco de la Republica, May*.
- Wiesner, E. 1978. "Devaluación y Mecanismos de Ajuste en Colombia." *Revista Banca y Finanzas*.

5. Anexo Estadístico

En la siguiente tabla se presentan los datos empleados para los gráficos de este documento.

Tabla 5-1. Cotización del Dólar Americano (1950-2003) (Pesos/Dólar)

COTIZACION DEL DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS 1/												
FIN DE:	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1950	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
1951	1.96	1.96	2.15	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
1952	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
1953	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
1954	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
1955	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
1956	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
1957	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	4.80	4.99	5.04	5.06	5.30	5.42
1958	5.88	6.16	6.10	6.64	6.72	6.81	6.63	6.51	6.43	6.41	6.39	6.40
1959	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40
1960	6.40	6.40	6.10	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70
1961	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70
1962	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	6.70	7.54	9.00
1963	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
1964	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
1965	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	13.50	13.50	13.50	13.50
1966	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50
1967	13.50	13.50	13.50	13.89	14.18	14.46	14.70	14.98	15.29	15.51	15.69	15.76
1968	15.78	15.88	15.98	16.12	16.24	16.29	16.35	16.44	16.54	16.68	16.82	16.88
1969	16.90	16.97	17.10	17.13	17.21	17.31	17.38	17.50	17.58	17.63	17.74	17.85
1970	17.95	18.04	18.14	18.25	18.32	18.42	18.51	18.60	18.76	18.87	18.96	19.09
1971	19.22	19.33	19.49	19.64	19.72	19.87	20.06	20.23	20.38	20.54	20.71	20.91
1972	21.08	21.24	21.42	21.58	21.75	21.90	22.01	22.16	22.33	22.46	22.60	22.79
1973	22.96	23.08	23.20	23.29	23.42	23.52	23.67	23.87	24.07	24.28	24.47	24.79
1974	25.10	25.33	25.47	25.52	25.56	25.61	25.69	26.01	26.57	27.30	27.88	28.63
1975	29.07	29.47	29.86	30.24	30.64	31.00	31.36	31.70	32.02	32.36	32.68	32.96

1/ Serie empalmada. Desde 1980 corresponde a la Tasa de Cambio del Banco de la República. A partir de Diciembre de 1991 se refiere a la Tasa Representativa de Mercado -TRM-, de acuerdo con la Resolución No 15 del 27 de noviembre de 1991 de la Junta Directiva del Banco de la República.

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República, Estudios Económicos.

Tabla 5-1. Cotización del Dólar Americano (1950-2003) (Pesos/Dólar) (Cont.)

COTIZACION DEL DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS 1/												
FIN DE:	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1976	33,32	33,63	33,95	34,29	34,58	34,70	35,12	35,22	35,29	35,58	36,04	36,32
1977	36,38	36,38	36,59	36,50	36,50	36,50	36,54	36,82	37,14	37,35	37,55	37,96
1978	38,08	38,22	38,42	38,58	38,75	38,87	38,99	39,23	39,75	40,20	40,60	41,00
1979	41,30	41,58	42,02	42,43	42,69	42,71	42,76	42,88	43,00	43,23	43,53	44,00
1980	44,41	44,94	45,62	46,05	46,78	47,32	47,79	48,24	48,92	49,60	50,27	50,92
1981	51,45	51,96	52,49	52,94	53,57	54,18	54,93	55,68	56,39	57,22	58,09	59,07
1982	59,84	60,63	61,40	62,21	63,02	63,84	64,69	65,55	66,42	67,68	68,97	70,29
1983	71,45	72,81	74,19	75,60	77,04	78,51	80,00	81,68	83,40	85,15	86,94	88,77
1984	90,63	92,53	94,47	96,45	98,47	100,40	102,65	104,81	107,01	109,26	111,55	113,89
1985	116,60	120,10	126,27	132,58	138,70	142,90	147,79	152,06	157,90	162,43	166,64	172,20
1986	175,00	178,10	181,53	186,56	190,46	193,76	197,59	200,72	205,56	210,30	214,64	219,00
1987	222,79	226,73	231,08	235,13	239,41	243,32	247,56	250,95	254,39	257,17	260,30	263,70
1988	267,98	273,64	280,09	286,46	293,16	299,28	305,03	311,44	317,96	323,88	329,88	335,86
1989	343,12	350,22	357,72	365,61	373,70	381,79	389,20	397,33	405,84	414,87	424,16	433,92
1990	445,69	457,17	468,96	479,75	491,64	502,39	513,71	525,60	534,90	545,61	556,63	568,73
1991	578,96	588,63	598,46	608,45	618,61	628,82	639,37	652,11	667,18	679,30	694,70	638,61
1992	644,27	636,54	641,59	653,83	664,37	697,57	705,14	691,68	702,81	716,88	725,45	737,98
1993	746,05	758,03	766,41	774,94	779,56	787,12	801,35	806,86	810,84	817,03	811,73	804,33
1994	818,38	819,70	819,51	836,86	841,12	819,64	815,62	816,30	842,00	838,55	829,03	831,27
1995	856,41	856,99	880,23	877,90	876,36	881,23	897,63	960,19	966,78	994,50	998,16	987,65
1996	1.028,14	1.039,81	1.046,00	1.058,90	1.073,06	1.069,11	1.056,74	1.042,32	1.025,06	1.005,83	1.002,28	1.005,33
1997	1.070,97	1.080,51	1.059,88	1.063,11	1.077,09	1.089,01	1.109,65	1.172,28	1.246,27	1.281,20	1.305,66	1.293,58
1998	1.342,00	1.343,85	1.358,03	1.365,72	1.397,07	1.363,04	1.370,65	1.440,87	1.556,15	1.575,08	1.547,11	1.542,11
1999	1.582,90	1.568,30	1.533,51	1.604,44	1.671,67	1.732,10	1.809,50	1.954,72	2.017,27	1.971,59	1.923,77	1.873,77
2000	1.976,72	1.946,17	1.951,56	2.004,47	2.084,92	2.139,11	2.172,79	2.208,21	2.212,26	2.158,36	2.172,84	2.229,18
2001	2.240,80	2.257,45	2.310,57	2.346,73	2.324,98	2.298,85	2.298,27	2.301,23	2.332,19	2.310,02	2.308,59	2.291,18
2002	2.264,82	2.309,82	2.261,23	2.275,35	2.321,16	2.398,82	2.625,06	2.703,55	2.828,08	2.773,73	2.784,21	2.864,79
2003	2.926,46	2.956,31	2.958,25	2.887,82	2.853,33	2.817,32	2.880,40	2.832,94				

1/ Serie empalmada. Desde 1980 corresponde a la Tasa de Cambio del Banco de la República. A partir de Diciembre de 1991 se refiere a la Tasa Representativa de Mercado -TRM-, de acuerdo con la Resolución No 15 del 27 de noviembre de 1991 de la Junta Directiva del Banco de la República.

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República, Estudios Económicos.

Cárdenas S., Mauricio, Julio César Alonso C., Raquel Bernal, and Sergio Prada. 1997. *Tasa de Cambio en Colombia*. Bogotá, Colombia: Fedesarrollo y Tercer Mundo Editores.

Wiesner, E. 1978. "Devaluación y Mecanismos de Ajuste en Colombia." *Revista Banca y Finanzas*.