

Transición del régimen cambiario colombiano

Introducción

Diferentes diagnósticos sobre la situación y las perspectivas de la economía colombiana coincidían hace apenas dos años en la conveniencia de profundizar su inserción en los mercados externos como la mejor alternativa para que el país pudiera lograr más altas tasas de crecimiento económico¹. La mayor internacionalización de la economía implicaba la necesidad de efectuar ajustes institucionales en varios frentes. Uno de los que requería urgente adaptación era el régimen cambiario porque, aunque relativamente flexible, constituía un mecanismo de intervención muy detallado, contrario a la nueva orientación de la economía.

Las presentes Notas tienen por objeto explicar la forma como se ha producido la transición del régimen cambiario, conocido como Decreto-Ley 444 de 1967, al actual sistema de la Ley 9 de 1991². Se analizará la evolución de la normatividad en materia cambiaria, desde la promulgación de la Ley 9 hasta su reglamentación, que incluyó varias etapas: la Resolución 4 de 1991 de la Junta Monetaria, las Resoluciones 55 y 57 expedidas por la misma Junta, y las posteriores modificaciones a esta última efectuadas por la Junta Directiva del Banco de la República.

Las Notas se dividen en tres capítulos. En el primero se plantean los lineamientos de la política económica y la forma como las autoridades han armonizado las metas de largo plazo con las de corto plazo. En el segundo se muestran las principales características del nuevo régimen cambiario, refiriéndolas a las directrices de la política económica. En el último se presentan las principales conclusiones. Finalmente, se incluye un anexo metodológico donde se explica el cálculo de la tasa de cambio real y de la tasa de cambio representativa de mercado.

I. Orientación de la política económica

Como se ha señalado en varias oportunidades, los menores niveles de crecimiento que registró la economía en los últimos años se explican en gran parte por la relativa debilidad del esquema

¹ Véanse, entre otros: DNP, "Programa de modernización de la economía colombiana", revista de Planeación y Desarrollo, Vol. 22, No. 1 y 2, enero-junio de 1990; Banco Mundial, "The timing and sequencing of a trade liberalization policy", volumen IV, "The experience of Brazil, Colombia and Perú", 1991; Banco Mundial, "Liberalización del comercio exterior en los países en desarrollo", LEGIS, octubre de 1991.

² En las Notas Editoriales de octubre de 1990 se comentó el proyecto de ley presentado al Congreso a finales de ese año para reformar el Estatuto Cambiario, conocido como Decreto-Ley 444 de 1967, que rigió durante 23 años.

de desarrollo que se venía aplicando³. La economía encontraba como principales obstáculos estructurales para su crecimiento un mercado interno estrecho y una baja especialización en la producción de bienes en los que tuviera ventajas comparativas.

Con el objeto de superar estas limitantes, a partir de 1990 se comenzaron a poner en marcha una serie de reformas que incluyeron una agresiva política comercial, basada en la liberación del comercio internacional. Como parte de éstas, y en razón al poco dinamismo que registraban las importaciones, hace aproximadamente un año las autoridades decidieron acelerar el proceso de desgravación arancelaria, inicialmente planteado como un esquema gradual que tomaría hasta 1994 para su conclusión, para lo cual se redujeron los aranceles a los niveles previstos para este último año.

Adicionalmente, Colombia dio apoyo a diversas iniciativas de integración económica subregional; entre otras, la reducción de tarifas arancelarias dentro de los países del Pacto Andino. En particular, los acuerdos de integración con Venezuela han registrado avances significativos, creándose a partir de enero de este año una zona de libre comercio entre los dos países. Además, en febrero y marzo se impuso un arancel externo común de 10% para materias primas, de 15% para bienes de capital y de 20% para bienes de consumo.

La apertura comercial estuvo acompañada por el establecimiento de un nuevo régimen cambiario, acorde con el proceso de modernización y apertura de la economía. Este, que se plasmó en la Ley 9 de 1991, introdujo la descentralización de las operaciones y controles cambiarios, antes realizados por el Banco de la República, en favor de los bancos y corporaciones

financieras y otorgó una mayor flexibilidad y libertad cambiaria, incluyendo el tema de la determinación de la tasa de cambio. Además, reformó el régimen de inversión extranjera, colocando en igualdad de condiciones al inversionista extranjero respecto del inversionista nacional⁴.

Antes de analizar cómo fue el proceso de aplicación de las reformas en el frente cambiario es bueno recordar algunos aspectos importantes del entorno macroeconómico coyuntural en 1991. El avance que experimentaron las exportaciones desde 1990 unido al hecho de que las importaciones no aumentaron como estaba previsto, llevaron a que la balanza comercial registrara permanentes superávits. Esta situación infortunadamente coincidió en el primer semestre con la existencia de un diferencial positivo entre las tasas de interés internas y externas, que favoreció el ingreso de capital especulativo a través de varios rubros de la balanza de pagos, en particular los de transferencias, servicios personales y otros servicios. Estos factores determinaron que durante 1991 y los primeros cinco meses de este año se presentara una excesiva acumulación de reservas internacionales que creó dificultades serias al manejo monetario y al cumplimiento de las metas de medios de pago y de inflación⁵.

³ Véase las Notas Editoriales de marzo de 1990: "Comentarios acerca de la modernización de la economía y la racionalización del comercio exterior".

⁴ Para facilitar la aplicación de la nueva normatividad se otorgó una amnistía cambiaria y tributaria para capitales en el exterior.

⁵ Para un mayor detalle sobre la evolución del sector externo durante 1991, consúltense las Notas Editoriales de diciembre de 1991 y de enero de 1992.

Por esta razón, en 1991 las autoridades económicas tuvieron la exigente tarea de armonizar la puesta en marcha del nuevo régimen cambiario con la operación del programa de estabilización⁶. El reto consistió en compatibilizar las metas de inflación y crecimiento, con el mantenimiento de una tasa de cambio real competitiva, ya que en todo momento se tuvo como objetivo fundamental de la política el fortalecimiento del sector exportador⁷.

Los objetivos del nuevo régimen cambiario de permitir una tasa de cambio más flexible y facilitar la movilidad de capitales resultaron difíciles de lograr en 1991, dado lo complicado de la coyuntura. Considerando la excesiva acumulación de reservas y las naturales presiones revaluacionistas que ella conlleva, permitir plena flexibilidad en la determinación de la tasa de cambio y mayor movilidad de capitales era muy peligroso pues la entrada de divisas podría presionar todavía más a la baja dicha tasa, lo cual iba en contra del objetivo fundamental de respaldo a las exportaciones. Esta circunstancia obligó al Banco de la República a continuar siendo un importante comprador de divisas, con el fin de sustentar la tasa de cambio.

El incremento de las reservas internacionales (US\$ 634 millones en 1990, US\$ 1.919 millones en 1991 y US\$ 1.003 millones hasta junio de 1992) hizo indispensable adoptar mecanismos que neutralizaran el impacto monetario de la compra de divisas. Fue así como a finales de junio de 1991 se introdujo el certificado de cambio como mecanismo de esterilización monetaria, se modificaron algunos encajes y se optó por una drástica política de reducción de las tasas de interés con el fin de eliminar todo incentivo a la traída de capitales especulativos. Los resultados de 1991 demostraron la capaci-

dad del Banco de la República para efectuar importantes esfuerzos de esterilización monetaria sin contrariar el objetivo de reducción de las tasas de interés. A este respecto, el certificado de cambio desempeñó un papel determinante ya que logró esterilizar la mayor parte de la acumulación de reservas, sin necesidad de tener que permitir una sustancial revaluación de la tasa de cambio real; el certificado, en una coyuntura de bajas tasas de interés, sirvió de elemento clave de la armonización de las políticas de corto y de largo plazo.

II. Normatividad

En este capítulo nos referiremos a la evolución de la normatividad del nuevo régimen cambiario, en el contexto de los objetivos de política económica. Con el fin de ordenar la exposición, en seguida se presentan algunas definiciones básicas relacionadas con conceptos que se desarrollarán a lo largo del capítulo, como son los de mercado cambiario y posición propia. Posteriormente, nos centraremos en las siguientes áreas: los certificados de cambio, la flexibilización de la tasa de cambio, la unificación del mercado cambiario y el tránsito del régimen cambiario anterior al actual.

A) Definiciones básicas

1. *El mercado cambiario.* El nuevo régimen de cambios definió al mercado cambiario como

⁶ Véase las Notas Editoriales de diciembre de 1991: "La política económica en 1991".

⁷ Dado que uno de los objetivos fundamentales de la política macroeconómica es el logro de un nivel de tasa de cambio real, se requiere una estadística que mida dicha tasa. Con el fin de explicar la forma en que el Banco construye este indicador, se presenta un Anexo metodológico sobre la elaboración del índice de la tasa de cambio real (ITCR) que incluye, además, la metodología de cálculo de la tasa de cambio representativa del mercado (TCRM).

aquel constituido por la totalidad de divisas que se transfieren o negocian por conducto de los intermediarios escogidos para tal efecto. Las entidades que se autorizaron para actuar en el mercado cambiario son los bancos comerciales y las corporaciones financieras, porque son éstos los que tradicionalmente han mostrado experiencia en el manejo de operaciones de giro, reintegro y crédito en moneda extranjera, mientras que los demás intermediarios no tenían antecedentes en dicho mercado.

La nueva reglamentación permite que varias transacciones en divisas se efectúen por fuera del mercado cambiario regulado, para lo cual se autorizó la libre tenencia y negociación de aquellas recibidas por residentes en el país de residentes en el exterior correspondientes a algunos conceptos de servicios (Resoluciones 4 de 1991 y 57 de 1991, artículo 2.1.0.01, de la Junta Monetaria)⁸. No obstante, si los tenedores de estas divisas desean canalizarlas a través de los intermediarios lo pueden hacer y los recursos pasan automáticamente a formar parte del mercado cambiario. Las compañías de financiamiento comercial y las casas de cambio solamente fueron facultadas para adquirir divisas que no tengan la obligación de canalizarse por el mercado cambiario y para venderlas a quienes necesiten realizar gastos en el exterior. Además, se autorizaron transacciones de compra venta de divisas entre los intermediarios del mercado cambiario, las casas de cambio y las compañías de financiamiento comercial.

2. La posición propia. La posición propia registra la tenencia de divisas por parte de los intermediarios del mercado cambiario y se define como la diferencia entre los activos y pasivos, tanto inmediatos como a término, en moneda extranjera de bancos y corporaciones

financieras. Para el cálculo de la posición se excluyen de los activos, entre otros, los títulos canjeables que están denominados en moneda extranjera y los certificados de cambio. Dentro de los pasivos se deducen aquellos que corresponden a operaciones redescontadas por el Banco de la República con cargo a recursos de organismos financieros de carácter gubernamental y multilateral del exterior, o de entidades afiliadas o asociadas a los mismos.

Inicialmente se estableció que los intermediarios debían tener un nivel máximo de posición propia equivalente al 20% del patrimonio técnico de la respectiva entidad (Resolución 57 de 1991 de la Junta Monetaria). Posteriormente, la Junta Directiva del Banco decidió, con fines exclusivamente monetarios, fijar más bien una cuantía mínima de posición propia. En la actualidad el nivel mínimo corresponde al 45% del valor de los pasivos computables para posición, registrados en los balances de los intermediarios al 30 de junio de 1991 (Resolución 18 de 1992 de la Junta Directiva). Los bancos y corporaciones financieras pueden adquirir en el Banco de la República o a través de otros intermediarios o casas de cambio, las divisas requeridas para alcanzar el nivel mínimo exigido.

B) El certificado de cambio

El certificado de cambio es un título representativo de moneda extranjera denominado en

⁸ Los rubros de servicios exentos de la obligación de reintegro son: contratos o convenios de prestación de servicios personales de cualquier naturaleza, incluyendo los laborales; ventas de bienes y servicios a turistas extranjeros y donaciones y, en general, cualquier clase de ingreso de divisas que no exceda de US\$ 20.000, siempre y cuando la transferencia no implique ningún tipo de contraprestación por parte del receptor.

dólares de los Estados Unidos, que emite el Banco de la República contra la entrega de divisas y cuyo propósito es diferir la monetización de los reintegros. Entre el 26 de junio y el 28 de octubre de 1991 el Banco emitió certificados a tres meses contra los reintegros de exportaciones de bienes y servicios y ventas de excesos de posición propia de los intermediarios financieros. A partir del 29 de octubre del mismo año, el plazo de maduración del título se elevó a 12 meses y la emisión de certificados se limitó a los reintegros de exportaciones de bienes y a las ventas de posición propia de los intermediarios.

Para sustentar el precio del certificado, el Banco de la República puede adquirirlo al momento de su emisión a la tasa de cambio que fija para su compra, con un descuento que fue de 10% hasta el 28 de octubre de 1991 y que se estableció en 12.5% con posterioridad a esa fecha, cuando el plazo de maduración se elevó a un año⁹. Con el fin de postergar la monetización de los certificados que habían sido emitidos a tres meses, a partir de octubre de 1991 se reconocieron intereses sobre aquellos títulos vencidos que fuesen conservados por sus tenedores.

Los certificados se pueden utilizar para efectuar pagos al exterior en cualquier fecha dentro del término de su vigencia, hasta por el 100% de la obligación o compromiso externo, operación que se realiza mediante su canje por divisas en el Banco de la República a través de los intermediarios del mercado cambiario. Los certificados que durante su vigencia no sean canjeados por divisas para efectuar giros al exterior, a su vencimiento pueden cambiarse por moneda legal en el Banco de la República, liquidados a la tasa de compra de certificados que fija diariamente el Banco.

En el Cuadro 1 se presenta la relación entre los certificados de cambio y la variación de las reservas internacionales netas. Durante el primer semestre de 1992 las reservas internacionales netas se incrementaron en US\$ 1.003.7 millones y los certificados de cambio originados en operaciones cambiarias aumentaron US\$ 765.4 millones. Esta diferencia obedece a que no todas las operaciones de ingresos y giros de divisas generan variaciones en el saldo de certificados de cambio. Tal es el caso de los intereses por inversión de las reservas internacionales, los desembolsos y el servicio de la deuda externa del Banco de la República, las compras de oro, y el servicio de la deuda externa que se efectúa con títulos canjeables¹⁰.

El certificado de cambio ha sido un instrumento efectivo para diferir la monetización de las reservas, ya que los agentes lo han demandado no sólo con fines cambiarios sino como activo de inversión. La rentabilidad del título surge de la devaluación de la tasa del Banco de la República y del descuento al que se transa el papel en el mercado¹¹. Como se puede apreciar en el Gráfico 1, los certificados de cambio se constituyeron, *ex-post*, en un activo financiero mucho más rentable que los títulos de participación y los certificados de depósito a término, especialmente durante lo corrido del presente año.

⁹ Cuando la compra del certificado se realiza con posterioridad al día de su emisión y antes de la fecha de su vencimiento, la liquidación se realiza con sujeción al nivel de descuento fijado en una tabla que elaboró el Banco para estos efectos.

¹⁰ Por ejemplo, los giros de la deuda externa privada que fueron refinanciados al amparo de la Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria y los giros de la deuda refinanciada del Banco de Colombia, Resolución 17 de 1986 de la Junta Monetaria.

¹¹ Al finalizar el primer semestre de 1992 la rentabilidad del certificado de cambio fue de 25.0% anual, considerando una devaluación anualizada del certificado de 14.5% y descuento en el mercado de 8.4%.

CUADRO 1
 Relación certificados de cambio y variación reservas netas - 1992
 (Millones de US\$)

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Ene.-jun.
1. Variación total certicambios (1)	97.3	123.7	71.7	226.7	159.3	86.7	765.4
2. Var. res. que genera certicambios (A)-(B)	81.0	123.3	166.0	148.3	153.3	47.1	718.9
A) Variación reservas netas	97.4	182.4	237.7	163.9	213.6	108.7	1003.7
B) No genera certicambios	16.4	59.1	71.7	15.6	60.3	61.6	284.8
Oro	40.5	31.3	32.4	26.9	33.0	25.9	190.0
Intereses reservas	34.6	34.3	29.5	29.5	34.2	24.0	186.1
Banco República	-19.5	3.7	15.0	-9.2	-1.4	16.5	5.1
Intereses	-12.9	-3.9	-4.7	-7.5	-4.7	-3.6	-37.3
Desembolsos	2.9	11.6	23.3	3.5	3.3	13.5	58.1
Amortizaciones	-9.5	-4.0	-3.6	-5.2	0	6.6	-15.7
Giros Res. 33/84	-39.2	-10.2	-5.2	-20.3	-5.5	-4.8	-85.1
Giros Res. 17/86	0.0	0.0	0.0	-11.3	0	0	-11.3
3. Diferencia (1)-(2)	16.3	0.4	-94.3	78.4	6.0	39.6	46.5

(1) Originada en movimientos cambiarios.

Fuente: Balanza cambiaria, Banco de la República.

A pesar de los indiscutibles beneficios que ha reportado el certificado de cambio, se debe mencionar que su uso conlleva algunas limitantes asociadas al hecho de que con este instrumento se crea un vínculo directo, quizás más allá del deseado por las autoridades, entre la tasa de interés y la tasa de cambio. Por ejemplo, aumentos en la tasa de interés se traducen en un mayor descuento del certificado de cambio, lo cual equivale a una revaluación de la tasa de cambio, para así mantener la rentabilidad de este título con respecto a la de otros papeles del mercado. Ese vínculo, que es directo en economías con perfecta movilidad de capitales, no es del todo conveniente en econo-

mías como la nuestra, razón por la cual se optó por mantener el control sobre los movimientos de capital.

C) La flexibilización de la tasa de cambio

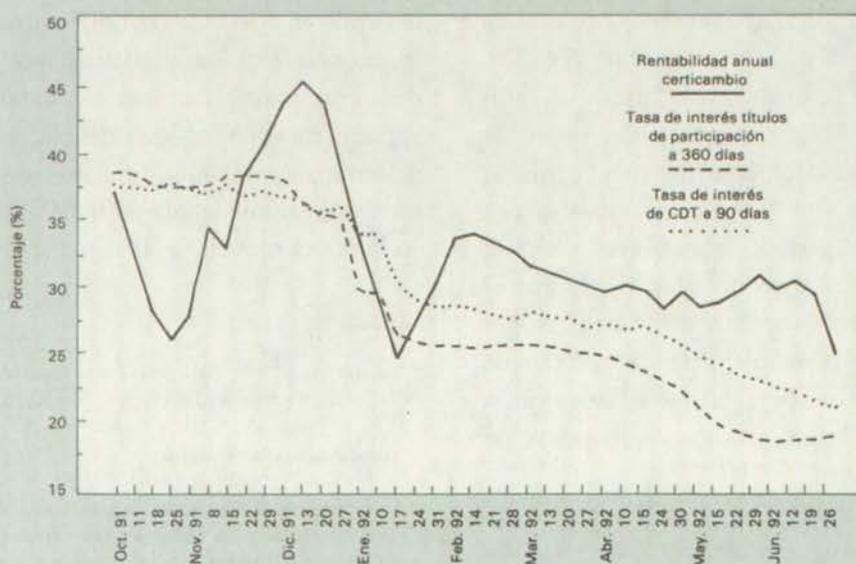
Como lo planteamos anteriormente, el certificado de cambio se diseñó como un mecanismo eminentemente de control monetario, para esterilizar el impacto de la acumulación de reservas internacionales. El Banco de la República, al mantenerse como importante comprador de divisas adquiridas con certificados, consiguió que la acumulación de reservas no se tradujera en una sustancial revaluación del

peso. Por otra parte, el certificado permitió que la tasa de cambio fluctuara razonablemente, iniciándose el proceso de su fijación en respuesta a las condiciones del mercado. En ese sentido, este instrumento ha facilitado el tránsito hacia el nuevo régimen cambiario. Cabe recordar, además, que desde enero del año pasado se dio un primer paso para la flexibilización de la tasa de cambio al disponerse que las transacciones correspondientes a divisas del mercado no regulado entre particulares e intermediarios financieros, podían efectuarse a la tasa de cambio que acordaran libremente las partes (Resolución 4 de 1991 de la Junta Monetaria).

La flexibilización generalizada de la tasa, o sea la negociación libre de divisas por los agentes del mercado para todas las operaciones de

bienes, servicios y capitales se adoptó hacia mediados del año pasado, cuando se consideró que los particulares estaban preparados para negociar con los intermediarios del mercado cambiario las divisas que necesitaban comprar o vender, pues ya existían las condiciones apropiadas y no se producirían alteraciones graves en este mercado. Además la completa adopción de un régimen de cambio de mercado implicaba la separación de la tasa de cambio que tradicionalmente fijaba el Banco de la República para las operaciones en moneda extranjera, y la utilización por parte del Gobierno y del Banco del nuevo precio de la divisa, establecido por el mercado, en todas sus transacciones en moneda extranjera. Luego de unas semanas de aplicación del nuevo régimen se pasó a registrar la estadística de tasa de cambio con el nombre de tasa representativa

GRAFICO 1
Rentabilidad certicambio, títulos de participación y CDT
Octubre 1991 - junio 1992



de mercado ¹², tasa resultante del promedio de las tasas de cambio de las operaciones de compra y venta de divisas y certificados de cambio, efectuados por bancos y corporaciones financieras en las principales ciudades ¹³. A esta tasa se realizan, por razones prácticas, las transacciones del sector público y del Banco de la República.

Ciertamente, el mecanismo del certificado de cambio contribuyó a esta transición permitiendo que la tasa de cambio de mercado fluctuara dentro de unos márgenes dados por la tasa de redención del certificado de cambio a su vencimiento (tasa del Banco de la República) y por la tasa de compra del certificado de cambio antes de su vencimiento, establecida como resultado de aplicar a la primera un descuento del 12.5%.

Como se aprecia en el Gráfico 2, entre agosto y octubre de 1991 la tasa de cambio libre ¹⁴ se aproximó primero al techo existente. Luego, a partir de noviembre de 1991 comenzó a caer acercándose al piso, dado por el descuento, y manteniéndose cerca de él entre febrero y abril de 1992; a partir de mayo de 1992 ha vuelto a elevarse, cerrando junio a un nivel de \$ 698.9. En el Gráfico 3 se aprecia que la tasa de cambio del dólar libre (promedio de venta de efectivo y cheque) también registró el mismo comportamiento, con la diferencia que cayó en algunos días del período febrero-abril de 1992 ligeramente por debajo del piso fijado por el Banco de la República, entre otros factores, por el aumento en la comisión para compra de dólares en efectivo por parte del Banco de la República a los intermediarios, que se elevó de 5% a 10% en abril.

A partir de mayo y especialmente en junio del presente año, el precio del certificado de

cambio en el mercado aumentó, pasando de \$ 668.4 (descuento de 10.9%) a fin de mayo a \$ 698.9 (descuento de 7.9%) a fin de junio, lo que en términos de la tasa de cambio representativa de mercado se tradujo en una devaluación de 5.5% en junio. El aumento en el precio de los certificados de cambio en este último mes pudo deberse a varios factores, entre ellos, una mayor demanda por este papel como activo de inversión y por las necesidades estacionales vinculadas con los gastos de vacaciones en el exterior.

En síntesis, la política monetaria aconsejó la creación del certificado de cambio como un mecanismo exclusivamente de esterilización monetaria, pero gracias al instrumento, cuyo precio fue variando según condiciones de mercado, la tasa de cambio fue adquiriendo flexibilidad, lo cual era uno de los objetivos principales que perseguía la Ley 9 de 1991.

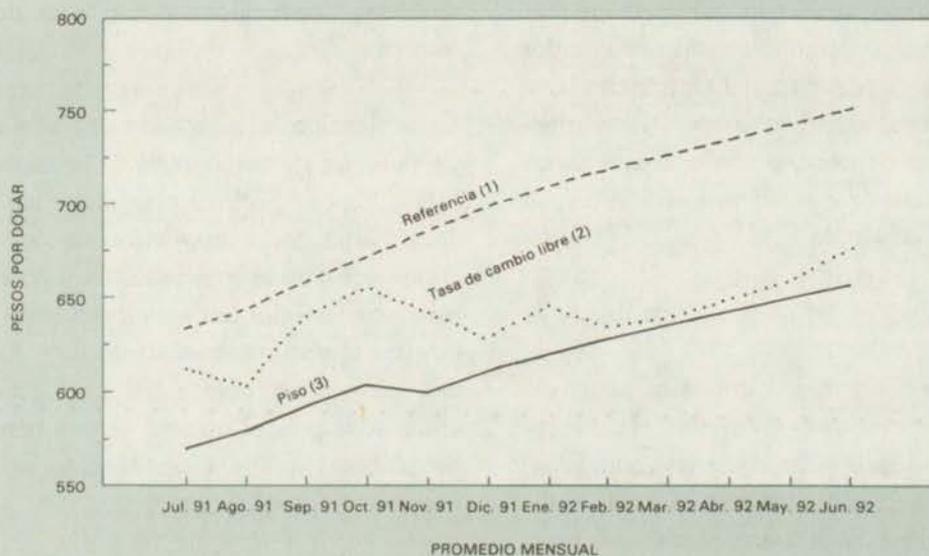
La mayor flexibilidad de la tasa de cambio no implica que se elimine la capacidad del Banco de la República para intervenir en el mercado con el fin de influir sobre el nivel de la misma, teniendo en cuenta las condiciones objetivas de la economía y, en particular, su orientación de largo plazo. La tasa de cambio es una variable de especial importancia, ya que es un determinante del equilibrio macroeconómico a través de su incidencia en la balanza de pagos, en la oferta monetaria, la demanda agregada, el

¹² Resoluciones 15 de 1991 de la Junta Monetaria y 6 de 1992 de la Junta Directiva del Banco de la República.

¹³ Véase Anexo metodológico.

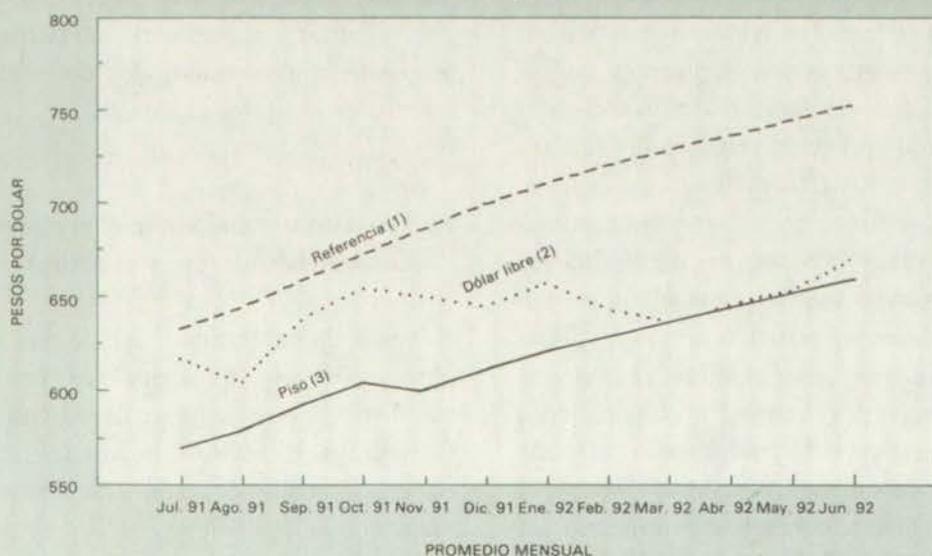
¹⁴ Se refiere a la tasa de venta de certificados de cambio y de divisas diferentes a las realizadas por ventanilla. A partir de diciembre de 1991 se entiende por tasa de cambio libre la tasa de cambio representativa de mercado que se define en el Anexo.

GRAFICO 2
Tasa de referencia y tasa de cambio libre



- (1) La tasa de referencia corresponde a la tasa de cambio fijada por el Banco de la República para la redención de los certificados de cambio vencidos.
- (2) Corresponde a la tasa de cambio de venta de certificados de cambio y de divisas diferentes de las realizadas por ventanilla.
- (3) Corresponde a la tasa de referencia descontada en 10% hasta octubre de 1991 y en 12.5% a partir de noviembre de 1991.

GRAFICO 3
Tasa de referencia y del dólar libre



- (1) La tasa de referencia corresponde a la tasa de cambio fijada por el Banco de la República para la redención de los certificados de cambio vencidos.
- (2) Corresponde a la tasa de cambio promedio para ventas de divisas efectuadas en efectivo y cheque a los intermediarios financieros.
- (3) Corresponde a la tasa de referencia descontada en 10% hasta octubre de 1991 y en 12.5% a partir de noviembre de 1991.

ingreso nacional y el nivel de precios. Por estas razones, el Banco quedó facultado para intervenir en el mercado cambiario como comprador o vendedor de divisas con el fin de regularlo en forma activa, influyendo en la determinación de la tasa de cambio nominal para lograr un nivel de tasa de cambio real acorde con su equilibrio de largo plazo.

D) La unificación del mercado cambiario

Bajo el nuevo régimen cambiario, la mayor parte de las operaciones en divisas están reguladas, exceptuando las descritas como del "mercado libre". Esta situación no implica que necesariamente existan tasas de cambio diferentes para cada mercado, ya que la conformación de un mercado de cambios único ha sido un objetivo central, respetando la libre posesión y negociabilidad de divisas provenientes de los servicios prestados por residentes en el país.

La unificación del mercado cambiario se logra a través del tratamiento que le dan los intermediarios a sus operaciones en moneda extranjera y a la utilización de la posición propia, cuenta en la cual dichas entidades registran todas sus operaciones de compra y venta de divisas, sin distinguir si provienen o no del mercado libre. Por su parte, el Banco de la República suministra la totalidad de divisas que demanden los intermediarios del mercado con el fin de aumentar el saldo de la posición propia y adquirir los excedentes que presente el sistema. Adicionalmente, los bancos y corporaciones financieras están autorizados para efectuar operaciones de compra y venta de divisas a otros intermediarios del mercado cambiario, así como a compañías de financiamiento comercial y a casas de cambio. De esta manera, los intermediarios del mercado de cambio conforman un mercado de cambios único y se evita

que por imprecisiones normativas ocurran los problemas conocidos de las tasas duales de cambio.

La unificación del mercado cambiario constituye, pues, un elemento clave de la reforma cambiaria. Esta se justifica para evitar los peligros desestabilizadores implícitos en un sistema donde coexiste un mercado libre, en el que se canalizarían flujos de capital, con otro controlado para el resto de transacciones¹⁵. La autoridad económica cuenta así con condiciones apropiadas para el manejo de una herramienta de política tan importante como el tipo de cambio.

En suma, el mercado cambiario colombiano funciona con adecuada transparencia y las diferencias en las tasas de cambio que en la práctica resultan para las transacciones en bienes y servicios, obedecen a sobrecostos que se han establecido para estas últimas operaciones, como la comisión del 10% que se cobra por manejo de efectivo y la retención del 3% para algunos reintegros de servicios, con el propósito fundamental de desestimular el ingreso de capitales especulativos.

E) Tránsito normal entre el régimen cambiario anterior y el actual

A pesar de la profundidad de las reformas introducidas, la transición de un régimen cambiario al otro se ha realizado con absoluta normalidad. El nuevo esquema ha funcionado en un ambiente de sana competencia y las instituciones financieras se han encargado de atender las operaciones de ingresos y egresos

¹⁵ Véase Notas Editoriales de octubre de 1990.

de divisas, asumiendo las funciones de verificación y supervisión que antes eran competencia del Banco de la República (excepto temporalmente en el caso de las exportaciones, en el cual el Banco ha seguido desempeñando funciones de intermediario, por solicitud expresa de los exportadores), sin que se presenten dificultades para los interesados ¹⁶.

Con la descentralización operativa del régimen cambiario se transfirió a los intermediarios la responsabilidad del manejo de los documentos que respaldan las operaciones cambiarias. Para ello se estableció la figura del intermediario asignado, el cual se define como el banco o corporación escogida por una persona para efectos de realizar la compra o venta de divisas y llevar el registro respectivo, correspondiendo a dicha entidad vigilar el cumplimiento de las normas cambiarias.

Los objetivos buscados se han alcanzado, lográndose simultáneamente una mayor agilidad y eficiencia en las transacciones internacionales. Se simplificaron los trámites para los importadores y exportadores, destacándose la eliminación de la licencia de cambios para efectuar giros al exterior, o sea de una aprobación previa para cada giro a cargo de la Oficina de Cambios del Banco de la República. Así mismo, se reglamentó el principio de la operación integrada, según la cual los exportadores pueden efectuar los reintegros en cuentas de compensación en el exterior y pagar todos los gastos asociados a su actividad con cargo a las mismas ¹⁷. Bajo el nuevo régimen existe flexibilidad para la apertura y el manejo de cuentas corrientes en el exterior, las cuales no requieren autorización previa, permitiendo que las operaciones cambiarias se canalicen a través de los nuevos mecanismos con la consiguiente

reducción de costos financieros. Por otra parte, se suprimió el control *ex-ante* de las operaciones, requisito costoso tanto para el Banco de la República como para los participantes en esta actividad. En cambio, se puso en vigencia un sistema de verificación *ex-post* dependiente totalmente de los intermediarios financieros. Este viraje de fondo ha permitido iniciar la formación de un mercado cambiario eficiente, sin que se pierda la capacidad sancionatoria de las autoridades.

Conservando elementos importantes del antiguo control de cambios, como el registro de los movimientos de capital ¹⁸, se ha logrado estructurar un sistema cambiario flexible, que hace posible la aplicación de elementos de un mercado competitivo, como es el caso de la determinación de la tasa de cambio.

Desde un punto de vista operativo y organizacional, las reformas han implicado grandes cambios institucionales que el Banco de la República ha adelantado en un lapso menor de un año, el cual resulta breve al evaluar la transformación del régimen de cambios internacionales. Gracias al elevado sentido de responsabilidad y profesionalismo de los funcionarios

¹⁶ Vale la pena aclarar que el reintegro de divisas en el Banco de la República provenientes de las exportaciones, es de carácter voluntario por parte del exportador. Si éste lo desea puede efectuar sus reintegros a través de un banco o corporación financiera.

¹⁷ Bajo el nuevo régimen se establecieron tres mecanismos de cuenta corriente en el exterior a saber: compensación, puente y fondo rotatorio, cuyas características se definen en la Resolución 6 de 1992 de la Junta Directiva del Banco de la República.

¹⁸ La reglamentación sobre endeudamiento externo busca evitar los flujos especulativos de capital y por ello se conservan ciertas limitaciones para la contratación de deuda monetizable de corto plazo y, en general, el requisito de registro de los préstamos externos de mediano y largo plazo en el Banco de la República.

del Banco, la transición no ha implicado perjuicio alguno para importadores, exportadores u otros usuarios del mercado cambiario. Debe destacarse en este proceso, la liquidación de la antigua Oficina de Cambios, entidad gubernamental que administraba el Banco y que fue desmontada, de acuerdo con lo dispuesto por el Decreto 2406 de 1991, asumiendo el Banco las pocas funciones de dicha Oficina que quedaron vigentes.

A este respecto, es importante aclarar que la adopción del nuevo sistema cambiario no tuvo el objetivo de disminuir los controles para permitir que ingresaran al país divisas de cualquier naturaleza. El crecimiento que han experimentado las reservas internacionales en los últimos meses en ningún caso debe asociarse con la vigencia del nuevo esquema cambiario. Por el contrario, bajo el régimen anterior la acumulación de reservas seguramente hubiera sido superior ya que en aquel existía la obligación para el Banco de la República de adquirir todas las divisas.

Actualmente, una parte importante de los activos externos del país pertenece a bancos y corporaciones financieras y a entidades como la Tesorería General de la República, Ecopetrol y Carbocol, entre otros, que mantienen depósitos en moneda extranjera en cuentas del exterior. Dentro de dichos activos se destacan la posición propia y los depósitos de la Tesorería, que en junio ascienden a US\$ 584 millones y US\$ 309 millones, respectivamente, montos que en conjunto equivalen al 12% de las reservas internacionales en poder del Banco de la República en igual fecha. Además, bajo el nuevo régimen se permitió el manejo de cuentas en el exterior en las cuales las empresas pueden efectuar reintegros de divisas y atender gastos en moneda extranjera relacionados con su actividad.

De otra parte, el elemento central de todo este proceso de modernización del régimen

de cambios internacionales es el de la tasa de cambio. En el pasado ésta era, para todos los efectos, la que informaba diariamente el Banco de la República; si bien se buscaba que recogiera el efecto de las principales características del mercado, no era una tasa propiamente de mercado sino aquella establecida en forma unilateral por el Banco. Este esquema debía modificarse para dar los pasos que permitieran llegar a una tasa de cambio determinada básicamente por factores de oferta y demanda de divisas.

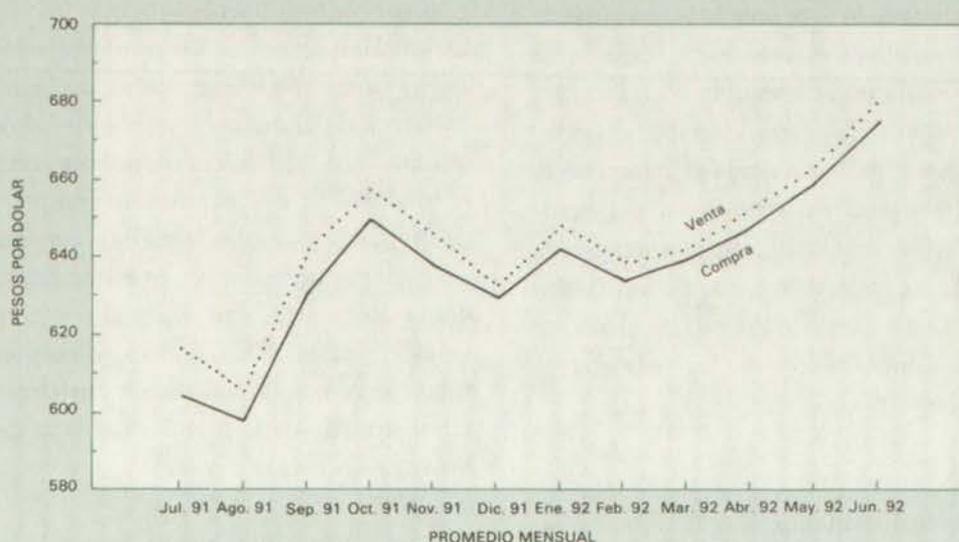
En una primera fase de la transición del nuevo régimen, las operaciones en moneda extranjera se convirtieron a pesos utilizando la tasa de referencia del Banco de la República. Posteriormente, se determinó que las operaciones denominadas en moneda extranjera como pagos de impuestos, fletes, ventas de pasajes internacionales y compras de oro, entre otras, se convirtieran a moneda local utilizando la tasa de cambio representativa del mercado. Así mismo, se estableció que las cuentas del Gobierno, el balance en moneda extranjera del Banco de la República y las operaciones de la Cuenta Especial de Cambios se convirtieran a pesos utilizando dicha tasa. De esta manera todas las operaciones que anteriormente estaban ligadas a la tasa del Banco de la República se desprendieron de ella y se vincularon a la tasa de cambio del mercado. Por su parte, el Banco de la República también adoptó la tasa representativa del mercado en todas sus operaciones de compra y venta de divisas y para la valoración en pesos de las cuentas de su balance, pero continuó fijando diariamente la tasa de cambio del Banco de la República con el único fin de redimir los certificados de cambio a su vencimiento, pues como existía una suma cuantiosa de estos títulos en poder del público, no se podía permitir que éstos perdieran

valor abruptamente, ocasionando una reducción en el capital de sus tenedores y la desconfianza en dicho papel.

Por último, como un efecto secundario se debe mencionar que la descentralización cambiaria le ha generado importantes utilidades a los intermediarios financieros autorizados, provenientes de los diferenciales entre las cotizaciones de compra y venta de divisas. Como se puede apreciar en el Gráfico 4, el margen de intermediación de las operaciones cambiarias comenzó

siendo amplio y ha tendido a reducirse en los últimos meses, lo cual refleja una mayor competitividad en este mercado. Adicionalmente, la dispersión entre las tasas de cambio de las operaciones realizadas en efectivo, con cheque o con certificados, se ha reducido considerablemente, lo cual sugiere que existe un grado de competencia aceptable en dicho mercado, aunque se requiere aún una mayor participación del conjunto de intermediarios asignados para que los márgenes sean menores.

GRAFICO 4
Tasas de cambio de compra y venta de divisas en el mercado cambiario⁽¹⁾



(1) Tasa ponderada sobre las operaciones realizadas en cheque, efectivo y certificados de cambio.

III. Conclusiones

En 1991 las autoridades económicas cumplieron la difícil labor de armonizar la implantación de varias reformas estructurales con la ejecución del programa de estabilización, todo ello en presencia de un sector externo fortalecido que ocasionaba una excesiva acumulación de reservas internacionales. Dentro de este contexto, el reto de la política económica a partir de ese momento ha sido armonizar las metas de inflación y crecimiento con el logro de una tasa de cambio real adecuada en el mediano plazo, ya que el nuevo modelo de desarrollo tiene como eje fundamental el fortalecimiento del sector exportador.

Por medio del mecanismo del certificado de cambio se ha logrado esterilizar una buena parte de la acumulación de reservas internacionales, contribuyendo este instrumento a evitar que las crecientes reservas den lugar a la revaluación de la tasa de cambio real. Por otra parte, se comprobó la capacidad de las herramientas monetarias que maneja el Banco de la República para efectuar importantes esfuerzos de esterilización monetaria sin una exagerada elevación de las tasas de interés. El certificado de cambio se ha constituido así en elemento clave de la armonización de las políticas de corto y de largo plazo.

No obstante las bondades del certificado, éste presenta algunas limitantes asociadas al hecho de que crea un vínculo, probablemente más fuerte que el deseado, entre la tasa de interés y la tasa de cambio. Esta relación, que es una de las características del funcionamiento de economías con perfecta movilidad de capitales, no es

del todo conveniente en el caso colombiano, por lo cual se ha optado por conservar la obligación de registro, bajo ciertas condiciones, para los movimientos de capital.

El nuevo esquema cambiario ha permitido la conformación de un mercado de cambios único, respetando la libre posesión y negociabilidad de las divisas cuya fuente corresponde a los servicios prestados por residentes en el país. El esfuerzo de diseñar un conjunto ordenado de mecanismos para lograr la unificación del mercado, obedeció a la importancia que tiene dar a la economía las condiciones apropiadas para el funcionamiento de una herramienta de política tan significativa como la tasa de cambio. La unificación previno de esta manera la ocurrencia de peligros desestabilizadores, propios de un sistema donde coexiste un mercado libre para algunas operaciones con otro controlado para las demás.

La posición propia de los intermediarios financieros ha servido eficazmente para fortalecer la unificación del mercado cambiario, al definirse que en dicha posición las entidades computaran la totalidad de operaciones de compra y venta de divisas, incluidas aquellas originadas en operaciones de servicios. Así mismo, el Banco de la República está obligado a comprar y vender divisas a los bancos y corporaciones financieras con destino a su posición propia, sin distinción de la fuente cambiaria de donde provinieran dichas divisas.

El paso fundamental que se deriva de la aplicación del nuevo régimen cambiario consiste en la flexibilización de la tasa de cambio; ello permite que todas las operaciones en divisas se efectúen a la tasa de cambio que determine el mercado, por ahora reflejada en la negociación

del certificado de cambio. En la práctica, la tasa de cambio de mercado fluctúa dentro de unos márgenes dados por la tasa de redención del certificado de cambio a su vencimiento (tasa del Banco de la República) y por el precio de compra del mismo, considerando un descuento del 12.5% para su redención anticipada. Para contribuir a una mayor flexibilización de la tasa de cambio, el Banco de la República se retiró de la función de fijar la tasa diariamente, dejando que en el mercado de divisas las condiciones de oferta y demanda vayan formando el precio.

La mayor flexibilidad de la tasa de cambio no implica que se elimine la capacidad del Banco de la República para regularla con el fin de que el nivel de la misma tenga en cuenta las condiciones objetivas de la economía y, en particular, mantenga una orientación de largo plazo. El Banco está facultado para intervenir en el mercado cambiario como comprador o vendedor de divisas con el fin de influir en la determinación de la tasa de cambio nominal.

La transición del régimen cambiario, no obstante su magnitud, ha sido relativamente normal y el nuevo esquema está funcionando en

un ambiente de sana competencia. Las instituciones financieras se han encargado de atender las operaciones cambiarias, asumiendo algunas funciones de verificación y supervisión que antes eran competencia del Banco de la República; en el caso de las exportaciones el Banco todavía sirve como intermediario, por solicitud expresa de los exportadores, pero esta situación debe ser transitoria ya que los bancos y corporaciones financieras están en capacidad de asumir dicha labor. Las nuevas funciones cambiarias han reportado beneficios importantes a los intermediarios; si bien el esquema ha operado, como dijimos, en un ambiente de competencia, no sobra advertir que todavía se requiere una mayor participación del conjunto de intermediarios asignados.

En esta forma, el Banco de la República ha cumplido eficientemente con la delicada tarea de estructurar y poner en marcha, en un plazo realmente breve y sin introducir traumatismos, el nuevo sistema cambiario con todos sus nuevos elementos, que facilitan las actividades de los usuarios de este mercado y que configuran un esquema favorable a la nueva orientación, más internacional, de la economía colombiana.

ANEXO

Metodología del Índice de la Tasa de Cambio Real (ITCR)

El Banco de la República calcula con periodicidad mensual el Índice de la Tasa de Cambio Real del Peso Colombiano (ITCR). Su canasta está compuesta por las monedas de los 18 principales socios comerciales en 1986, año que ha sido tomado como base ¹, y la ponderación asignada a cada uno de ellos se basa en la participación en el comercio global (importaciones más exportaciones sin café) en ese año.

Ponderaciones del Índice de la Tasa de Cambio Real del peso colombiano

Países	Porcentaje
Estados Unidos	43.12 *
Alemania	5.95
Venezuela	9.84
Japón	7.84
Holanda	2.27
España	3.62
Francia	4.12
Reino Unido	2.80
Ecuador	1.94
Italia	2.21
Canadá	2.58
Brasil	2.69
Suecia	1.03
Suiza	1.57
Chile	1.52
México	2.37
Perú	2.74
Argentina	1.79
TOTAL	100.00

* Incluye Puerto Rico que participa con el 2.12%.

Actualmente se toma como base de comparación diciembre de 1986. La fórmula de cálculo es la siguiente:

$$ITCR_t = ITCR_{t-1} \cdot \frac{(ed \cdot \pi^*)}{(\pi d \cdot e^*)}$$

Donde "π" significa inflación, "e" devaluación, "*" externo y "d" doméstico.

Para efecto de la determinación de la inflación externa, se toman los índices de precios al por mayor y para Colombia el índice de precios del productor (IPP). Por su parte, para el cálculo de la devaluación tanto interna como externa, se toman las tasas de cambio promedio del mes.

Tasa de Cambio Representativa del Mercado

A partir de julio del año anterior, y a raíz de las modificaciones introducidas a la política cambiaria del país, se dejó de utilizar la tasa de cambio oficial para el cálculo de la devaluación interna. En su reemplazo se ha utilizado una tasa de cambio de mercado, la cual ha tenido tres definiciones en este lapso. Desde julio de 1991 hasta octubre, se tomó la tasa de cambio de los certificados de cambio con vencimiento a 90 días negociados en la Bolsa de Bogotá.

¹ Los cuales representaban el 87.6% del valor total de las transacciones comerciales del país.

En noviembre del mismo año se tomó la de los certificados con vencimiento a 360 días y desde diciembre hasta la fecha, se toma la Tasa de Cambio Representativa del Mercado (TCRM)², definida como "el promedio aritmético simple de las tasas de cambio de las operaciones de compra y venta de divisas y certificados de cambio, efectuados por bancos y corpo-

raciones financieras en las ciudades de Santafé de Bogotá, D.C., Barranquilla, Cali y Medellín, excluidas las operaciones de ventanilla y las interbancarias".

² Resolución Externa 15 de noviembre 27 de 1991 de la Junta Directiva.

VIDA DEL BANCO

Depósito Central de Valores

El 16 del presente mes entró en funcionamiento el Depósito Central de Valores del Banco de la República, nuevo aporte de la entidad al desarrollo del mercado de valores.

El Depósito Central de Valores, DCV, ofrece, entre otras, las siguientes ventajas:

- Es un sistema computarizado que permite a los depositantes prescindir del manejo físico del título-valor.
- Los títulos-valores emitidos, garantizados o administrados por el Banco de la República,

pueden ser endosados en administración para custodia y manejo a través del DCV, de acuerdo con las instrucciones que el depositante ordene.

- Proporciona a los usuarios del sistema las condiciones óptimas para administrar sus inversiones en forma fácil, rápida, eficiente y segura.
- El depositante puede ordenar las transacciones propias del manejo de sus inversiones, utilizando la red de oficinas del Banco.
- El depositante dispone de información oportuna sobre el estado de sus inversiones y de las transacciones realizadas.