



◆ Nuevo marco normativo del régimen de cambios internacionales

Una de las funciones que la Constitución Política de Colombia le asigna a la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) es la de ser autoridad cambiaria, la cual ejerce (junto con las demás a cargo en materia monetaria y crediticia) en coordinación con la política económica general¹. En desarrollo de esta función, en mayo de 2018 la JDBR expidió la Resolución Externa 1, por la cual se compendia y modifica el cuerpo normativo que reglamenta el régimen de cambios internacionales (el cual no había sido objeto de reformas sustanciales desde 2000).

El régimen cambiario de un país hace alusión a la forma como la autoridad monetaria determina su marco de política de manejo del tipo de cambio y su consistencia con la política monetaria. En los últimos cincuenta años Colombia ha tenido básicamente tres regímenes cambiarios: desde 1967 (Decreto Extraordinario 444) hasta 1993 prevaleció un régimen de tasa de cambio con devaluación gradual en el marco de un sistema que le concedía un especial énfasis a la asignación de divisas escasas por medios administrativos (control de cambios centralizado en el Banco de la República). Luego, entre 1994 y 1999 se evolucionó hacia un régimen de banda cambiaria, dentro de un esquema más amplio y flexible que permitió la descentralización en el manejo de las operaciones de cambio, encargando a las instituciones financieras las funciones de verificación del cumplimiento de las normas legales y permitiendo un mayor papel del mercado en la asignación de las divisas disponibles, al tiempo que se preservó un relativo control sobre los movimientos internacionales de capital. En 1999 se hizo el tránsito hacia la flotación cambiaria, al tiempo que se

¹ El Congreso de la República, el Gobierno Nacional y la JDBR tienen participación en la regulación de los cambios internacionales. El Congreso de la República dicta las normas generales y señala los objetivos y criterios en materia de cambios internacionales, así como las funciones de la JDBR en este campo. En ejercicio de estas facultades expidió la Ley 9 de 1991 (marco de cambios internacionales) y la Ley 31 de 1992 (marco del banco central). Al Gobierno Nacional le corresponde determinar las distintas operaciones de cambio sujetas a la Ley 9. Finalmente, a la JDBR le compete regular todos los ingresos y egresos de divisas de las operaciones de cambio, para lo cual puede establecer controles o actuaciones administrativas con el objeto de verificar la naturaleza de las transacciones y el cumplimiento de las regulaciones correspondientes.

transformó la estrategia de control de la inflación, para adoptar una de inflación objetivo, que persiste hasta el día de hoy.

Si bien el marco de política tuvo un cambio estructural con la decisión de transitar hacia un esquema de flotación en septiembre de 1999, el conjunto de reglas que se utilizan para instrumentarlo (o cuerpo normativo reglamentario), contenido inicialmente en la Resolución Externa 21 de 1993 y luego en la Resolución Externa 8 de 2000 de la JDBR, no había sido modificado en lo fundamental y continuaba permeado por el esquema que originalmente se había diseñado para un tipo de cambio controlado. Ello se explica, entre otras razones, por la incertidumbre que se enfrentaba sobre la forma en que operaría el nuevo modelo.

La actualización regulatoria contenida en la Resolución Externa 1 de 2018 ha propendido, entonces, por la consistencia entre el marco de política y el cuerpo normativo que lo acompaña. La revisión integral y comprehensiva de la normatividad ha sido el resultado de varios años de esfuerzo por parte del equipo técnico del Banco de la República y de su Junta Directiva, a lo largo de los cuales se consultaron e incorporaron comentarios y sugerencias de autoridades públicas, agentes privados, intermediarios del mercado y el público en general. Ella recoge la experiencia de casi dos décadas de maduración y sofisticación de los mercados cambiario y financiero y de sus agentes participantes, de avances del país en términos de institucionalidad y desarrollo, y de apertura de la economía a los mercados externos, al tiempo que busca adecuar prospectivamente el marco regulatorio a un entorno de innovación cada vez más dinámico.

Cabe destacar especialmente que el nuevo régimen simplifica, flexibiliza y optimiza los procedimientos cambiarios, con el objetivo de tener trámites más eficientes para los inversionistas y ciudadanos que realizan este tipo de operaciones y, a su vez, que la autoridad cuente con información más precisa. Adicional a esto, con esta regulación cambiaria se busca implementar instrumentos para el control de riesgos asociados con los flujos y posiciones de balance de los residentes, preservando el principio de no dolarización de la economía, la estabilidad financiera y la efectividad y autonomía de la política monetaria.

A continuación se exponen los principios fundamentales sobre los cuales descansa el marco normativo del régimen de cambios internacionales y los principales temas que fueron objeto de revisión normativa.

◆ 1. Fundamentos de la nueva regulación cambiaria

En un marco de flotación de tasa de cambio, los objetivos de la regulación cambiaria se podrían resumir en los siguientes: mantener la información que requiere el Banco de la República para fines estadísticos y para efectos de medidas macroprudenciales, el control sobre los riesgos de balance de los agentes locales, y la autonomía sobre la política monetaria.

En relación con el primero, es necesario contar con información que permita construir la posición de balance de sus residentes con el resto del mundo, de conformidad con metodologías estadísticas ampliamente aceptadas, como las utilizadas por países miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI). En Colombia esta información se recoge fundamentalmente con las declaraciones de cambio que acompañan el reporte de operaciones canalizadas (obligatoria o voluntariamente)

por medio de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) y de las denominadas “cuentas de compensación” en el exterior. En otros países es frecuente recolectarlas en encuestas y muestreos, instrumentos que suelen tener menor cobertura. Una información completa y de calidad es indispensable para elaborar la balanza de pagos y para monitorear la evolución del riesgo de los administradores profesionales de estos flujos cambiarios.

En lo que concierne al control de riesgos, las operaciones de cambio son aquellas que se realizan entre residentes en Colombia y no residentes, y aquellas que impliquen la tenencia, adquisición o disposición de activos en divisas por parte de residentes, o de activos en moneda legal por parte de no residentes. Estas operaciones, así como todas aquellas que se denominan en divisas diferentes a la moneda legal, podrían generar riesgos particulares, a la luz de las funciones de la autoridad monetaria y cambiaria. Algunos de los riesgos se asocian con flujos y otros con posiciones de balance.

Los riesgos asociados con flujos se derivan del impacto que el movimiento de capitales y las fluctuaciones de los términos de intercambio tienen sobre economías de tamaño mediano o pequeño y relativamente abiertas, como la colombiana. Dada la vulnerabilidad que se ha evidenciado por tales causas a lo largo de nuestra historia, incluso reciente, resulta conveniente diseñar instrumentos contracíclicos que atenúen el impacto de las bonanzas y de los ciclos financieros internacionales en la expansión de hojas de balance de los agentes locales y en los precios de los activos internos. Desde una lógica macroprudencial, se considera que en determinadas coyunturas puede resultar procedente aplicar ciertos controles si el costo de este tipo de medidas es menor al de los riesgos excesivos que se están generando. Para ello, es necesario contar con información precisa sobre los flujos en cuestión, por lo que los estándares de reporte en este caso podrían ser superiores a los requeridos exclusivamente para la construcción de la balanza de pagos y la balanza cambiaria.

Por su parte, los riesgos asociados con las posiciones de balance de los agentes nacionales se derivan de la toma de posiciones denominadas en divisas. En una estrategia de inflación objetivo y flotación cambiaria, la tasa de cambio es la variable que debe absorber en buena medida los choques externos que reciba la economía, a fin de proteger la estabilidad de la tasa de interés y así suavizar los impactos sobre la actividad económica. Es de crítica importancia, entonces, permitir que esta flotación ocurra sin que ello amenace la estabilidad del sistema financiero ni la fortaleza del sector real. Es por ello que, como lo ha señalado Maiguashca (2018)², la prevención de grandes descalces cambiarios es tan relevante para la autoridad monetaria y cambiaria.

Finalmente, en lo que respecta a la autonomía de la política monetaria, es deseable limitar la dolarización de la economía con el fin, por una parte, de controlar riesgos de estabilidad financiera, y por la otra, mantener la efectividad de la política monetaria y poder adoptar políticas macroeconómicas con objetivos contracíclicos frente a choques externos o internos.

Teniendo como referencia este marco de política, el nuevo cuerpo normativo avanza aún más en la flexibilización de las operaciones de cambio, en la simplificación de procedimientos y reportes, y en la mayor apertura de la cuenta de capitales.

² Maiguashca, Ana Fernanda (2018). “Nuevo marco normativo para las operaciones del mercado cambiario”, Documentos Técnicos de Trabajo, Banco de la República.

A continuación se ilustran con mayor detalle algunos de los aspectos más específicos que fueron objeto de revisión en el cuerpo normativo.

◆ 2. Aspectos específicos de la nueva regulación cambiaria

2.1 Información

Se simplificaron los reportes y se eliminaron ciertos detalles de información que antes se exigían en las declaraciones de cambio, pero que no eran indispensables para el análisis de la información³, a pesar de lo cual generaban costos y riesgos operacionales para las empresas, pues su incumplimiento daba lugar a onerosas sanciones. Así, por ejemplo, se eliminó la obligación de reportar las inversiones financieras que los colombianos realizan en el exterior (aunque deberán continuar siendo reportadas para propósitos fiscales). También, el informe de avales y garantías, los cuales solo se reportarán al momento de su ejecución, que es cuando se convierten en crédito externo (siguiendo las reglas aplicables a estos últimos). Se suprimieron múltiples numerales cambiarios (veintisiete), aunque fue necesario crear otros nuevos (once) y se eliminó el formulario 8, así como los requisitos de conservación de documentos que los IMC debían pedirle a las empresas. Y algo muy importante que se eliminó fue la exigencia de firma en documento físico de las declaraciones de cambio, dando paso a procesos digitales.

2.2 Medición y control de riesgos

Sin duda, este es uno de los aspectos centrales de la regulación cambiaria y también uno de los más complejos. Por una parte, el Banco de la República puede adoptar medidas que limiten parcialmente los descalces del sector real, pero no hay en nuestro país una única autoridad de supervisión que pueda garantizar su cumplimiento. Así que, lo fundamental en este caso, es monitorear los riesgos de los agentes de este sector en busca de eventuales señales de alerta.

En cuanto al sistema financiero, sí se tiene un supervisor consolidado que vele por el cumplimiento de la regulación. Además, los IMC que hacen parte de este sector concentran gran parte de los riesgos que se generan en las operaciones cambiarias con sus clientes. En el nuevo cuerpo normativo se hace, entonces, una revisión exhaustiva de las actividades autorizadas a los diferentes tipos de IMC, los cuales quedaron agrupados en cinco categorías.

Los establecimientos de crédito conforman las categorías 1 y 2, con el número más amplio de actividades autorizadas. La principal diferencia entre estos dos grupos es que el primero puede obtener y otorgar financiación estipulada en moneda extranjera, otorgar avales y garantías y realizar derivados, mientras que el segundo debe restringir la colocación estipulada en moneda extranjera a las tarjetas de crédito y no puede otorgar avales ni realizar derivados. Ambos pueden intermediar financiación denominada en pesos proveniente de agentes externos. En función del

³ Adicionalmente, el Banco de la República cuenta con otras fuentes para obtener la información necesaria para la elaboración de la balanza de pagos.

tamaño de su patrimonio técnico, los establecimientos de crédito pueden pasar de una categoría de IMC⁴ a la otra⁵.

Las sociedades comisionistas que tengan un patrimonio que refleje que su operación soporta una gestión adecuada de los riesgos en cuestión se clasifican en la categoría 3. En ella se limita el apalancamiento a las operaciones con derivados que se liquiden en una cámara de riesgo central de contraparte, garantizando que sea esta la que administre el riesgo de contraparte de la operación.

A los grupos 4 y 5 pertenecen las entidades que se limitan a la compra y venta de divisas, remesas, giros y pagos, como las sociedades de intermediación cambiaria y servicios financieros especiales (Sicfes) y las sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos (Sedpes).

Cabe mencionar que, dado que desde tiempo atrás los profesionales de compra y venta de divisas están obligados a reportar sus operaciones, cualquiera que sea su monto, a la Unidad de Información y Análisis Financiero (UIAF) y demás autoridades de control y vigilancia, se les permitirá pagar en efectivo las compras de divisas hasta un monto máximo de USD 10.000 o su equivalente en otras monedas, y no de USD 3.000 como era anteriormente.

En cuanto al riesgo de los balances de los IMC, como lo ha explicado Maiguashca (2018), ya desde años atrás el Banco había iniciado un proceso de sofisticación de los instrumentos para su medición y control, considerando adicionalmente los nuevos riesgos que se desprenden de la presencia de los intermediarios financieros colombianos en otros países, especialmente en Centro y Suramérica. Se pasó de la medición de la llamada “posición propia”, que solo contemplaba el riesgo de fluctuaciones contra el dólar, a la medición y control del riesgo de descalce en otras monedas, sin perder el control sobre la totalidad de la exposición en moneda extranjera. Ella se refleja de manera integral en el indicador de riesgo cambiario (IRC) y en los indicadores de exposición de corto plazo individual y consolidado, que miden el riesgo de liquidez en moneda extranjera en el ámbito individual y consolidado, acorde con el espíritu de la ley de conglomerados financieros (Ley 1870 de 2017).

El fortalecimiento de los mecanismos de control y medición de los riesgos de balance facilitó que se pudieran simplificar diversas operaciones cambiarias. En particular, en el caso del crédito en moneda extranjera, la regulación se concentró en que el riesgo cambiario estuviera bien revelado en el balance, y se levantaron las restricciones a la moneda de desembolso y de pago. De esta forma, ahora es posible pactar operaciones de crédito con el exterior, pero denominadas en pesos colombianos, y se facilitó su operatividad.

También se eliminaron las restricciones que había sobre las operaciones de avales y garantías, considerando que los reportes que se exigen a los IMC sobre este tipo de operaciones permiten la revelación y cuantificación de su riesgo potencial. A este respecto es pertinente añadir que, dado que el otorgamiento de avales y garantías es un “crédito contingente” que en caso de ejecutarse da lugar a un endeudamiento

⁴ Sin embargo, se elimina el requisito de un patrimonio técnico mínimo para que los establecimientos de crédito puedan ser IMC. Cabe precisar que estos podrán solicitarle al Banco de la República la cancelación de su inscripción como IMC si no corresponde al foco de su línea de negocio, con lo cual no estarán obligadas a cumplir con la regulación aplicable a los IMC.

⁵ Las entidades públicas de redescuento, aunque no se clasifican como IMC, están autorizadas para otorgar créditos en las mismas condiciones que los IMC del grupo 1, es decir que el desembolso y el pago pueden efectuarse en moneda legal o extranjera.

(y como tal debe ser reportado en dicho evento), su regulación fue armonizada con la de las operaciones de crédito externo.

La revisión normativa se extendió igualmente a las operaciones de derivados (que también corresponden a un tipo de operación de deuda). Para aquellos considerados de mayor nivel de complejidad, y en cuya gestión se considera que debe haber mayor prudencia, como son los *credit default swaps* (derivados de riesgo de crédito), la JDBR optó por una liberación parcial de su régimen. Se permite que puedan ser pactados de manera amplia, sin importar si están operando como cobertura de alguna inversión o si son en sí mismos una apuesta abierta, pero los IMC no podrán emitirlos.

Para el resto de derivados, tanto financieros como de cumplimiento efectivo, reconociendo que se trata de un mercado dinámico y con frecuentes innovaciones, y que debe haber mecanismos eficientes de manejo de riesgo para una variada gama de agentes económicos, se liberaron las autorizaciones taxativas que existían. De esta forma, por ejemplo, los IMC (del grupo 1) pueden ahora participar en el mercado de derivados de productos básicos (*commodities*), que antes solo era permitido para que los residentes se cubrieran con agentes del exterior; se eliminaron las condiciones que se habían establecido para el cumplimiento de todos los derivados, a fin de que pueda ser efectivo (es decir, que se intercambian las monedas pactadas en la operación) o financiero (caso en el cual solo se pagan las diferencias netas), en la forma que le resulte más conveniente contractualmente a las partes interesadas; y se eliminó la restricción que se tenía en los de cumplimiento efectivo, consistente en que el subyacente tenía que ser una operación de obligatoria canalización por medio del mercado cambiario. Así, se podrán negociar derivados para cualquier operación o “subyacente”, incluso para servicios.

Uno de los efectos esperados de las anteriores modificaciones es que las entidades financieras colombianas (IMC) estén en capacidad de ofrecerle más productos y servicios a las empresas, de modo que puedan atender mejor sus necesidades de protección, inversión o crédito, al tiempo que se ejerce un control sobre los riesgos en que incurren los IMC en sus balances.

En lo que concierne a los instrumentos para el manejo de los riesgos de tipo flujo, una mención especial debe ser hecha al depósito al endeudamiento externo, que hoy es de cero por ciento, pero que constituye uno de los pilares de la regulación macroprudencial del Banco de la República (Maiguashca, 2018). Este se ha aplicado especialmente en épocas de expansión de la liquidez internacional y mayor contratación de crédito externo por parte de empresas del sector real, a fin de encarecer el costo del crédito⁶. Los ajustes regulatorios en esta materia se refieren principalmente a la definición de lo que se clasifica como crédito externo, a autorizar que este pueda ser desembolsado en moneda extranjera o moneda legal y a eliminar algunas excepciones a las operaciones de crédito cobijadas por el requisito de depósito al endeudamiento externo que generaban asimetrías en su implementación.

Estos ajustes se fundamentaron en la premisa de que la acumulación de riesgo cambiario en el balance de los agentes locales (la cual es el resultado de la toma de posiciones estipuladas en moneda extranjera) es relevante para el Banco de la República, por consideraciones de estabilidad macroeconómica y financiera. La nueva

⁶ El Gobierno, por su parte, tiene la facultad de imponer un depósito con esta misma lógica a los flujos de inversión extranjera de portafolio.

regulación cambiaria relacionada con las operaciones de crédito externo entre dos IMC o entre IMC y residentes se enfoca, entonces, en la moneda de estipulación y no en la moneda de desembolso, como antes era el caso.

Teniendo en cuenta lo anterior, se modificó la definición de crédito externo para que en adelante comprenda: 1) los créditos otorgados por IMC a residentes o a otros IMC, estipulados en moneda extranjera (sin consideración a la moneda de desembolso), y 2) los créditos celebrados entre residentes o IMC con no residentes. En adelante, será posible que los créditos externos puedan ser desembolsados en moneda extranjera o moneda legal, según lo acuerden las partes (antes solo podían ser estipulados y desembolsados en moneda extranjera).

En consecuencia, la regulación del depósito al endeudamiento externo se ajustó de forma que se aplicaría a: 1) los desembolsos de créditos externos estipulados en moneda extranjera que obtengan los residentes o los IMC de los IMC; 2) los desembolsos en moneda extranjera que obtengan los residentes o IMC⁷ de no residentes, y 3) las transferencias de divisas a las cuentas en pesos de no residentes de uso exclusivo para crédito externo⁸.

Finalmente, con el objetivo de eliminar algunas asimetrías en la implementación del depósito, este pasaría a aplicarse también a todas las financiaciones de comercio exterior que constituyen endeudamiento externo por concepto de capital de trabajo (financiación de pagos anticipados de importaciones de bienes de capital y prefinanciación de exportaciones), antes exentas. Cabe precisar que continúan sin estar sujetos al depósito los plazos otorgados por los proveedores de mercancías.

Para concluir, es del caso señalar que para operaciones de derivados, como por ejemplo la compra de dólares *forward*, se desarrolló otra forma de medición y de control indirecto mediante límites a la posición bruta de apalancamiento (PBA) y la posición propia de contado (PPC) de los IMC. Su propósito es acotar la capacidad que tienen los IMC de intermediar derivados con sus clientes. Pero, contrario a lo que ocurre con los depósitos al endeudamiento externo —que solo se aplican en tiempos de expansión de la liquidez internacional y entrada de capitales al país vía endeudamiento externo y flujos de inversión de portafolio—, los límites a la PBA y a la PPC estaban operando constantemente. Ello restringía el desarrollo del mercado de derivados y no era consistente con la lógica contracíclica en la aplicación de instrumentos macroprudenciales. En adelante, los indicadores de PBA y PPC continuarán siendo calculados, a fin de monitorear la eventual emergencia de señales de alerta, pero se eliminaron sus límites en tiempos de “normalidad”. Se espera que ello cree condiciones propicias para profundizar este mercado y ampliar así las oportunidades de manejo del riesgo para las empresas y otros clientes del sector real.

⁷ Los créditos externos obtenidos por los IMC estarían exentos del depósito, cuando: 1) la financiación obtenida por el IMC sea desembolsada en moneda legal por el no residente (lo constituye el no residente si hace transferencia de divisas a su cuenta de uso exclusivo para crédito externo); 2) se destine a operaciones activas de crédito en moneda extranjera (lo constituye el residente), y 3) se destine a operaciones de *leasing* de importación o de exportación.

⁸ Se mantiene la regulación con respecto a que las operaciones de crédito entre residentes (distintos de IMC) que se estipulen en moneda extranjera, por no corresponder a operaciones de cambio, se deben desembolsar y pagar en moneda legal a la tasa de cambio que acuerden las partes o, en su defecto, a la TRM, salvo en el caso en que las partes acuerden su desembolso o pago mediante cuentas de compensación.

Por último, cabe señalar que, dado el alcance de las reformas efectuadas y el objetivo de realizar una revisión integral del marco normativo, hay una variada gama de temas que fueron abarcados en esta nueva reglamentación cambiaria, los cuales no alcanzan a ser tratados en estas notas.

En resumen, el nuevo régimen simplifica, flexibiliza y optimiza los procedimientos cambiarios, con el objetivo de tener trámites más eficientes para los inversionistas y ciudadanos que realizan este tipo de operaciones y, a su vez, para que la autoridad cuente con información más precisa. Adicional a esto, se busca implementar instrumentos para el control de riesgos asociados con los flujos y posiciones de balance de los residentes, preservando el principio de no dolarización de la economía, la estabilidad financiera, y la efectividad y autonomía de la política monetaria. 🏦

♦ **Juan José Echavarría Soto** ♦
Gerente General*

*Esta nota editorial fue elaborada con la colaboración de Joaquín Bernal Ramírez. Las opiniones no comprometen a la institución ni a su Junta Directiva.