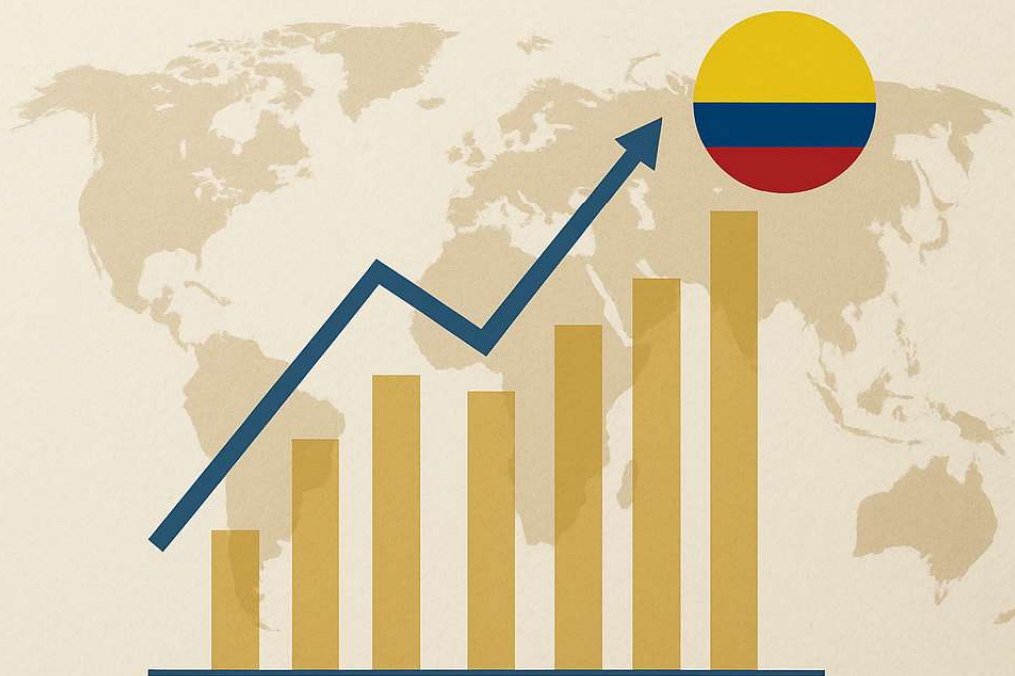


# EVOLUCIÓN DE LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA EN COLOMBIA

HISTORIA, POLÍTICAS Y DESAFÍOS  
(1923–2024)



DARLIN ALFONSO TORRES GARCÍA  
ALEXANDER MICOLTA SABID  
AIDA RIVAS GARCÍA



**Título: Evolución de la Intervención Cambiaria en Colombia:  
Historia, Políticas y Desafíos (1923-2024)**

**Autores: Darlin Alfonso Torres García, Alexander Micolta  
Sabid & Aida Rivas García**

Edición: Leonardo Valencia Echeverry

Diagramación: Leonardo Valencia Echeverry

**© Darlin Alfonso Torres García, Alexander Micolta Sabid &  
Aida Rivas García**

© EDITORIAL LIBROS PARA PENSAR

Primera Edición 2025

ISBN: 978-628-02-0929-6

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia u otro método, sin el permiso previo y por escrito del autor.

Hecho en Colombia

Printed in Colombia

Queda hecho el Depósito Legal





## Resumen

El libro *Evolución de la Intervención Cambiaria en Colombia: Historia, Políticas y Desafíos (1923–2024)* ofrece un análisis exhaustivo del desarrollo histórico, institucional y técnico de la política cambiaria en el país a lo largo de un siglo. Bajo la dirección de los profesores Darlin Alfonso Torres García, Alexander Micolta Sabid y Aida Rivas García, la obra examina cómo las transformaciones económicas globales, las reformas legales y los contextos políticos han configurado el papel del Estado en la regulación del mercado de divisas. A través de una investigación de carácter cualitativo, documental e histórico-analítico, el texto reconstruye los principales hitos desde la Misión Kemmerer y la creación del Banco de la República hasta la actual flotación administrada y las políticas macroprudenciales contemporáneas. Además, evalúa los efectos de la intervención cambiaria sobre variables como la inflación, el comercio exterior, la estabilidad financiera y el crecimiento económico. La obra se distingue por articular teoría económica, análisis empírico y reflexión institucional,

ofreciendo al lector una comprensión integral del vínculo entre política monetaria, fiscal y cambiaria. Con rigor académico y perspectiva crítica, este libro se consolida como una referencia clave para investigadores, economistas, docentes y estudiantes interesados en la historia económica y financiera de Colombia.

## ÍNDICE

|                                                                                                          |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>INTRODUCCIÓN .....</b>                                                                                | <b>11</b> |
| METODOLOGÍA .....                                                                                        | 15        |
| <b>CAPÍTULO 1: LOS CIMIENTOS: DEL PATRÓN ORO A LOS<br/>PRIMEROS CONTROLES (1923-1950).....</b>           | <b>19</b> |
| 1.1. LA MISIÓN KEMMERER Y EL NACIMIENTO DEL BANCO DE LA<br>REPÚBLICA.....                                | 19        |
| 1.2. EL SISTEMA DE PATRÓN ORO Y SU FUNCIONAMIENTO.....                                                   | 22        |
| 1.3. LOS ACUERDOS DE BRETTON WOODS Y LA ADOPCIÓN DE UN<br>SISTEMA HÍBRIDO .....                          | 28        |
| <b>CAPÍTULO 2: INSTITUCIONALIZACIÓN Y CRISIS: LA<br/>BÚSQUEDA DE ESTABILIDAD (1950-1980).....</b>        | <b>35</b> |
| 2.1. LA INFLUENCIA DEL FMI Y LA MISIÓN CURRIE .....                                                      | 35        |
| 2.2. TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES Y EL ROL DEL CAFÉ .....                                                   | 37        |
| 2.3. LA CRISIS DE ENDEUDAMIENTO Y LA RELACIÓN CON EL BANCO<br>MUNDIAL .....                              | 41        |
| 2.4. EL AUGE DEL NARCOTRÁFICO Y SUS PRIMEROS EFECTOS EN EL<br>MERCADO CAMBIARIO .....                    | 44        |
| <b>CAPÍTULO 3: LA GRAN TRANSFORMACIÓN: APERTURA,<br/>CONSTITUCIÓN Y LIBERALIZACIÓN (1980-1999) .....</b> | <b>49</b> |
| 3.1. LA CRISIS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA Y SUS LECCIONES..                                             | 49        |
| 3.3. EL DECRETO 1735 DE 1993: RENOVANDO EL MARCO LEGAL .                                                 | 54        |
| 3.4. LA CRISIS FINANCIERA DE LOS 90 Y EL ADIÓS A LAS BANDAS<br>CAMBIARIAS.....                           | 57        |
| <b>CAPÍTULO 4: MARCO LEGAL Y DE GOBERNANZA DEL<br/>SISTEMA FINANCIERO EN COLOMBIA .....</b>              | <b>61</b> |

|                                                                                                     |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4.1. LA CONSTITUCIÓN DE 1991 Y LA AUTONOMÍA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA .....                         | 61        |
| 4.2. LEY 31 DE 1992 Y EL ESTATUTO ORGÁNICO DEL SISTEMA FINANCIERO .....                             | 63        |
| 4.3. EL ROL DE LA DIAN Y LA REGULACIÓN DE OPERACIONES CAMBIARIAS.....                               | 65        |
| 4.4. COORDINACIÓN ENTRE POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y FISCAL.....                                 | 67        |
| <b>CAPÍTULO 5: MADUREZ Y RESILIENCIA: FLOTACIÓN Y RESPUESTA A CRISIS GLOBALES (2000-2024) .....</b> | <b>69</b> |
| 5.1. LA CONSOLIDACIÓN DEL RÉGIMEN DE FLOTACIÓN ADMINISTRADA .....                                   | 69        |
| 5.2. BONANZA PETROLERA, APRECIACIÓN Y ACUMULACIÓN DE RESERVAS (2004-2008).....                      | 71        |
| 5.3. LA GRAN RECESIÓN (2008-2009): EFECTOS Y RESPUESTA DE POLÍTICA .....                            | 73        |
| 5.4. EL COLAPSO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (2014-2019).....                                            | 77        |
| 5.5. LA PRUEBA DEFINITIVA: LA PANDEMIA DE COVID-19 Y LA GUERRA .....                                | 78        |
| 5.6. PERSPECTIVAS FUTURAS: LECCIONES DE UN SIGLO DE HISTORIA .....                                  | 80        |
| <b>CAPÍTULO 6: MARCO TEÓRICO DE LA INTERVENCIÓN CAMBIARIA .....</b>                                 | <b>83</b> |
| 6.1. TEORÍA DE LA LIBRE FLOTACIÓN VS. TIPOS DE CAMBIO FIJOS ...                                     | 83        |
| 6.2. EL SISTEMA DE BANDAS CAMBIARIAS: TEORÍA Y EXPERIENCIA PRÁCTICA .....                           | 85        |
| 6.3. LA PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO (PPA) COMO REFERENTE DE LARGO PLAZO .....                     | 86        |
| 6.4. MODELOS DE INTERVENCIÓN: SUBASTAS, OPCIONES Y SWAPS.                                           | 88        |
| <b>CAPÍTULO 7: EFECTOS DE LA INTERVENCIÓN EN VARIABLES MACROECONÓMICAS.....</b>                     | <b>91</b> |



|                                                                                        |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 7.1. IMPACTO EN LA INFLACIÓN Y LA POLÍTICA MONETARIA.....                              | 91         |
| 7.2. EFECTOS SOBRE EL COMERCIO EXTERIOR: EXPORTACIONES E<br>IMPORTACIONES .....        | 93         |
| 7.3. INFLUENCIA EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO Y EL PRODUCTO<br>INTERNO BRUTO (PIB) ..... | 95         |
| 7.4. LA INTERVENCIÓN Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA .....                                 | 97         |
| <b>CAPÍTULO 8: IMPACTO SECTORIAL DE LA POLÍTICA<br/>CAMBIARIA .....</b>                | <b>99</b>  |
| 8.1. SECTOR REAL: INDUSTRIA NACIONAL Y COMPETITIVIDAD.....                             | 99         |
| 8.2. SECTOR AGROPECUARIO: CAFÉ, FLORES Y PRODUCTOS NO<br>TRADICIONALES .....           | 101        |
| 8.3. SECTOR SERVICIOS: TURISMO Y SUS DINÁMICAS .....                                   | 102        |
| 8.4. SECTOR FINANCIERO: FLUJOS DE CAPITAL, TASAS DE INTERÉS Y<br>RIESGOS .....         | 104        |
| <b>CAPÍTULO 9: LA CAJA DE HERRAMIENTAS DEL BANCO DE LA<br/>REPÚBLICA .....</b>         | <b>107</b> |
| 9.1. MECANISMOS DE INTERVENCIÓN DIRECTA.....                                           | 107        |
| 9.2. INTERVENCIÓN MEDIANTE SUBASTAS DE OPCIONES (PUT Y CALL)<br>.....                  | 109        |
| 9.3. LA GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES: ACUMULACIÓN<br>Y DESACUMULACIÓN.....  | 111        |
| 9.4. OTROS INSTRUMENTOS: FORWARDS (NDF) Y FX SWAPS .....                               | 113        |
| <b>CAPÍTULO 10: DESAFÍOS ESTRUCTURALES DE LA POLÍTICA<br/>CAMBIARIA .....</b>          | <b>115</b> |
| 10.1. VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO: FACTORES INTERNOS Y<br>EXTERNOS.....             | 115        |
| 10.2. DEPENDENCIA DE FLUJOS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO .....                            | 118        |
| 10.3. EL DILEMA DE LA INTERVENCIÓN: COSTOS FISCALES Y<br>DISTORSIONES DE MERCADO ..... | 120        |

|                                                                                  |            |
|----------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 10.4. LA LIMITADA CAPACIDAD DE INTERVENCIÓN EN UN CONTEXTO<br>DE FLOTACIÓN ..... | 123        |
| <b>CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES.....</b>                                   | <b>127</b> |
| <b>GLOSARIO .....</b>                                                            | <b>137</b> |
| <b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>                                                        | <b>145</b> |
| <b>LOS AUTORES.....</b>                                                          | <b>153</b> |

## **Introducción**

El tipo de cambio constituye una de las variables macroeconómicas más decisivas para la estabilidad de un país, actuando como un termómetro de su salud financiera y un canal de transmisión crítico entre la economía doméstica y el sistema global.

Lejos de ser un precio meramente financiero, funciona como eje articulador de los sectores productivos, definiendo la competitividad internacional, condicionando el costo de la deuda externa e influyendo en las decisiones de inversión y consumo.

Para una economía emergente, abierta y altamente dependiente de commodities como la colombiana, la gestión del tipo de cambio se erige en un imperativo estratégico. Un régimen cambiario estable y bien administrado opera como ancla para las expectativas de inflación, mientras que una depreciación abrupta importa presiones inflacionarias al encarecer bienes finales, insumos y maquinaria; paralelamente, una apreciación prolongada puede erosionar la rentabilidad de las exportaciones y sofocar la

industria nacional ante el embate de importaciones baratas, generando desindustrialización y déficits comerciales estructurales.

Así, la política cambiaria se entrelaza inexorablemente con la política monetaria, la disciplina fiscal y la estabilidad del sistema financiero. La intervención del Banco de la República en este mercado, lejos de representar una distorsión indeseable, se configura como una herramienta legítima y necesaria para suavizar volatilidades extremas que, de otro modo, impondrían costos sociales y económicos inasumibles.

Este libro se sustenta en la premisa fundamental de que comprender la evolución de esta intervención equivale a recorrer la propia historia macroeconómica moderna de Colombia.

El presente trabajo, desarrollado bajo la dirección de los profesores Darlin Alfonso Torres García, Alexander Flavio Micolta Sabid y Aida Rivas García de la Universidad del Pacífico, y con la invaluable contribución de los estudiantes Juan Camilo Tamayo Ocampo, Karol Dayana Rentería Caicedo, Karol Daniela Perea

Tegue, María Angélica Tafur Revelo y Anny Lorena Pineda Angulo de la Carrera de Administración de los Negocios Internacionales, aborda un problema de investigación de naturaleza bifacética: cómo ha evolucionado el marco institucional y el arsenal de herramientas de intervención cambiaria en Colombia a lo largo de un siglo de profundas transformaciones, y hasta qué punto dichas intervenciones han logrado amortiguar los choques externos sin generar distorsiones internas o comprometer otros objetivos macroeconómicos.

Este interrogante se enmarca en discusiones académicas globales de larga data, como el Trilema de Mundell-Fleming, que plantea la disyuntiva entre movilidad de capitales, tipo de cambio estable y autonomía monetaria; la efectividad de la intervención esterilizada para neutralizar presiones inflacionarias; y la crucial coordinación entre la política cambiaria, la fiscal y la macroprudencial.

El libro no solo busca documentar una historia, sino también aportar evidencia sustantiva al debate sobre la capacidad de las

economías emergentes para navegar un sistema financiero internacional caracterizado por su volatilidad y sus asimetrías estructurales.

El objetivo general de esta obra es analizar críticamente la evolución histórica, los mecanismos operativos, los efectos económicos y los desafíos contemporáneos de la intervención cambiaria en Colombia entre 1923 y 2024, evaluando su papel central en la preservación de la estabilidad macroeconómica.

Para ello, se propone reconstruir la secuencia histórica de los regímenes e instrumentos de intervención, identificando los factores económicos, políticos e internacionales que precipitaron cada transición; evaluar su impacto en variables clave como la inflación, el crecimiento, la balanza comercial y la solidez financiera; analizar los mecanismos técnicos y el entramado legal que habilitan la acción del Banco de la República y del Gobierno Nacional en el mercado de divisas; e identificar y examinar los desafíos futuros que enfrenta la política cambiaria, desde la volatilidad global y la dolarización financiera hasta los flujos de capital especulativos.

La estructura del libro está diseñada para guiar al lector desde lo general hacia lo particular y desde el pasado hacia el presente. Se organiza en tres partes fundamentales: la primera traza la narrativa histórica y cronológica, proporcionando el contexto esencial para el análisis; la segunda descompone los efectos económicos y sectoriales de estas políticas, transitando de la teoría a la evidencia empírica; y la tercera se adentra en los aspectos operativos, los límites estructurales y el marco de gobernanza que define y restringe la acción estatal en el mercado cambiario.

## **Metodología**

La ejecución de esta investigación se apoyó en una estrategia multimodal que combinó la revisión exhaustiva de fuentes primarias y secundarias con el análisis de series históricas y la triangulación de perspectivas expertas. Metodológicamente, este libro es el resultado de una investigación cualitativa de diseño histórico-analítico y documental, diseñada para construir una narrativa robusta y contextualizada sobre la evolución de la intervención cambiaria en Colombia.

El proceso investigativo se sustentó, en primer lugar, en el análisis crítico de fuentes primarias oficiales. Se examinaron de manera sistemática los informes de política monetaria y de estabilidad financiera publicados por el Banco de la República, los documentos técnicos y comunicados de prensa emitidos por su Junta Directiva, y el marco normativo vigente incluyendo la Constitución Política de 1991, la Ley 31 de 1992 que define el Estatuto Orgánico del Banco, y el Decreto 1735 de 1993 que establece el régimen de cambios internacionales. Igualmente, se incorporaron informes del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial sobre la economía colombiana, así como las series históricas oficiales de variables macroeconómicas publicadas por el Banco de la República y el DANE.

En segundo término, esta base documental se complementó con una revisión exhaustiva de literatura académica especializada. Esta incluyó libros de historia económica colombiana, artículos de revistas indexadas en bases de datos internacionales, working papers de centros de investigación económica y estudios de caso comparados sobre intervención



cambiaría en economías de características similares. Este cuerpo de fuentes secundarias permitió contextualizar los hallazgos nacionales dentro de debates teóricos y empíricos más amplios.

Para dotar de mayor solidez empírica al análisis, se realizó un examen detallado de series de tiempo de variables clave como la tasa de cambio nominal y real, el nivel de reservas internacionales, los precios del petróleo y el café, y los flujos de capital. Este análisis descriptivo permitió correlacionar visual y analíticamente los periodos de intervención documentados con el comportamiento efectivo de estas variables, estableciendo puentes entre la política documentada y sus manifestaciones observables en los datos.

Finalmente, la investigación se enriqueció mediante un proceso de triangulación con actores clave. La realización de un seminario especializado que congregó a profesionales de los ámbitos aduanero, legal y económico proporcionó insights valiosos desde la primera línea de implementación de estas políticas.

Sus percepciones, experiencias prácticas y análisis de coyuntura permitieron contrastar y validar los hallazgos documentales, aportando matices indispensables que a menudo se oscurecen en los documentos formales. Esta aproximación metodológica asegura que el análisis presente no solo rigor académico sino también una conexión vital con la realidad operativa del mercado cambiario colombiano.

# **Capítulo 1: Los Cimientos: Del Patrón Oro a los Primeros Controles (1923-1950)**

## **1.1. La Misión Kemmerer y el Nacimiento del Banco de la República**

La génesis del moderno sistema financiero colombiano se remonta a la contratación de la Misión Kemmerer en 1923, un evento trascendental que respondía a la urgente necesidad de sanear el caótico sistema monetario heredado de las guerras civiles del siglo XIX y principios del XX.

Edwin Walter Kemmerer, profesor de economía de la Universidad de Princeton conocido como “el doctor dinero”, ya había implementado reformas similares en Filipinas, México, Guatemala y varios países sudamericanos, desarrollando un modelo estandarizado de reforma financiera que adaptaba los principios del patrón oro a las realidades de economías en desarrollo (Eichengreen, 2022).

La Ley 25 de 1923 autorizó la creación del Banco de la República como banco central con la función de emitir, girar, depositar y descontar dinero. Si bien se inspiró en principios del sistema de la Reserva Federal estadounidense, la adaptación al contexto colombiano resultó en un modelo centralizado y unitario.

El capital inicial se fijó en 10 millones de pesos oro —es decir, valorado en la nueva unidad de cuenta estable basada en el patrón oro—, distribuido entre el gobierno (50 %), bancos comerciales existentes (30 %) y público general (20 %), creando una estructura de propiedad mixta inédita en la región (Avella, 2004). La junta directiva quedó compuesta por cinco miembros: el Ministro de Hacienda, un representante del presidente, dos representantes de los accionistas privados y un gerente técnico extranjero inicialmente designado por Kemmerer, equilibrio que buscaba conciliar autonomía técnica con supervisión gubernamental.

El contexto histórico revelaba la urgencia de estas reformas: entre 1910 y 1923, Colombia había experimentado una depreciación

cambiaría del 400%, una inflación promedio anual del 16% y siete emisiones monetarias inconvertibles que destruían el valor del peso (Kalmanovitz, 2017). La misión implementó un paquete integral que incluía además la Ley 45 de 1923 (Ley General de Bancos), la Ley 46 (Ley de Contraloría) y la Ley 47 (Ley de Presupuesto), estableciendo por primera vez un marco moderno de regulación financiera, control fiscal y transparencia presupuestal.

Los resultados iniciales fueron dramáticamente positivos: las reservas internacionales aumentaron de US\$2 millones en 1922 a US\$12 millones en 1924, la inflación se redujo al 2 % anual en 1925-1926, y Colombia pudo colocar por primera vez bonos soberanos en Wall Street, obteniendo US\$25 millones en 1924 y US\$60 millones en 1927 (Ocampo, 2015). Este acceso a mercados internacionales de capital validaba internacionalmente las reformas y financiaba infraestructura crítica como ferrocarriles y carreteras.

## **1.2. El Sistema de Patrón Oro y su Funcionamiento**

La estabilidad monetaria en Colombia durante la primera mitad del siglo XX estuvo marcada por una profunda tensión entre el deseo de insertarse en el sistema financiero internacional y las limitaciones estructurales de una economía dependiente de las exportaciones primarias, en particular del café.

Este dilema se expresó en dos fases: primero, la estabilización lograda bajo el régimen de patrón cambio oro (1923–1931), resultado directo de las reformas de la Misión Kemmerer; y segundo, el abrupto abandono del patrón oro en 1931, en medio de la crisis de la Gran Depresión.

### **Fase 1: La Estabilización Kemmerer y el Patrón Cambio Oro (1923–1931)**

La instauración del patrón cambio oro en 1923 no fue un proceso aislado, sino parte de una estrategia regional impulsada por las misiones Kemmerer en países como Chile, Perú y Ecuador. En todos los casos, el objetivo era insertar las economías latinoamericanas en un

orden financiero internacional basado en la disciplina monetaria, el equilibrio fiscal y la confianza de los inversionistas extranjeros (Eichengreen, 2022).

En Colombia, el sistema operaba bajo un principio básico: el peso no era convertible directamente en oro, sino en divisas extranjeras —principalmente el dólar estadounidense y la libra esterlina— que sí mantenían su paridad con el metal.

Esta modalidad, conocida como *gold exchange standard*, era particularmente atractiva para economías con escasas reservas auríferas, pues permitía sostener una credibilidad externa sin la necesidad de acumular grandes volúmenes de oro físico en el territorio nacional.

Los resultados iniciales fueron notables. Entre 1923 y 1929, la inflación anual promedio se redujo a apenas 1.2 %, un contraste radical con las décadas anteriores, marcadas por episodios de depreciación descontrolada y emisión inorgánica (Caballero, 2018).

Las reservas internacionales se multiplicaron, alcanzando picos de entre 12 y 35 millones de

dólares, mientras que la estabilidad cambiaria facilitó el ingreso de capital extranjero en sectores estratégicos. La Tropical Oil Company expandió su presencia en los campos petroleros de Barrancabermeja, la United Fruit Company consolidó su dominio en la zona bananera de Santa Marta y la inversión en infraestructura ferroviaria permitió ampliar las conexiones con los puertos de exportación (Palacios, 2002).

Sin embargo, el patrón cambio oro también generó debates internos. Los sectores cafeteros celebraban la estabilidad cambiaria porque facilitaba la colocación del grano en mercados internacionales sin la incertidumbre de una moneda volátil, pero al mismo tiempo advertían sobre el peligro de la deflación.

Industriales emergentes, por su parte, temían que la rigidez del sistema desincentivara políticas activas de protección arancelaria y de crédito barato. En el Congreso, algunos parlamentarios denunciaban que la misión había impuesto una “camisa de fuerza dorada” que ataba las manos de los gobiernos frente a las necesidades sociales del país (Kalmanovitz, 2017).



En este contexto, la estabilidad se percibía como un logro indiscutible, pero también como una construcción frágil, dependiente de los flujos externos de divisas y de la bonanza cafetera. Cuando el mercado internacional comenzó a mostrar signos de agotamiento en 1928 y 1929, las tensiones latentes del modelo quedaron expuestas.

## **Fase 2: El Abandono del Patrón Oro y la Gran Depresión (1931-1939)**

El colapso de Wall Street en octubre de 1929 marcó un antes y un después para la economía mundial y, con ello, para Colombia. Los precios internacionales del café, que habían alcanzado 22 centavos por libra en 1929, cayeron a solo 8 centavos en 1931. El volumen exportado se redujo de 4.5 a 3.5 millones de sacos, lo que significó una pérdida del 72 % en el valor de las exportaciones cafeteras (Ocampo, 2015; Kalmanovitz, 2017).

La presión sobre la balanza de pagos fue inmediata. Entre 1929 y 1931 la masa monetaria se contrajo 35 %, los precios internos descendieron 28 % y el PIB real cayó 15 % (Kalmanovitz, 2017). El Banco de la República,

atado a las reglas del patrón cambio oro, se vio obligado a restringir la emisión en la misma medida en que se fugaban las reservas de divisas y oro, que se redujeron en más de 40 %. La contracción deflacionaria se convirtió así en un círculo vicioso que amplificaba los efectos de la crisis internacional.

En este escenario, el Congreso aprobó la Ley 48 de 1931, que autorizó al Banco de la República a suspender la convertibilidad del peso en oro y a instaurar un régimen de control de cambios. El 28 de septiembre de ese año, apenas cuatro días después de que el Reino Unido suspendiera su propia convertibilidad, Colombia abandonó formalmente el patrón oro.

El tránsito hacia el nuevo sistema no estuvo exento de tensiones. Los exportadores cafeteros, principales generadores de divisas, denunciaron que la intervención estatal a través del Certificate Market System representaba una expropiación parcial de sus ingresos, pues se les obligaba a entregar entre el 20 % y el 50 % de sus divisas al Banco de la República a tasas preferenciales (Caballero, 2018). Los industriales, en cambio, vieron con buenos ojos

la medida, ya que las divisas baratas se destinaban a la importación de maquinaria y bienes de capital.

La prensa nacional reflejaba la polarización. Mientras algunos diarios conservadores defendían la disciplina del oro como garantía de confianza internacional, otros sectores políticos reclamaban que el sacrificio social era intolerable. El abandono del patrón oro no se interpretó entonces como un acto voluntario de soberanía, sino como una capitulación forzada frente a la crisis mundial.

En términos institucionales, el establecimiento de la Oficina de Control de Cambios significó un punto de inflexión. Desde ese momento, el Estado se arrogó la facultad de asignar las divisas en función de prioridades definidas políticamente: medicinas, alimentos básicos, insumos industriales y servicio de la deuda externa. El mercado cambiario dejó de ser un mecanismo automático y pasó a ser un espacio regulado, donde las decisiones del Banco de la República y del gobierno adquirieron un peso decisivo.

La década de 1930, por tanto, no fue un período de consolidación del patrón oro —como sugerían algunas interpretaciones anteriores—, sino el inicio de una etapa de control administrativo del cambio.

Al quedar interrumpido en 1931 el esquema de convertibilidad metálica, Colombia pasó de un modelo automático de disciplina monetaria a uno de control administrativo del cambio, donde la política cambiaria se convirtió en un instrumento directo de gestión de la crisis y de impulso a la industrialización incipiente.

### **1.3. Los Acuerdos de Bretton Woods y la Adopción de un Sistema Híbrido**

La Segunda Guerra Mundial no solo transformó el mapa político global, sino que también obligó a replantear las bases del sistema monetario internacional. Durante los años del conflicto, el comercio mundial se contrajo, las reservas internacionales se drenaron y las economías latinoamericanas, incluida Colombia, se vieron forzadas a implementar controles cada vez más estrictos para gestionar la escasez de divisas.

El patrón oro, ya abandonado desde los años treinta, se había convertido en un recuerdo distante, y la necesidad de diseñar un nuevo orden monetario se convirtió en un objetivo estratégico para las potencias aliadas.

En ese contexto, la Conferencia de Bretton Woods de 1944 reunió a 44 países con el propósito de crear una arquitectura financiera que garantizara estabilidad cambiaria, promoviera el comercio internacional y evitara la repetición de los colapsos de entreguerras.

El sistema diseñado se sustentaba en un principio central: el dólar estadounidense se convertiría en la moneda de referencia mundial, convertible en oro a razón de US\$35 la onza troy, mientras que el resto de monedas mantendrían paridades fijas pero ajustables frente a él.

Colombia participó activamente en esta conferencia con una delegación encabezada por Carlos Sanz de Santamaría, Ministro de Hacienda, y Julio Caro, gerente del Banco de la República. La misión colombiana no fue meramente protocolaria: buscó introducir en la discusión internacional las preocupaciones de las economías exportadoras de materias primas.

Sanz de Santamaría insistió en que la estabilidad cambiaria debía reconocer la volatilidad estructural de productos como el café, cuyo precio podía fluctuar abruptamente por coyunturas internacionales, generando desequilibrios severos en la balanza de pagos (Eichengreen, 2022; Ocampo, 2015).

La participación en Bretton Woods reflejaba la ambición de Colombia de insertarse plenamente en el nuevo orden económico internacional. Como miembro fundador del Fondo Monetario Internacional (FMI), el país aceptó las reglas multilaterales y en 1948 formalizó una nueva paridad de 1.95 pesos por dólar (FMI, 1948). Esta devaluación representó un ajuste drástico respecto a la paridad pre-Depresión, de 1.044 pesos por dólar, y evidenciaba tanto la pérdida de competitividad externa como la presión por estabilizar el tipo de cambio en un marco institucional más flexible.

No obstante, la adhesión al sistema de Bretton Woods no significó que Colombia renunciara a su propia estrategia. La experiencia traumática de la Gran Depresión había dejado una huella profunda: depender de un régimen rígido de

convertibilidad podía resultar letal para una economía vulnerable. Por ello, aun dentro del nuevo orden multilateral, Colombia implementó un sistema híbrido que combinaba la disciplina de las paridades con instrumentos domésticos de control.

La Resolución 75 de 1947 fue un hito en este sentido. Estableció un régimen estricto de control de cambios y un sistema de licencias de importación que clasificaba los bienes en esenciales, no esenciales y suntuarios. Esta medida respondía a una lógica doble: garantizar divisas para sectores estratégicos y restringir el consumo suntuario que drenaba recursos en tiempos de escasez.

Paralelamente, se creó el Mercado de Certificados, en el que se canalizaban las divisas de una fracción de las exportaciones, operando a una tasa significativamente más alta —entre 2.50 y 3.00 pesos por dólar— que el tipo oficial. Con ello, Colombia inauguraba un sistema de tipos de cambio múltiples, diseñado tanto para captar recursos fiscales como para proteger a los sectores productivos nacionales.

Los resultados fueron visibles en la posguerra. El boom cafetero de 1945–1954, que multiplicó por 2.5 el precio internacional del grano, permitió un fortalecimiento notable de las reservas internacionales, que pasaron de US\$121 millones en 1945 a US\$203 millones en 1950. Este crecimiento se dio a pesar de las fugas de capital provocadas por la crisis política interna y la intensificación del conflicto bipartidista. La inflación, aunque presente, se mantuvo en un promedio manejable de 6 % anual (Ocampo, 2015).

Pero quizá lo más significativo fue el cambio de mentalidad económica. El Estado colombiano aprendió que la política cambiaria podía ser un instrumento activo de desarrollo y no solo un reflejo pasivo de las condiciones externas.

Al controlar el acceso a divisas, el gobierno pudo priorizar la importación de maquinaria, insumos industriales y bienes de capital, estimulando así la industrialización por sustitución de importaciones. De este modo, la política monetaria y cambiaria se integró en una estrategia más amplia de transformación económica.



En la prensa de la época, esta combinación de disciplina externa e intervención interna generó intensos debates. Algunos sectores empresariales consideraban que los tipos múltiples y las licencias generaban ineficiencia y corrupción, al otorgar discrecionalidad al Estado.

Otros, en cambio, defendían la política como un ejemplo de pragmatismo, capaz de equilibrar la necesidad de credibilidad internacional con los objetivos de desarrollo nacional. En retrospectiva, lo que se consolidaba era un modelo híbrido, propio de un país en desarrollo: alineado con las reglas globales, pero al mismo tiempo atento a las demandas internas de industrialización y protección social.

En suma, la experiencia de Colombia en los años de Bretton Woods muestra una lección clave: más allá de los dogmas de convertibilidad, lo que garantizó estabilidad fue la capacidad de combinar instituciones internacionales con mecanismos domésticos de control y regulación. En ese equilibrio entre disciplina externa y flexibilidad interna se forjó la política cambiaria

que marcaría el rumbo económico de las siguientes décadas.

Entre 1923 y 1950, Colombia experimentó una transformación profunda de su régimen monetario y cambiario. La Misión Kemmerer instauró las bases de un sistema moderno con el patrón cambio oro, que trajo consigo estabilidad inicial y credibilidad internacional.

Sin embargo, la crisis de 1929 evidenció los límites de ese esquema: en 1931, mediante la Ley 48, el país abandonó la convertibilidad y se adentró en un régimen de controles que marcaría toda la década siguiente. Finalmente, con la Conferencia de Bretton Woods y la creación del FMI, Colombia se incorporó al nuevo orden internacional, pero lo hizo bajo una modalidad híbrida, combinando disciplina externa con instrumentos de intervención interna.

Este recorrido sentó las bases de la política cambiaria contemporánea y reveló un rasgo que acompañaría al país durante el resto del siglo: la necesidad de equilibrar credibilidad externa con flexibilidad interna para afrontar choques externos y promover el desarrollo.

## **Capítulo 2:**

# **Institucionalización y Crisis: La Búsqueda de Estabilidad (1950-1980)**

### **2.1. La Influencia del FMI y la Misión Currie**

La finalización de la Segunda Guerra Mundial marcó el inicio de una nueva era en las relaciones económicas internacionales que impactaría profundamente el marco de política económica de Colombia.

Tras abandonar el patrón oro en 1931 y transitar durante la década de 1930 hacia un régimen de control de cambios, el país se incorporó al nuevo orden internacional diseñado en Bretton Woods bajo un esquema híbrido: disciplina externa mediante la paridad del FMI combinada con instrumentos internos de control. Como miembro fundador del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial, Colombia comenzó a integrarse progresivamente al sistema económico multilateral emergente

La Misión Currie de 1949, dirigida por el economista canadiense Lauchlin Currie, representó un momento fundacional en esta nueva etapa de relaciones económicas internacionales. Bajo los auspicios del Banco Mundial, Currie y su equipo desarrollaron un diagnóstico comprehensivo de la economía colombiana que cuestionaba el modelo de desarrollo hacia adentro y proponía una estrategia alternativa centrada en la productividad y las exportaciones (Currie, 1950).

Las recomendaciones de la Misión Currie incluían transformaciones profundas del aparato productivo y del marco de política económica. El informe sugería la unificación del sistema de tasas de cambio múltiples, considerándolo una distorsión que impedía la asignación eficiente de recursos.

Asimismo, abogaba por la liberalización gradual de las importaciones, argumentando que la protección excesiva generaba ineficiencias y elevados costos para los consumidores. La promoción de exportaciones no tradicionales constituía otro pilar

fundamental, con énfasis especial en productos agroindustriales y manufacturas ligeras que pudieran aprovechar ventajas comparativas emergentes.

La relación con el FMI se intensificó notablemente durante este período mediante una serie de acuerdos stand-by que establecían condicionalidades específicas para el acceso a financiamiento.

Entre 1955 y 1962, Colombia suscribió siete acuerdos consecutivos con el Fondo que incluían compromisos en materia de política cambiaria, monetaria y fiscal. Estos acuerdos reflejaban la creciente interdependencia entre la política económica doméstica y las condicionalidades impuestas por organismos multilaterales, estableciendo un patrón que caracterizaría las relaciones económicas internacionales de Colombia durante décadas (Thorp, 1991).

## **2.2. Tasas de Cambio Múltiples y el Rol del Café**

El sistema de tasas de cambio múltiples implementado en Colombia tras la devaluación de 1962 fue mucho más que un mecanismo

cambiario: se convirtió en la base de un proyecto de desarrollo económico centrado en la sustitución de importaciones y en una herramienta sofisticada de transferencia de recursos desde el sector exportador — especialmente el café— hacia la industria naciente y el Estado.

La arquitectura del sistema se organizó en tres mercados diferenciados. El mercado oficial, con un tipo de cambio preferencial (entre \$6,40 y \$9,00 por dólar), estaba rigurosamente controlado por la Oficina de Control de Cambios del Banco de la República. Este canal concedía divisas a bajo costo para la importación de bienes de capital considerados prioritarios, insumos críticos y el pago de la deuda externa del gobierno. La asignación no era neutral, sino que respondía a intensas dinámicas de lobby por parte de gremios industriales y cámaras de comercio.

Por otro lado, el mercado libre operaba con un tipo de cambio significativamente más alto — que podía superar los \$13,50 por dólar— y estaba destinado a importaciones de bienes

suntuarios, servicios financieros, turismo y algunas exportaciones menores no cafeteras.

El corazón del sistema, sin embargo, era el mercado especial del café. Mediante el mecanismo de la «retención», los exportadores cafeteros estaban obligados a entregar un porcentaje de sus divisas al Banco de la República al tipo de cambio preferencial. Acto seguido, el Banco revendía esas mismas divisas en el mercado libre a una tasa muy superior, generando así una utilidad cambiaria masiva conocida como «rédito cambiario», que se convertía en una fuente clave de financiación para el Estado.

Paralelamente, la Federación Nacional de Cafeteros (FNC) operaba como un Estado dentro del Estado. A través del Fondo Nacional del Café, garantizaba un precio interno estable a los productores, amortiguando las fluctuaciones internacionales. Este esquema brindó estabilidad social y económica al campo, pero también generó una dependencia estructural.

Las consecuencias de este sistema fueron ambivalentes. Entre sus éxitos destacan la transferencia masiva de recursos hacia la

industrialización, la protección frente a shocks externos y la creación de una fuente estable de ingresos para el Estado. No obstante, también produjo importantes distorsiones: gravó desproporcionadamente al sector cafetero — desincentivando su modernización—, subsidiaron industrias nacionales ineficientes que nunca alcanzaron competitividad, fomentó la corrupción y el cabildeo en la asignación de divisas, y asfixió el desarrollo de otras exportaciones no tradicionales al penalizarlas con un tipo de cambio real desfavorable.

En definitiva, el sistema de tasas múltiples funcionó como un pacto social y económico que financió la estabilidad rural y el despegue industrial con la renta cafetera. Aunque fue crucial para el desarrollo colombiano del siglo XX, también sembró las semillas de una falta de diversificación exportadora y una cultura de proteccionismo que perduraría durante décadas.



## **2.3. La Crisis de Endeudamiento y la Relación con el Banco Mundial**

El proceso de acelerada urbanización e industrialización que experimentó Colombia durante las décadas de 1950 y 1960 requirió volúmenes crecientes de financiamiento externo. El país accedió sistemáticamente a recursos del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo para financiar proyectos de infraestructura energética, transporte y desarrollo agrícola.

La deuda externa total creció de US\$288 millones en 1960 a US\$3,200 millones en 1970, aumentando significativamente la exposición de la economía a shocks externos y variaciones en las condiciones financieras internacionales (Kalmanovitz, 2017).

La naturaleza de este endeudamiento evolucionó considerablemente durante el período. Inicialmente concentrado en financiamiento oficial para proyectos de infraestructura, gradualmente se fue diversificando hacia créditos comerciales y emisiones de bonos en mercados internacionales.

Esta evolución reflejaba tanto la creciente sofisticación del sector financiero colombiano como el reconocimiento internacional de la solvencia crediticia del país, pero también aumentaba la vulnerabilidad frente a cambios en la disponibilidad y costo del financiamiento externo.

La crisis de balanza de pagos de 1966-1967 representó un punto de inflexión en la gestión económica del período. Una combinación de factores externos e internos creó las condiciones para una crisis cambiaria de considerable magnitud.

Los precios internacionales del café experimentaron una caída significativa, reduciendo los ingresos exportadores en un momento de expansión acelerada de las importaciones. Simultáneamente, la salida de capitales se aceleró debido a la incertidumbre política y económica, generando presiones adicionales sobre las reservas internacionales (Thorp, 1991).

La respuesta de las autoridades económicas incluyó un paquete comprehensivo de medidas de estabilización. La devaluación del peso en

31% buscaba corregir el desalineamiento cambiario y mejorar la competitividad de las exportaciones.

El establecimiento de un sistema de devaluación gradual (crawling peg) representaba una innovación institucional importante, permitiendo ajustes cambiarios más frecuentes y menores que los realizados en episodios anteriores. Los controles a las importaciones se fortalecieron significativamente, estableciendo un sistema de licencias previas y cupos que afectaba a una amplia gama de productos.

La negociación de un nuevo acuerdo stand-by con el FMI por US\$75 millones proporcionó el respaldo financiero necesario para implementar estas medidas, pero también implicó aceptar condicionalidades estrictas en materia de política monetaria y fiscal.

El acuerdo requería límites específicos sobre el crecimiento del crédito doméstico, metas de reducción del déficit fiscal y compromisos en materia de liberalización comercial progresiva. Estas condicionalidades reflejaban la visión ortodoxa del Fondo respecto a las políticas

necesarias para corregir los desequilibrios macroeconómicos.

## **2.4. El Auge del Narcotráfico y sus Primeros Efectos en el Mercado Cambiario**

A finales de los años setenta, Colombia experimentó una transformación subterránea y profunda en su estructura económica con la irrupción del narcotráfico como actor financiero de magnitud creciente.

La bonanza marimbera de la Guajira y la Sierra Nevada, seguida por el surgimiento incipiente pero veloz del negocio de la cocaína, generó flujos de dólares que escapaban a toda regulación y que, sin embargo, comenzaron a incidir de manera decisiva en las variables macroeconómicas del país.

De acuerdo con estudios especializados, hacia 1978 estos ingresos ilegales representaban entre el 2% y el 3% del producto interno bruto y equivalían a casi la quinta parte del valor de las exportaciones legales.

Estas cifras, conservadoras en su estimación, ocultaban una realidad aún más contundente: el narcotráfico no era un fenómeno marginal, sino una fuerza capaz de alterar los equilibrios cambiarios y financieros de la nación.

El influjo masivo de divisas ilegales ejercía una presión apreciatoria sobre el peso, complicando la gestión de la tasa de cambio y afectando la competitividad de sectores exportadores tradicionales como el café o el banano. Pero más allá de sus efectos visible, la opacidad de estos capitales distorsionaba los diagnósticos oficiales.

El Banco de la República y la Junta Monetaria operaban a ciegas en medio de una tormenta de liquidez no contabilizada, lo que impedía el diseño de políticas coherentes con la realidad económica.

El sistema financiero se convirtió en el primer canal de blanqueo de estos capitales. Grandes volúmenes de efectivo —muchas veces en billetes de baja denominación— inundaban las entidades bancarias, mientras transferencias internacionales de origen incierto recorrían el

sistema sin que los mecanismos de control pudieran detenerlas.

Esta circulación de dinero ilícito no solo desbordaba la capacidad de supervisión del Estado, sino que además debilitaba la efectividad de la política monetaria, al introducir variables imposibles de medir o regular.

Las autoridades enfrentaban un dilema existencial: intervenir con rigor y riesgo desestabilizar el frágil sistema financiero, o permitir la circulación de estos recursos, asumiendo el costo moral e institucional que ello implicaba.

Fue así como el narcotráfico se insertó en la economía nacional no como una anomalía pasajera, sino como un factor estructural y sistémico, cuyas implicaciones trascendieron lo económico para corroer las bases mismas de la institucionalidad colombiana.

Esta economía paralela se sumaba así a los ya complejos desafíos de un país en desarrollo, agregando capas de opacidad, violencia e ilegalidad a la gestión económica. Colombia entraba en una nueva era, en la que los límites

entre lo legal y lo ilegal se difuminarían para siempre, configurando un escenario donde la política económica debería navegar, desde entonces, entre los intereses legítimos de la nación y las sombras de un poder emergente y subterráneo.





## **Capítulo 3: La Gran Transformación: Apertura, Constitución y Liberalización (1980-1999)**

### **3.1. La Crisis de la Deuda Latinoamericana y sus Lecciones**

La década de 1980 inauguró uno de los períodos más críticos para América Latina desde la Gran Depresión.

La crisis de la deuda externa, detonada en agosto de 1982 cuando México declaró su incapacidad para honrar sus compromisos financieros internacionales, provocó un efecto dominó que sacudió las economías de la región. Colombia, aunque había manejado su endeudamiento con mayor prudencia que sus vecinos —evitando el endeudamiento agresivo y manteniendo reservas moderadas— no pudo aislarse de las turbulencias globales.

El alza histórica de las tasas de interés internacionales, impulsada por las políticas antiinflacionarias de la Reserva Federal estadounidense bajo el mandato de Paul

Volcker<sup>1</sup>, elevó drásticamente el costo del servicio de la deuda externa colombiana.

Entre 1980 y 1982, la tasa prime de Estados Unidos superó el 20%, encareciendo los pagos de intereses y reduciendo el margen fiscal del gobierno. Además, el colapso del acceso al crédito internacional y la fuga de capitales agravaron la escasez de divisas, afectando la balanza de pagos y presionando la tasa de cambio.

Frente a la crisis, el gobierno colombiano adoptó un enfoque heterodoxo dentro del marco ortodoxo exigido por el Fondo Monetario Internacional. Tras negociar un acuerdo en 1985, Colombia implementó medidas de ajuste, pero con matices clave. A diferencia de países como Argentina o Chile, que aplicaron terapias de shock, Colombia mantuvo controles cambiarios y aranceles protectores para evitar una desindustrialización abrupta.

---

<sup>1</sup> Paul A. Volcker (1927 - 2019) es un economista norteamericano que presidió la Reserva Federal de EEUU entre agosto de 1979 y agosto de 1987. Es recordado especialmente por haber adoptado una decidida política antiinflacionaria que tuvo serios efectos depresivos sobre la economía estadounidense.

Simultáneamente, se impulsaron políticas activas para promover exportaciones no tradicionales —como flores, textiles y banano— con el fin de reducir la dependencia del café. En el ámbito fiscal, el país evitó recortes brutales en el gasto social y la inversión pública, priorizando la estabilidad interna.

Este pragmatismo permitió a Colombia evitar los episodios de hiperinflación y colapsos bancarios que afectaron a naciones como Perú o Bolivia.

La crisis dejó enseñanzas profundas que moldearon el futuro económico del país. En primer lugar, evidenció los riesgos de depender excesivamente de financiamiento externo volátil, lo que llevó a las autoridades a fortalecer los amortiguadores macroeconómicos.

En segundo término, instituciones como el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda reforzaron su capacidad de gestión, sentando las bases para una mayor autonomía en la política económica.

Finalmente, la crisis aceleró el agotamiento del modelo de industrialización por sustitución

de importaciones, impulsando un giro hacia la apertura económica y la integración global. Estas lecciones se materializarían en las reformas estructurales de la década de 1990, incluida la Constitución de 1991 y la Ley de Apertura Económica, que redefinieron el rol del Estado y el mercado en Colombia.

### **3.2. La Constitución de 1991: Autonomía del Banco de la República**

La Constitución Política de 1991 representó una transformación fundamental del marco institucional colombiano, incluyendo aspectos cruciales de la política económica y monetaria.

El artículo 371 constitucional estableció la autonomía del Banco de la República, asignándole las funciones de regular la moneda, los cambios internacionales, el crédito y las actividades financieras, así como servir como prestamista de última instancia y banquero del gobierno.

Esta consagración constitucional de la autonomía del banco central marcó un punto de inflexión en la historia económica del país, alineando a Colombia con las mejores prácticas

internacionales en materia de política monetaria.

La autonomía del Banco de la República se diseñó con salvaguardias institucionales específicas para protegerla de interferencias políticas. La Junta Directiva, compuesta por siete miembros con períodos fijos y requisitos técnicos específicos, recibió el mandato constitucional de mantener el poder adquisitivo de la moneda, un objetivo claramente definido que contrastaba con los múltiples y a veces contradictorios objetivos que habían caracterizado la política monetaria en épocas anteriores.

Esta claridad en el mandato proporcionó un ancla institucional crucial para la gestión macroeconómica en los años siguientes.

La nueva Constitución también introdujo importantes cambios en el manejo de las relaciones económicas internacionales. El artículo 150 facultó al Congreso para imponer prohibiciones a la importación de productos extranjeros, mientras que el artículo 189 asignó al Presidente la responsabilidad de dirigir las

relaciones internacionales y celebrar tratados con otros países.

Estos cambios crearon el marco legal para el proceso de apertura económica que se aceleraría en los años siguientes, estableciendo un balance entre la necesaria integración internacional y la protección de intereses económicos nacionales legítimos.

### **3.3. El Decreto 1735 de 1993: Renovando el Marco Legal**

El Decreto 1735 de 1993 se erigió como la piedra angular del nuevo marco legal para las operaciones cambiarias en Colombia, materializando los principios de liberalización y modernización consagrados en la Constitución de 1991.

Este instrumento jurídico representó una transformación radical del régimen de control de cambios vigente hasta entonces, reemplazando un sistema basado en permisos previos, restricciones cuantitativas e intervención estatal directa por uno centrado en la declaración informativa, la autorregulación del mercado y la supervisión ex post.

La filosofía subyacente era clara: confiar en la eficiencia del mercado mientras se reservaban mecanismos de intervención estatal únicamente para casos de ilegalidad, evasión o riesgos sistémicos.

El decreto introdujo una distinción fundamental entre residentes y no residentes, armonizando la legislación colombiana con los estándares internacionales en materia de operaciones cambiarias.

Para los residentes, mantuvo el principio de canalizar las operaciones a través de intermediarios financieros autorizados — bancos, corporaciones financieras y comisionistas de bolsa— pero eliminó la mayoría de las restricciones cuantitativas y los engorrosos requisitos de autorización previa que habían caracterizado el régimen anterior.

Para los no residentes, estableció un régimen considerablemente más liberal, facilitando la inversión extranjera, la repatriación de utilidades y la realización de transacciones financieras internacionales sin trabas burocráticas significativas.

Uno de los aspectos más innovadores del decreto fue la creación del mercado interbancario de divisas, un mecanismo que permitió una determinación más eficiente y transparente del tipo de cambio mediante la interacción directa entre los intermediarios financieros autorizados.

Este mercado, operado bajo la supervisión del Banco de la República, no solo agilizó las transacciones, sino que también redujo los costos asociados a la intermediación. El Banco conservó la facultad de intervenir en este mercado para prevenir volatilidad excesiva o desalineamientos fundamentales, pero lo hizo dentro de un marco de creciente liberalización y respeto a las señales del mercado.

Adicionalmente, el decreto estableció un sistema de declaración informativa para transacciones de gran magnitud, destinado a combatir el lavado de activos y la evasión fiscal sin obstaculizar los flujos legítimos de capital. Este enfoque reflejaba una visión moderna de la política cambiaria, donde la supervisión se ejercía de manera posterior a la transacción,



basada en el análisis de riesgos y la cooperación entre entidades financieras y autoridades.

### **3.4. La Crisis Financiera de los 90 y el Adiós a las Bandas Cambiarias**

La crisis financiera de finales de la década de 1990 representó la prueba de fuego definitiva para el modelo de política económica que Colombia había adoptado tras la Constitución de 1991 y las reformas de apertura. Una combinación de factores externos e internos creó las condiciones para una tormenta perfecta que sacudió los cimientos del sistema financiero y el mercado cambiario.

El contexto internacional estuvo marcado por dos eventos devastadores: la crisis asiática de 1997, que comenzó con la devaluación del baht tailandés y se propagó como un reguero de pólvora por las economías emergentes, y la crisis rusa de 1998, que culminó con la moratoria de la deuda soberana y la abrupta devaluación del rublo.

Estos episodios generaron una aversión al riesgo generalizada entre los inversionistas internacionales, desencadenando un éxodo

masivo de capitales desde los mercados emergentes, incluyendo a Colombia.

Este fenómeno se exacerbó por la contracción del crédito internacional y el aumento en las primas de riesgo país, llevando a una severa restricción de liquidez externa que agudizó las vulnerabilidades macroeconómicas locales.

Internamente, el país arrastraba vulnerabilidades acumuladas. El déficit fiscal se había incrementado sostenidamente, alcanzando el 4.5% del PIB en 1999, mientras el sistema financiero mostraba signos de fragilidad tras años de expansión crediticia acelerada. El régimen de bandas cambiarias, implementado en 1994 como mecanismo intermedio entre la flexibilidad absoluta y la rigidez de un tipo de cambio fijo, se tornó insostenible bajo la presión combinada de la fuga de capitales y los ataques especulativos.

El Banco de la República libró una batalla cuesta arriba en defensa de la banda, quemando miles de millones de dólares de reservas internacionales en operaciones de intervención que al final resultaron inútiles.

Entre 1998 y 1999, el Emisor perdió aproximadamente 4.000 millones de dólares en reservas, equivalentes a cerca del 20% del total, en un esfuerzo por contener la depreciación del peso dentro de los límites establecidos por la banda.

La inevitable capitulación llegó el 24 de septiembre de 1999, cuando las autoridades anunciaron el abandono del sistema de bandas y la adopción de un régimen de flotación cambiaria. Esta decisión, aunque dolorosa en el corto plazo, marcó un punto de inflexión en la historia económica del país.

La transición hacia la flotación permitió al Banco de la República reorientar su política monetaria hacia un esquema de metas de inflación formalmente adoptado en 2000, utilizando la tasa de interés como instrumento principal y dejando que el tipo de cambio se determinara por las fuerzas del mercado.

El nuevo marco institucional completó la transformación iniciada con la Constitución de 1991, estableciendo los pilares del moderno régimen macroeconómico colombiano:

autonomía del banco central, flexibilidad cambiaria y disciplina fiscal.

La crisis dejó lecciones imborrables: expuso los riesgos de los regímenes cambiarios intermedios en economías integradas a los flujos globales de capital, destacó la importancia de mantener buffers macroeconómicos adecuados y demostró la necesidad de coordinación entre políticas fiscal, monetaria y financiera. Aunque costosa en términos de output perdido y empobrecimiento temporal, la crisis finalmente catalizó reformas que sentaron las bases para dos décadas de relativa estabilidad macroeconómica.

## **Capítulo 4: Marco Legal y de Gobernanza del Sistema Financiero en Colombia**

### **4.1. La Constitución de 1991 y la Autonomía del Banco de la República**

La Constitución Política de 1991 representó un cambio de paradigma en la concepción del Estado colombiano, transitando de un modelo intervencionista a uno de economía social de mercado.

En materia económica, uno de sus aportes más significativos y perdurables fue la consagración expresa de la autonomía del Banco de la República, una respuesta institucional a las altas inflaciones de finales de los años ochenta, asociadas al financiamiento monetario del déficit fiscal.

El Artículo 371 de la Carta Magna establece que el Banco de la República ejercerá las funciones de banca central "bajo una régimen legal propio". Este enunciado es la base jurídica de su independencia, al otorgarle personería

jurídica, autonomía patrimonial y administrativa, separándolo funcionalmente de las otras ramas del poder público. Su mandato constitucional es claro, específico y de carácter técnico: "*Velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda*". Este enfoque en el control de la inflación como objetivo primordial ('metas de inflación') marcó una ruptura con el pasado, donde la autoridad monetaria a menudo era presionada para financiar el gasto público, una práctica que invariablemente conducía a procesos inflacionarios severos (Avella, 2018)

Una de las disposiciones constitucionales más críticas para garantizar esta autonomía es la prohibición absoluta de conceder créditos directos al gobierno nacional (Art. 373), rompiendo así el cordón umbilical entre el déficit fiscal y la emisión monetaria. Esta prohibición, complementada con la elección de los cinco miembros de la Junta Directiva por períodos fijos de ocho años (no coincidentes con el período presidencial), consolida una independencia tanto de naturaleza instrumental como política, protegiendo a la institución de los ciclos políticos cortoplacistas.

La autonomía, sin embargo, no es absoluta; se enmarca dentro de los lineamientos generales de la política económica definida por el gobierno (Artículo 334), lo que crea una tensión deliberada y necesaria que debe resolverse mediante mecanismos de coordinación.

#### **4.2. Ley 31 de 1992 y el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero**

La **Ley 31 de 1992**, o Ley del Banco de la República, es el desarrollo legislativo que dota de herramientas y precisiones operativas al mandato constitucional. Funciona como el estatuto orgánico de la entidad, detallando su organización, funciones, régimen legal y mecanismos de control (República de Colombia, 1992).

El núcleo de esta ley es la configuración de la Junta Directiva como el órgano supremo de decisión de la política monetaria, crediticia y cambiaria. Su composición híbrida refleja el equilibrio entre independencia técnica y coordinación con la política fiscal: está integrada por siete miembros: el Ministro de Hacienda y Crédito Público (quien la preside), el Gerente

General del Banco (elegido por cooptación de la misma Junta) y cinco miembros profesionales de reconocida trayectoria en áreas económicas, nombrados por el Presidente de la República para períodos fijos y escalonados. Esta designación busca blindar las decisiones de la Junta de la influencia política directa.

La Ley 31 enumera de manera exhaustiva las funciones del Banco, que van más allá de la política monetaria e incluyen: la emisión de la moneda legal, la administración de las reservas internacionales, la función de banquero de los establecimientos de crédito y prestamista de última instancia, y la de actuar como agente fiscal del gobierno.

Paralelamente, el Decreto 663 de 1993 o Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), aunque es una norma de rango reglamentario, es la pieza angular de la regulación prudencial. Compilado y actualizado por la Superintendencia Financiera de Colombia, el EOSF establece las reglas de juego para la solvencia, liquidez, provisiones y gestión de riesgos de todas las entidades financieras, constituyendo la contraparte microprudencial



indispensable para la efectividad de la política macroeconómica del Banco (Superintendencia Financiera de Colombia, 2020).

### **4.3. El Rol de la DIAN y la Regulación de Operaciones Cambiarias**

La Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) emerge como un actor fundamental en la intersección entre la política fiscal, el comercio exterior y la estabilidad financiera. Mientras el Banco de la República maneja los agregados macroeconómicos, la DIAN actúa como el brazo ejecutor y regulador a nivel microeconómico de los flujos transfronterizos (DIAN, 2022).

Su función central es la de administrar el sistema tributario, aduanero y cambiario. En el ámbito específico de las operaciones cambiarias, su rol es complementario pero distinto al del Banco. Mientras el Banco define la política cambiaria (intervención o no en el mercado de divisas para suavizar la volatilidad), la DIAN es responsable de la normatividad y el control cambiario.

Esto implica hacer cumplir el Régimen de Declaración de Cambio, un instrumento vital para la supervisión y el rastreo de los flujos de capitales. Toda operación que involucre el ingreso o salida de divisas del país (por concepto de inversión extranjera, comercio exterior de bienes y servicios, endeudamiento externo o giros al exterior) debe ser declarada ante la DIAN (Resolución 8 de 2000).

Esta información es de un valor incalculable. Por un lado, es la base para la lucha contra ilícitos como el lavado de activos y la financiación del terrorismo.

Por otro, la data recopilada por la DIAN sobre flujos de divisas es un insumo crítico que se comparte con el Banco de la República, permitiendo a sus técnicos y a la Junta Directiva analizar con mayor precisión la oferta y demanda del mercado cambiario y, por ende, tomar decisiones informadas sobre la conveniencia de intervenir o no, así como sobre el rumbo de la política monetaria (Hernández, 2019).

#### **4.4. Coordinación entre Política Monetaria, Cambiaria y Fiscal**

La efectividad de la política económica de un país no reside en la eficacia aislada de cada autoridad, sino en su coordinación coherente. El marco institucional colombiano ha desarrollado mecanismos explícitos e implícitos para gestionar esta interacción, la cual está delimitada por el conocido "Trilema de la Política Económica" o "Trinidad Imposible" (Mundell, 1963).

Este principio establece que es imposible tener simultáneamente: 1) Libre movilidad de capitales, 2) Un tipo de cambio fijo, y 3) Una política monetaria independiente. Colombia, al adoptar un régimen de tipo de cambio flexible con movilidad de capitales (aunque con controles prudenciales), optó por preservar la autonomía de su política monetaria para perseguir la estabilidad de precios, lo que define el terreno de juego para la coordinación (Urrutia & Vargas, 2020).

El mecanismo de coordinación por excelencia es la presencia del Ministro de Hacienda en la Junta Directiva del Banco de la República. Este es

un diseño institucional brillante que fuerza el diálogo y la alineación. El Ministro lleva la visión y las necesidades de la política fiscal a la mesa donde se discute la política monetaria. Su voto evita que las dos políticas operen en sentidos diametralmente opuestos, por ejemplo, que una política fiscal expansiva (con alto gasto y déficit) sea contrarrestada de manera abrupta y contractiva por una política monetaria (con altas tasas de interés), lo que generaría una señal confusa y dañina para la economía.

Adicionalmente, existen espacios de diálogo como el Comité Consultivo de Política Económica, donde se reúnen los ministros del área económica y el Gerente del Banco.

La transparencia y comunicación también son herramientas clave de coordinación implícita; la publicación de informes de inflación, actas de la Junta y el Marco Fiscal de Mediano Plazo del gobierno permiten que cada actor anticipe e internalice las acciones del otro, reduciendo incertidumbre y construyendo consensos en torno a objetivos nacionales de largo plazo, como el crecimiento sostenible y la estabilidad macroeconómica.

# **Capítulo 5: Madurez y Resiliencia: Flotación y Respuesta a Crisis Globales (2000-2024)**

## **5.1. La Consolidación del Régimen de Flotación Administrada**

El nuevo milenio marcó la consolidación del régimen de flotación administrada en Colombia, un modelo que combinaba la flexibilidad del tipo de cambio con la capacidad de intervención discrecional del Banco de la República. Este enfoque híbrido respondía a la necesidad de balancear la autonomía monetaria con la estabilidad cambiaria en una economía emergente altamente vulnerable a choques externos.

La adopción formal del esquema de metas de inflación en 1999 proporcionó el ancla nominal para la política monetaria, permitiendo que el tipo de cambio funcionara como amortiguador de shocks externos mientras se preservaba la estabilidad de precios.

El Banco de la República desarrolló un sofisticado arsenal de instrumentos de intervención cambiaria que incluía opciones de compra y venta de divisas, swaps cambiarios y operaciones de mercado abierto. Estas herramientas se utilizaban de manera preventiva para suavizar la volatilidad excesiva sin comprometer la tendencia fundamental del tipo de cambio.

La transparencia en la comunicación de las intervenciones se convirtió en un pilar fundamental de la estrategia, con la publicación de reglas claras sobre los mecanismos y condiciones de intervención.

Durante este período, Colombia implementó un marco de política macroprudencial que complementaba la flotación cambiaria. El encaje marginal a los flujos de capitales especulativos, establecido en 2007, representó una innovación institucional importante que permitía desincentivar entradas de capital volátiles sin recurrir a controles cambiarios generalizados.

Este instrumento demostró su efectividad durante los períodos de abundante liquidez internacional, ayudando a prevenir presiones

apreciatorias excesivas e inestabilidad financiera

## **5.2. Bonanza Petrolera, Apreciación y Acumulación de Reservas (2004-2008)**

El período comprendido entre 2004 y 2008 coincidió con una extraordinaria bonanza de precios de commodities que transformó profundamente la estructura económica colombiana.

El precio del petróleo experimentó un aumento espectacular, pasando de aproximadamente 30 dólares por barril a un máximo de 140 dólares, mientras los precios del carbón y el níquel alcanzaron niveles históricos sin precedentes. Esta bonanza generó una mejora excepcional en los términos de intercambio, mejorando la posición externa del país, pero al mismo tiempo creando desafíos significativos para la política monetaria y la competitividad de los sectores no vinculados a recursos naturales.

La masiva entrada de divisas provenientes de las exportaciones y de la inversión extranjera directa generó fuertes presiones apreciatorias

sobre el peso colombiano. El tipo de cambio nominal se apreció aproximadamente un 35% entre 2004 y 2008, lo que afectó la competitividad de los sectores transables no vinculados a los commodities, como la industria manufacturera y la agricultura.

Frente a este escenario, el Banco de la República implementó una estrategia activa de acumulación de reservas internacionales, las cuales alcanzaron la cifra de 28.000 millones de dólares en 2008, representando más del 20% del Producto Interno Bruto (PIB) del país. Esta acumulación de reservas no solo buscaba mitigar las presiones apreciatorias, sino también fortalecer la capacidad de respuesta ante eventuales shocks externos.

La política fiscal desempeñó un papel crucial en la gestión de esta bonanza, particularmente mediante la implementación temprana de mecanismos de ahorro y estabilización. Aunque la Regla Fiscal se adoptó formalmente en 2011, sus principios ya se estaban aplicando de manera incipiente durante este período.

Este mecanismo obligaba al gobierno a definir metas de balance estructural que diferenciaban



entre ingresos permanentes y transitorios, evitando así que el gasto público se indexara de manera irreversible a los precios temporales de los commodities.

Adicionalmente, el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera, creado en 1995, acumuló recursos significativos que permitirían amortiguar el impacto de la posterior caída de precios, ocurrida durante la crisis financiera global de 2008-2009.

Este enfoque de política económica, caracterizado por la prudencia fiscal y la acumulación preventiva de reservas, permitió a Colombia navegar de manera más eficiente el ciclo de auge y caída de los precios de las materias primas, sentando las bases para una gestión macroeconómica más resiliente en el futuro.

### **5.3. La Gran Recesión (2008-2009): Efectos y Respuesta de Política**

La crisis financiera global de 2008-2009 representó la primera prueba de estrés para el nuevo marco de política económica colombiano, cimentado en la autonomía del Banco de la

República, la flotación cambiaria y la disciplina fiscal (Banco de la República, Memoria Anual, 2009).

El colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desató una contracción crediticia global que impactó con severidad a las economías emergentes. Colombia enfrentó una salida masiva de capitales por valor de aproximadamente 4.500 millones de dólares entre 2008 y 2009 (FMI, Article IV Consultation, 2010), una caída del 40% en el precio del petróleo —que pasó de 140 a 84 dólares por barril (Ministerio de Minas y Energía, Reporte de Precios, 2009)— y una contracción abrupta del crédito externo, afectando especialmente a empresas y bancos locales dependientes de financiamiento internacional.

La respuesta de política económica fue rápida y contundente. El Banco de la República implementó un programa de provisiones de liquidez en moneda extranjera que incluía swaps cambiarios y operaciones de reporto, inyectando más de 2.000 millones de dólares al sistema financiero entre 2008 y 2009

(Banco de la República, Reporte de Estabilidad Financiera, 2009).

Paralelamente, redujo la tasa de interés de intervención en 650 puntos básicos entre diciembre de 2008 y septiembre de 2009, llevándola al 3,5%, su nivel más bajo en décadas.

La flotación cambiaria actuó como amortiguador automático: el peso se depreció un 25% entre 2008 y 2009, protegiendo las reservas internacionales y favoreciendo las exportaciones no petroleras.

El gobierno nacional complementó estas acciones con una política fiscal contracíclica de magnitud significativa. Se implementó un paquete de estímulo fiscal equivalente al 1,5% del PIB (Ministerio de Hacienda, Memoria Fiscal, 2009), financiado mediante emisión de deuda pública —incluyendo bonos soberanos por 1.000 millones de dólares en 2009— y recursos del Fondo de Estabilización Petrolera —con 500 millones de dólares destinados a inversión en infraestructura (Ley 209 de 1995)—.

Los recursos se orientaron prioritariamente a infraestructura vial (ej.: ampliación de la Red de Vías 4G), subsidios a vivienda a través del programa Mi Casa Ya (Ministerio de Vivienda, Informe de Gestión, 2009) y apoyo a pequeñas y medianas empresas mediante líneas de crédito blandas canalizadas por Bancóldex (Reporte de Impacto, 2010).

Esta respuesta coordinada permitió que Colombia se contara entre las pocas economías de la región que mantuvieron crecimiento positivo durante 2009, con una expansión del 1,2% (DANE, Cuentas Nacionales Anuales, 2010), en contraste con las contracciones observadas en países como México (-5,3%) o Venezuela (-3,2%) (CEPAL, Balance Económico, 2010).

El desempleo aumentó moderadamente, desde 11,3% hasta 12,0% (DANE, Gran Encuesta Integrada de Hogares, 2009-2010), y el sistema financiero evitó quiebras gracias a la liquidez provisionada por el Banco de la República. La crisis confirmó la resiliencia del nuevo marco institucional y la importancia de

mantener buffers macroeconómicos en tiempos de bonanza para enfrentar choques externos.

#### **5.4. El Colapso del Precio del Petróleo (2014-2019)**

El colapso de los precios del petróleo en 2014-2016 representó un shock de términos de intercambio de proporciones históricas para Colombia. El precio del crudo pasó de USD 100 a USD 30 por barril, reduciendo los ingresos fiscales en aproximadamente 2.5% del PIB y deteriorando la balanza corriente en más de 4 puntos del PIB. Este shock coincidió con la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, que generó salidas de capitales de mercados emergentes.

La respuesta económica combinó flexibilidad cambiaria con ajuste fiscal gradual. El peso se depreció más del 60% entre 2014 y 2016, funcionando como amortiguador automático al estimular las exportaciones no tradicionales y desincentivar importaciones.

El Banco de la República implementó un ciclo al alza de tasas de interés para contener las

presiones inflacionarias importadas, llevando la tasa de intervención al 7.75% en 2016.

La política fiscal enfrentó desafíos particularmente complejos. La reforma tributaria de 2016 buscó compensar la pérdida de ingresos petroleros mediante la ampliación de la base gravable y el aumento del IVA, mientras se mantenían programas sociales clave. El gradualismo en el ajuste fiscal permitió evitar una contracción económica profunda, pero resultó en un aumento significativo de la deuda pública, que pasó del 36% al 52% del PIB entre 2014 y 2019.

### **5.5. La Prueba Definitiva: La Pandemia de COVID-19 y la Guerra**

La pandemia de COVID-19 en 2020 representó el shock económico más severo del último siglo. Las medidas de confinamiento provocaron una contracción del 6.8% del PIB, la mayor en la historia moderna de Colombia. El Banco de la República implementó un paquete de liquidez sin precedentes que incluía subastas de repos, swaps cambiarios y facilidades de

redescuento, inyectando más de COP 50 billones al sistema financiero.

La respuesta fiscal fue igualmente contundente. El gobierno implementó el programa de Transferencias Monetarias Condicionadas "Ingreso Solidario", llegando a 3 millones de familias vulnerables. Los apoyos a empresas incluían subsidios a la nómina y garantías crediticias, con un costo fiscal total equivalente al 8% del PIB. Este esfuerzo fue financiado mediante aumento del endeudamiento público y recursos del Fondo de Mitigación de Emergencias.

La guerra Rusia-Ucrania en 2022 agregó nuevos desafíos, disparando los precios de alimentos y energía e intensificando las presiones inflacionarias globales. Colombia enfrentó esta crisis con un marco institucional fortalecido, utilizando la flexibilidad cambiaria para absorber el shock y una política monetaria contractiva para anclar las expectativas inflacionarias.

## **5.6. Perspectivas Futuras: Lecciones de un Siglo de Historia**

El recorrido histórico de un siglo de política cambiaria en Colombia ofrece lecciones cruciales para el diseño de marcos de política económica en economías emergentes. La evolución desde el patrón oro hasta la flotación administrada refleja un aprendizaje institucional acumulado sobre la gestión del trilema imposible de la economía internacional.

La experiencia colombiana demuestra la importancia de construir instituciones macroeconómicas resilientes con mandatos claros y autonomía operativa. La independencia del Banco de la República y la regla fiscal han demostrado su valor como mecanismos de credibilidad y anclaje de expectativas durante períodos de crisis.

Igualmente crucial, ha sido el desarrollo de mercados financieros domésticos profundos que permiten financiar déficits sin dependencia excesiva de capital externo.

Los desafíos futuros incluyen la transición energética global, que amenaza la sostenibilidad



del modelo exportador basado en combustibles fósiles, y la fragmentación geoeconómica internacional, que puede afectar el acceso a mercados y tecnologías. La digitalización de las finanzas y la posible emisión de monedas digitales de banco central representan tanto oportunidades como riesgos para la soberanía monetaria.

La principal lección del siglo de historia económica es que no existen políticas óptimas universales, sino marcos institucionales adaptativos capaces de aprender de las crisis y ajustarse a un entorno global en constante transformación. La capacidad de Colombia para navegar shocks sucesivos sugiere que ha desarrollado precisamente este tipo de resiliencia institucional.



## **Capítulo 6: Marco Teórico de la Intervención Cambiaria**

### **6.1. Teoría de la Libre Flotación vs. Tipos de Cambio Fijos**

El debate entre regímenes cambiarios fijos y flexibles constituye uno de los temas más antiguos y fundamentales en economía internacional. La teoría de la libre flotación, asociada seminalmente con Milton Friedman (1953), postula que los tipos de cambio flexibles actúan como amortiguadores automáticos ante shocks externos, permitiendo a la economía ajustarse mediante variaciones cambiarias en lugar de cambios costosos en precios y empleo.

En un régimen flexible, la moneda se deprecia ante shocks adversos, estimulando las exportaciones y contrayendo las importaciones, mientras que se aprecia durante bonanzas, enfriando la economía sobrecalentada. Este mecanismo automático de ajuste preserva la autonomía de la política monetaria para perseguir objetivos domésticos como la estabilidad de precios y el pleno empleo. Por el contrario, los regímenes de tipo de cambio fijo,

teóricamente asociados con la disciplina monetaria y el ancla nominal, ofrecen estabilidad cambiaria que reduce la incertidumbre para el comercio y la inversión internacional.

El mecanismo de ajuste bajo regímenes cambiarios fijos opera principalmente a través de cambios en reservas internacionales y ajustes deflacionarios en precios y salarios, procesos que pueden ser económicamente costosos y socialmente dolorosos.

La credibilidad del compromiso con un tipo de cambio fijo depende críticamente de la disponibilidad de reservas suficientes y de la voluntad política para subordinar otras políticas al objetivo cambiario.

El trilema de Mundell-Fleming, formaliza esta disyuntiva: los países no pueden simultáneamente mantener un tipo de cambio fijo, autonomía monetaria y libre movilidad de capitales.

Colombia históricamente ha optado por preservar grados significativos de autonomía monetaria, transitando desde regímenes

intermedios hacia una flotación administrada que permite cierta flexibilidad cambiaria mientras retiene capacidad de intervención discrecional.

## **6.2. El Sistema de Bandas Cambiarias: Teoría y Experiencia Práctica**

Los sistemas de bandas cambiarias representan un compromiso teórico entre la flexibilidad de la flotación y la estabilidad de los regímenes fijos. Desarrollados teóricamente por Williamson (1965) y Krugman (1991), estos sistemas establecen un rango permitido de fluctuación alrededor de una paridad central, combinando la predictibilidad de corto plazo con la flexibilidad de largo plazo. La banda se supone que ancla las expectativas mientras permite ajustes graduales a cambios fundamentales.

La experiencia colombiana con bandas cambiarias entre 1994 y 1999 ilustra tanto los beneficios teóricos como las limitaciones prácticas de este enfoque. Inicialmente, la banda proporcionó estabilidad cambiaria que ayudó a controlar la inflación y anclar expectativas. Sin

embargo, el régimen demostró vulnerabilidad a ataques especulativos durante períodos de estrés de mercado, particularmente cuando los fundamentales económicos sugerían la necesidad de ajustes mayores que los permitidos por los límites de la banda.

La defensa de la banda requirió intervenciones costosas en reservas internacionales y elevadas tasas de interés que exacerbaban las recesiones domésticas. La crisis de 1999 demostró que las bandas pueden crear dinámicas especulativas insostenibles cuando los mercados perciben que los límites no son creíbles dados los fundamentales económicos. Esta experiencia llevó a Colombia a abandonar las bandas en favor de un régimen más flexible, aunque con capacidad de intervención discrecional.

### **6.3. La Paridad del Poder Adquisitivo (PPA) como Referente de Largo Plazo**

La teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA), desarrollada inicialmente por Cassel (1918), postula que los tipos de cambio deberían ajustarse para igualar el poder adquisitivo de

diferentes monedas a largo plazo. En su versión absoluta, la PPA sugiere que los niveles de precios entre países, convertidos a una moneda común, deberían igualarse. La versión relativa predice que las tasas de cambio se ajustarán para compensar las diferencias inflacionarias entre países.

La evidencia empírica sobre la PPA es mixta. Estudios de largo plazo, como los de Rogoff (1996), encuentran que mientras la PPA tiene poder predictivo en horizontes muy largos (varias décadas), las desviaciones pueden persistir por períodos extendidos. Para Colombia, las estimaciones sugieren que el peso ha tenido tendencia a desviarse significativamente de los valores predichos por la PPA durante períodos de bonanza o crisis de commodities.

A pesar de sus limitaciones empíricas de corto plazo, la PPA sigue proporcionando un referente útil para evaluar la sostenibilidad de niveles cambiarios. El Banco de la República utiliza regularmente modelos basados en PPA para evaluar posibles desalineamientos cambiarios fundamentales, particularmente durante

períodos de grandes flujos de capital o términos de intercambio volátiles.

#### **6.4. Modelos de Intervención: Subastas, Opciones y Swaps**

Los bancos centrales modernos disponen de un arsenal sofisticado de instrumentos para intervenir en mercados cambiarios mientras preservan grados significativos de flexibilidad cambiaria. Las subastas de divisas, utilizadas extensivamente por Colombia desde los años 2000, permiten intervenciones transparentes y basadas en reglas preanunciadas. Estas subastas pueden diseñarse para acumular o desacumular reservas dependiendo de las condiciones del mercado.

Las opciones cambiarias representan un instrumento más sofisticado que permite al banco central influir en las expectativas del mercado sin necesariamente intervenir directamente. Colombia ha utilizado opciones de venta (puts) para establecer pisos cambiarios implícitos y opciones de compra (calls) para limitar apreciaciones excesivas. Estos



instrumentos derivados permiten una gestión más suave de las presiones cambiarias.

Los swaps cambiarios han emergido como herramienta crucial para proporcionar liquidez en moneda extranjera durante períodos de estrés del Mercado.

El Banco de la República ha utilizado swaps de manera contracíclica, proporcionando dólares al sistema financiero durante crisis y acumulando reservas durante bonanzas. La experiencia durante la crisis COVID-19 demostró la efectividad de estos instrumentos para prevenir dislocaciones del mercado severas.

La evolución de estos instrumentos refleja un aprendizaje institucional acumulado: desde intervenciones discrecionales y opacas hacia intervenciones basadas en reglas transparentes que minimizan distorsiones del mercado mientras preservan la capacidad de respuesta ante crisis. Este enfoque ha permitido a Colombia navegar volatilidad extrema manteniendo credibilidad política.



## **Capítulo 7: Efectos de la Intervención en Variables Macroeconómicas**

### **7.1. Impacto en la Inflación y la Política Monetaria**

La intervención cambiaria mantiene una relación compleja y bidireccional con la dinámica inflacionaria y la conducción de la política monetaria. Por una parte, las variaciones del tipo de cambio afectan directamente la inflación a través del canal de traspaso cambiario (*exchange rate pass-through*), particularmente en economías dolarizadas como la colombiana, donde una proporción significativa de los bienes transables y los insumos importados cotizan en moneda extranjera.

Estudios empíricos del Banco de la República estiman que una depreciación del 10% del peso colombiano genera un aumento de entre 0.4 y 0.8 puntos porcentuales en la inflación anual, con efectos que se distribuyen a lo largo de un período de 12 a 18 meses.

Este traspaso es mayor para bienes transables que para servicios, y más intenso durante períodos de alta volatilidad cambiaria.

La intervención del emisor busca mitigar estos efectos mediante la suavización de movimientos cambiarios abruptos que podrían desanclar las expectativas inflacionarias. Sin embargo, las intervenciones esterilizadas—donde la expansión monetaria resultante de la compra de divisas es neutralizada a través de la venta de títulos públicos—pueden generar distorsiones en la estructura de tasas de interés y aumentar el costo fiscal de la política monetaria.

La efectividad de la esterilización depende críticamente de la profundidad del mercado de capitales doméstico y del grado de movilidad de capitales.

La implementación del esquema de inflación objetivo desde 1999 ha requerido una coordinación fina entre la política monetaria y la cambiaria. El Banco de la República debe balancear el uso de la tasa de interés para controlar la inflación doméstica mientras utiliza intervenciones cambiarias para prevenir

desalineamientos que puedan afectar la estabilidad de precios.

Esta coordinación se vuelve particularmente compleja durante episodios de shocks de términos de intercambio, donde los objetivos de inflación y estabilidad financiera pueden entrar en conflicto.

## **7.2. Efectos sobre el Comercio Exterior: Exportaciones e Importaciones**

Las intervenciones cambiarias influyen en el sector externo a través de múltiples canales, afectando tanto la competitividad precio como la estructura productiva de largo plazo.

Una política intervencionista tendiente a evitar apreciaciones excesivas puede preservar la competitividad de sectores exportadores intensivos en mano de obra, como confecciones, cuero y calzado, que operan con márgenes estrechos y enfrentan competencia internacional feroz. Investigaciones de Fedesarrollo estiman que una apreciación real del 10% reduce el crecimiento de las exportaciones manufactureras entre 3 y 5 puntos porcentuales en el mediano plazo.

Sin embargo, los efectos sobre las importaciones son más ambiguos. Mientras las depreciaciones encarecen los bienes finales importados, también aumentan el costo de los insumos y maquinaria importada, afectando la competitividad de sectores que dependen de insumos importados.

Estudios sectoriales muestran que la elasticidad-precio de las importaciones varía significativamente entre categorías: alta para bienes de consumo suntuario, pero baja para bienes intermedios y de capital esenciales para el aparato productivo.

Las intervenciones persistentes pueden generar efectos distorsionantes en la asignación de recursos. Empresas que deberían innovar o mejorar productividad pueden volverse dependientes de tipos de cambio competitivos artificialmente mantenidos, creando un problema de riesgo moral.

Además, la incertidumbre generada por intervenciones discrecionales puede desincentivar inversiones de largo plazo en sectores transables, particularmente aquellas

que requieren importar tecnología y equipamiento.

### **7.3. Influencia en el Crecimiento Económico y el Producto Interno Bruto (PIB)**

El impacto de las intervenciones cambiarias sobre el crecimiento económico opera through múltiples mecanismos que often operan en direcciones opuestas. Por un lado, la prevención de apreciaciones excesivas puede estimular el sector transable y mejorar la balanza comercial, contribuyendo al crecimiento a través del canal de demanda agregada. Modelos del Banco de la República sugieren que una depreciación real del 10% puede agregar entre 0.2 y 0.4 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el corto plazo, principalmente mediante el impulso a las exportaciones netas.

No obstante, estos beneficios deben balancearse frente a los costos potenciales. Las depreciaciones aumentan el servicio de la deuda externa, tanto pública como privada, reduciendo el ingreso disponible y la capacidad de inversión.

En una economía con significativa dolarización financiera como la colombiana, donde cerca del 30% de los créditos corporativos están denominados en dólares, las depreciaciones abruptas pueden deteriorar los balances de empresas y bancos, restringiendo el crédito y la inversión doméstica.

Las intervenciones también afectan el crecimiento a través de su impacto en la incertidumbre económica.

Mientras intervenciones basadas en reglas transparentes pueden reducir la volatilidad cambiaria y facilitar la planificación empresarial, intervenciones discrecionales pueden aumentar la prima de riesgo país y el costo de financiamiento externo.

Evidencia empírica muestra que episodios de alta intervención discrecional se correlacionan con aumentos en el EMBI Colombia de entre 50 y 100 puntos básicos.



## **7.4. La Intervención y la Estabilidad Financiera**

La relación entre intervención cambiaria y estabilidad financiera constituye un aspecto crítico de la política macroprudencial moderna. Las intervenciones pueden afectar la estabilidad financiera a través de varios canales: exposición al riesgo cambiario, flujos de capitales especulativos, y dinámicas de descalce de monedas en los balances del sistema financiero.

El Banco de la República utiliza intervenciones como herramienta macroprudencial para limitar la acumulación de vulnerabilidades. Durante períodos de abundante liquidez global, las intervenciones acumuladoras de reservas ayudan a prevenir flujos de capital excesivos que puedan alimentar burbujas de crédito o activos. El encaje marginal establecido en 2007, que requiere que entradas de capital especulativas mantengan un porcentaje en reservas sin remuneración, complementa estas intervenciones desincentivando flujos volátiles. Sin embargo, las intervenciones mismas pueden crear riesgos financieros.

Las intervenciones esterilizadas a gran escala pueden distorsionar la curva de rendimientos y afectar la rentabilidad bancaria. Además, la expectativa de intervención puede crear riesgo moral, incentivando a agentes económicos a tomar posiciones cambiarias riesgosas bajo el supuesto de que el banco central limitará las pérdidas.

La crisis de 2008 demostró el valor de las reservas acumuladas a través de intervenciones previas como buffer durante períodos de stress. Colombia pudo utilizar sus reservas para proporcionar liquidez en dólares al sistema financiero, previniendo una crisis de liquidez que afectó a otras economías emergentes.

Este papel de las reservas como seguro contra crisis subraya la importancia de la intervención cambiaria como componente de la estabilidad financiera sistémica.

## **Capítulo 8: Impacto Sectorial de la Política Cambiaria**

### **8.1. Sector Real: Industria Nacional y Competitividad**

La política cambiaria ejerce una influencia determinante en la competitividad del sector industrial colombiano, particularmente en industrias intensivas en mano de obra que compiten en mercados internacionales. Las depreciaciones cambiarias mejoran temporalmente la rentabilidad de estos sectores al aumentar el valor en pesos de los ingresos por exportaciones mientras los costos laborales domésticos permanecen inicialmente constantes.

Se estima que una depreciación real del 10% aumenta la rentabilidad promedio del sector manufacturero entre 2 y 3 puntos porcentuales en el corto plazo.

Sin embargo, estos beneficios se diluyen en el mediano plazo a través de múltiples mecanismos. Los proveedores domésticos ajustan progresivamente sus precios, los

trabajadores negocian aumentos salariales para compensar la inflación importada, y el encarecimiento de los insumos importados erosiona las ventajas competitivas iniciales.

Investigaciones de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI) demuestran que aproximadamente el 40% de las empresas manufactureras dependen críticamente de insumos importados, lo que limita su capacidad de beneficiarse de depreciaciones cambiarias.

La política de intervención cambiaria del Banco de la República enfrenta el desafío de balancear la protección temporal de industrias vulnerables contra la necesidad de evitar asignaciones ineficientes de recursos.

Intervenciones prolongadas para mantener un tipo de cambio competitivo artificialmente pueden crear dependencias perversas y desincentivar ganancias de productividad, mientras que la volatilidad cambiaria excesiva desalienta inversiones de largo plazo en capacidad productiva.

## **8.2. Sector Agropecuario: Café, Flores y Productos no Tradicionales**

El sector agropecuario colombiano presenta respuestas heterogéneas a las variaciones cambiarias, reflejando su diversidad estructural y diferentes grados de integración a mercados internacionales.

El café, como commodity tradicionalmente dominante, ha desarrollado mecanismos institucionales de estabilización que amortiguan el impacto de la volatilidad cambiaria sobre los ingresos de los productores.

El Fondo Nacional del Café, mediante su sistema de retenciones y desretenciones, suaviza el traspaso de las fluctuaciones cambiarias a los precios internos, protegiendo a los caficultores mientras acumula reservas para épocas de precios bajos.

Los sectores de flores y productos no tradicionales, en cambio, operan con márgenes más estrechos y mayor exposición directa a la volatilidad cambiaria. La floricultura, que genera más de USD 1,500 millones anuales en exportaciones, beneficia significativamente de

depreciaciones cambiarias que mejoran su competitividad frente a productores de Ecuador y Kenya.

No obstante, estos sectores enfrentan el desafío adicional de que las depreciaciones elevan el costo de insumos importados críticos como fertilizantes, pesticidas y material genético, que pueden representar hasta el 40% de sus costos totales.

La política de intervención afecta diferencialmente a pequeños, medianos y grandes productores. Mientras los grandes exportadores pueden utilizar instrumentos de cobertura cambiaria para gestionar su exposición al riesgo, los pequeños productores carecen de acceso a estos mecanismos y dependen más de la estabilidad cambiaria para su planeación productiva.

### **8.3. Sector Servicios: Turismo y sus Dinámicas**

El sector turístico colombiano responde de manera particularmente elástica a las variaciones del tipo de cambio real. Las depreciaciones del peso generan efectos duales:

reducen el costo relativo de visitar Colombia para turistas extranjeros mientras encarecen los viajes al exterior para residentes locales. Investigaciones de ProColombia estiman que una depreciación real del 10% aumenta la llegada de turistas internacionales entre 5% y 7% en el mediano plazo, particularmente en segmentos de turismo de naturaleza y cultural donde la sensibilidad precio es mayor.

Sin embargo, la efectividad de este mecanismo depende críticamente de complementos institucionales y de infraestructura. La capacidad de absorción de destinos turísticos, la calidad de la infraestructura hotelera, y las condiciones de seguridad afectan la materialización de los beneficios potenciales de las depreciaciones.

Adicionalmente, el sector enfrenta el desafío de que muchos de sus insumos—desde equipos de hotelería hasta productos importados para restaurantes—se encarecen durante depreciaciones, comprimiendo márgenes operativos.

La política de intervención influye en las decisiones de inversión en infraestructura

turística. La volatilidad cambiaria excesiva desincentiva inversiones de largo plazo en hoteles y servicios turísticos, mientras que la certidumbre sobre reglas de intervención transparentes facilita la planeación de proyectos con horizontes de recuperación extensos.

#### **8.4. Sector Financiero: Flujos de Capital, Tasas de Interés y Riesgos**

El sector financiero colombiano actúa como transmisor y amplificador de los efectos de la política cambiaria sobre la economía real. Las variaciones cambiarias afectan directamente los balances de instituciones financieras a través de su exposición al riesgo crediticio en divisas. A diciembre de 2023, la exposición crediticia en dólares del sistema financiero colombiano representaba aproximadamente USD 25,000 millones, concentrada principalmente en grandes corporaciones exportadoras y conglomerados internacionalizados.

La política de intervención del Banco de la República influye en las tasas de interés domésticas mediante múltiples canales. Intervenciones esterilizadas—que implican la



compra de divisas combinada con la venta de títulos públicos—ejercen presión alcista sobre las tasas de interés domésticas al reducir la liquidez en pesos.

Este efecto puede entrar en conflicto con los objetivos de política monetaria durante períodos de desaceleración económica, forzando al banco central a balancear cuidadosamente sus instrumentos.

Los flujos de capital especulativo responden agudamente a las señales sobre la política cambiaria. Expectativas de intervención para prevenir apreciaciones pueden atraer operaciones de carry trade, donde inversionistas aprovechan diferenciales de tasas de interés entre Colombia y economías avanzadas. El encaje marginal establecido en 2007 busca desincentivar estos flujos volátiles mediante requisitos de reserva no remunerada, pero su efectividad depende de la coordinación con otras herramientas de política.

La regulación prudencial ha evolucionado para gestionar los riesgos asociados con la volatilidad cambiaria. Los requerimientos de capital para exposición en divisas, las pruebas

de stress que incorporan shocks cambiarios, y los límites a los descalces de moneda representan mecanismos cruciales para preservar la estabilidad del sistema financiero durante períodos de turbulencia cambiaria.

## **Capítulo 9: La Caja de Herramientas del Banco de la República**

### **9.1. Mecanismos de Intervención Directa**

El Banco de la República ha perfeccionado un conjunto de mecanismos de intervención directa que operan dentro del marco de la flotación administrada, permitiendo una actuación discrecional en momentos de tensiones agudas en el mercado cambiario.

Estas intervenciones se ejecutan a través de operaciones de compra o venta de divisas en el mercado spot, realizadas por medio de intermediarios financieros autorizados conocidos como Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC). La selección de estos intermediarios sigue un riguroso proceso de debida diligencia que evalúa su solvencia, capacidad operativa y cumplimiento normativo.

La ejecución de las intervenciones directas sigue protocolos estrictos que priorizan la

minimización del impacto en el mercado y la maximización de la efectividad.

Las operaciones se distribuyen estratégicamente entre múltiples intermediarios para evitar concentraciones que puedan distorsionar los precios, y se programan para coincidir con momentos de mayor liquidez de mercado, típicamente durante las ventanas de mayor actividad entre las 9:00 a.m. y 12:00 p.m.

El tamaño de las intervenciones se calibra cuidadosamente, representando generalmente entre el 0.3% y 0.7% del volumen diario promedio de transacciones, un rango que la experiencia ha demostrado suficiente para influir en la dinámica cambiaria sin generar dependencia del mercado en la intervención oficial.

La efectividad de estas intervenciones se ve afectada por múltiples factores, **incluyendo** el grado de alineamiento con los fundamentales económicos, la credibilidad de la autoridad monetaria y las condiciones de liquidez global. Estudios internos del Banco indican que intervenciones consistentes con la dirección de

los fundamentales tienen un impacto duradero de 5-7 días hábiles, mientras que aquellas que contradicen los fundamentales muestran efectos que se disipan en apenas 2-3 días. La transparencia en la comunicación post-intervención ha demostrado ser crucial para amplificar y prolongar los efectos deseados.

## **9.2. Intervención mediante Subastas de Opciones (Put y Call)**

El esquema de opciones cambiarias del Banco de la República representa un instrumento sofisticado de gestión de expectativas y riesgos cambiarios. Las opciones put, que otorgan el derecho de venta de dólares a un precio preestablecido, se activan durante períodos de fortaleza del peso para establecer pisos cambiarios implícitos. Las opciones call, que confieren derechos de compra, se utilizan durante episodios de debilidad para establecer techos cambiarios. El diseño de estas subastas incorpora elementos de teoría de subastas para maximizar la eficiencia en la revelación de precios.

Las subastas siguen el modelo holandés descendente, donde el precio se ajusta hasta alcanzar el monto objetivo. Este mecanismo permite descubrir el precio de reserva del mercado mientras limita el impacto en la formación de precios spot. Los montos de las subastas oscilan normalmente entre USD 200 millones y USD 400 millones, con vencimientos que varían entre 1 y 3 meses.

La experiencia operativa ha demostrado que este diseño reduce el costo de intervención entre 15% y 25% comparado con intervenciones directas equivalentes.

La implementación de las opciones de volatilidad en 2008 marcó un hito en la evolución de los instrumentos de intervención. Estas opciones se activan automáticamente cuando la volatilidad del mercado supera umbrales preestablecidos, proporcionando estabilización automática durante períodos de turbulencia.

Su diseño incorpora disparadores basados en la desviación del tipo de cambio respecto a su promedio móvil de 20 días, con strikes que se

ajustan dinámicamente según las condiciones del mercado.

### **9.3. La Gestión de las Reservas Internacionales: Acumulación y Desacumulación**

La gestión de las reservas internacionales sigue un marco basado en reglas establecido en el Documento CONPES<sup>2</sup> 3818 de 2014, que define objetivos múltiples de preservación del valor, liquidez y apoyo a la política cambiaria. El tamaño óptimo de reservas se determina mediante métricas que consideran: cobertura de importaciones (objetivo: 12 meses), protección frente a salidas de capitales (100% de la base monetaria), y amortiguación de términos de intercambio (20% del PIB).

La acumulación de reservas sigue una estrategia contracíclica vinculada a desviaciones del tipo de cambio real de su tendencia de largo

---

<sup>2</sup> EL CONSEJO NACIONAL DE POLÍTICA ECONÓMICA Y SOCIAL: (CONPES) fue creado por la Ley 19 de 1958. Esta es la máxima autoridad nacional de planeación y se desempeña como organismo asesor del Gobierno en todos los aspectos relacionados con el desarrollo económico y social del país.

plazo. El modelo de intervención basado en reglas activa compras cuando el tipo de cambio real se encuentra más de 1.25 desviaciones estándar por encima de su promedio móvil de cinco años, con montos que escalan progresivamente según la magnitud de la desviación. Este enfoque ha permitido acumular reservas durante períodos de bonanza para utilizarlas como amortiguador durante crisis.

La composición del portafolio refleja un balance optimizado entre liquidez, seguridad y rendimiento. Los criterios de inversión establecen límites por emisor (máximo 5% con un mismo soberano), duración promedio (máximo 4 años) y exposición crediticia (mínimo AA- para instrumentos de renta fija). La estrategia de diversificación incluye exposición a mercados emergentes selectos (hasta 15% del portafolio) e instrumentos indexados a la inflación para protección contra riesgos de inflación global.



## **9.4. Otros Instrumentos: Forwards (NDF) y FX Swaps**

Los forwards no deliverable (NDF) constituyen una herramienta crucial para la gestión de expectativas de mediano plazo sin afectar el mercado spot. Estos instrumentos se liquidan por diferencias en efectivo, permitiendo al Banco influir en la curva forward sin utilizar reservas internacionales.

La experiencia operativa ha demostrado que intervenciones en el mercado de NDF pueden afectar las expectativas de devaluación a 12 meses en aproximadamente 150-200 puntos básicos por cada USD 500 millones intervenidos.

Los FX swaps representan el instrumento preferido para la gestión de liquidez en divisas durante períodos de estrés. El Banco ejecuta swaps de liquidez proveyendo dólares a corto plazo (típicamente 1-7 días) contra pesos, con colateralización completa para mitigar riesgos de contraparte.

Durante la crisis de marzo de 2020, el programa de swaps inyectó USD 2,300 millones

en liquidez al sistema, con un impacto mensurable en la reducción de primas de liquidez en el mercado interbancario.

La evolución hacia instrumentos derivados refleja una sofisticación institucional creciente. El Banco ha desarrollado modelos propios de valoración y gestión de riesgos para estos instrumentos, incluyendo modelos de valor en riesgo (VaR) que monitorean la exposición diaria y pruebas de estrés que simulan escenarios extremos. Esta capacidad técnica ha permitido incrementar gradualmente el uso de derivados desde 15% del arsenal de intervención en 2010 a más del 40% en 2023.

# **Capítulo 10: Desafíos Estructurales de la Política Cambiaria**

## **10.1. Volatilidad del Tipo de Cambio: Factores Internos y Externos**

La volatilidad cambiaria en Colombia constituye un fenómeno multifacético que surge de la interacción entre shocks externos globales y vulnerabilidades domésticas estructurales. Los factores externos constituyen un determinante primordial de la dinámica cambiaria en Colombia.

El primero de ellos es la alta volatilidad en los precios de las materias primas, dado que el petróleo, el carbón y el café representan colectivamente más del 60% del total de exportaciones del país. Investigaciones del Banco de la República que emplean modelos de heterocedasticidad condicional autoregresiva generalizada (GARCH) confirman que shocks de una desviación estándar en los precios del petróleo explican aproximadamente entre el

40% y el 45% de la varianza del tipo de cambio real en un horizonte de doce meses.

Un segundo canal de transmisión crucial lo constituye la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Estudios de Fedesarrollo (2022) estiman que un ciclo contractivo de alzas en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal (*federal funds rate*) de 100 puntos básicos induce, con un desfase de 6 a 9 meses, una depreciación del peso colombiano frente al dólar que puede oscilar entre el 5% y el 8%.

Los factores internos amplificadores incluyen la dependencia fiscal de las regalías petroleras, que históricamente han oscilado entre el 2% y 4.5% del PIB anual, creando un vínculo mecánico entre los precios del crudo y las necesidades de financiamiento externo del gobierno central.

La dolarización financiera parcial —donde aproximadamente el 25-30% de los pasivos del sistema financiero y el 40% de la deuda corporativa grande están indexados o denominados en dólares— amplifica los efectos

de la volatilidad cambiaria a través de potentes mecanismos de hojas de balance.

Adicionalmente, la alta concentración exportadora en pocos productos básicos (los cinco principales productos representan el 70% de las exportaciones) limita la diversificación natural del riesgo cambiario que caracteriza a economías con canastas exportadoras más diversificadas.

La gestión de esta volatilidad requiere un enfoque de políticas múltiples que combine instrumentos macroeconómicos contracíclicos con el desarrollo institucional de mercados de derivados domésticos. La implementación del encaje marginal en 2007—que requiere que entradas de capital de corto plazo mantengan un encaje no remunerado del 40-50%—redujo la volatilidad cambiaria en aproximadamente 20-25% según estudios del Banco de la República, aunque su efectividad disminuye significativamente durante episodios de stress global extremo como la Crisis Financiera Global de 2008-2009 o la pandemia COVID-19.

El desarrollo del mercado local de derivados ha permitido a las medianas y grandes empresas

cubrir sus exposiciones cambiarias, aunque los costos de cobertura siguen siendo prohibitivos para pequeñas empresas y hogares, con primas que normalmente oscilan entre el 3% y 8% anual sobre el valor nominal cubierto.

## **10.2. Dependencia de Flujos de Capital de Corto Plazo**

Colombia enfrenta una dependencia estructural de flujos de capital volátiles que complica sustancialmente la gestión de la política cambiaria. Los flujos de portafolio—particularmente inversiones en TES y acciones—representan entre el 2% y 4% del PIB anual en promedio, pero con una marcada tendencia a la prociclicidad: entran masivamente durante bonanzas (amplificando presiones apreciatorias) y se retiran abruptamente durante crisis (exacerbando depreciaciones).

Datos de la Superintendencia Financiera de Colombia (2023) muestran que aproximadamente el 60% de estos flujos tienen un horizonte de inversión inferior a un año, caracterizándose por alta sensibilidad a cambios

en el apetito global por riesgo (risk-on/risk-off episodes) y a diferenciales de tasa de interés con economías avanzadas.

Esta dependencia crea un complejo dilema de política económica: por un lado, estos flujos financian estructuralmente el déficit en cuenta corriente (que oscila entre el 3% y 4.5% del PIB); por otro lado, generan vulnerabilidades de financiamiento externo y amplifican los ciclos económicos domésticos.

El encaje marginal implementado en 2007—que requiere que entradas de capital especulativas mantengan un porcentaje significativo en reservas sin remuneración—ha tenido éxito moderado: reduce el volumen de flujos de muy corto plazo (menos de 90 días) en aproximadamente 25-30%, pero su efectividad disminuye rápidamente cuando los diferenciales de tasa de interés con economías avanzadas superan los 400-500 puntos básicos, como ocurrió durante el ciclo de ajuste monetario de 2022-2023.

La experiencia acumulada sugiere que ninguna herramienta aislada resuelve completamente el desafío de los flujos volátiles.

Colombia ha evolucionado hacia un enfoque comprehensivo que combina estratégicamente: 1) regulación macroprudencial (encajes, provisiones anticíclicas); 2) acumulación contracíclica de reservas internacionales; 3) flexibilidad cambiaria que permite al tipo de cambio actuar como amortiguador natural de shocks; y 4) desarrollo profundo de mercados de capital domésticos para reducir la dependencia estructural de financiamiento externo.

Este marco de políticas ha permitido navegar exitosamente episodios de turbulencia global, aunque con costos en términos de mayor volatilidad cambiaria y períodos prolongados de primas de riesgo elevadas.

### **10.3. El Dilema de la Intervención: Costos Fiscales y Distorsiones de Mercado**

Las intervenciones cambiarias conllevan costos fiscales sustanciales y riesgos significativos de distorsión market que limitan estructuralmente su uso discrecional. Las intervenciones esterilizadas—donde la expansión monetaria resultante de comprar



divisas se neutraliza a través de la venta de títulos domésticos—generan costos cuantificables que recaen sobre el balance del Banco de la República y, finalmente, sobre las finanzas públicas: cada USD 1,000 millones intervenidos tiene un costo fiscal anual de aproximadamente COP 150,000-200,000 millones, derivado del diferencial entre las tasas de interés domésticas (4-5% en términos reales) y el rendimiento de las reservas internacionales (1-2% en términos reales).

Estos costos se acumulan durante períodos prolongados de intervención y pueden representar cargas fiscales significativas, como durante el episodio 2014-2016 cuando los costos de esterilización alcanzaron el 0.3% del PIB anual.

Adicionalmente, las intervenciones crean distorsiones microeconómicas significativas que afectan la asignación eficiente de recursos. Empresas que deberían innovar o mejorar productividad pueden volverse dependientes de tipos de cambio competitivos artificialmente mantenidos, creando problemas de riesgo

moral y retrasando los necesarios ajustes estructurales.

Sectores altamente protegidos por intervenciones cambiarias persistentes muestran ganancias de productividad 30-40% inferiores a sectores expuestos a competencia internacional, además de presentar menores niveles de sofisticación exportadora y menor diversificación de mercados de exportación.

El timing de las intervenciones presenta desafíos particulares que pueden exacerbar sus costos y reducir su efectividad. Intervenciones tempranas durante depreciaciones pueden estabilizar expectativas y prevenir espirales devaluatorias, pero intervenciones tardías o inconsistentes con los fundamentos económicos pueden desperdiciar reservas internacionales defendiendo niveles insostenibles.

La experiencia de 2015 —cuando el Banco perdió aproximadamente USD 2,100 millones defendiendo niveles cambiarios que posteriormente se demostraron insostenibles— ilustra dramáticamente los riesgos de intervenciones que contradicen los

fundamentales económicos. Análisis post-mortem de este episodio muestran que las intervenciones retrasaron el necesario ajuste cambiario en aproximadamente 6-8 meses, amplificando finalmente la magnitud de la corrección final.

#### **10.4. La Limitada Capacidad de Intervención en un Contexto de Flotación**

Bajo un régimen de flotación administrada, la capacidad de intervención del Banco de la República está constreñida por múltiples factores estructurales y financieros.

Las reservas internacionales, aunque sustanciales en términos absolutos (USD 58,000 millones a cierre de 2023, según datos del Banco de la República), representan apenas el 15–18 % del stock de dinero ampliado (M3) y cubren aproximadamente 8–9 meses de importaciones —por debajo del promedio de economías emergentes comparables como Perú (30 % de M3) o Chile (22 % de M3, ambos con cifras a 2022–2023).

Esta limitación relativa se vuelve particularmente aguda durante episodios de

estrés prolongado, cuando intervenciones sostenidas pueden reducir rápidamente las reservas a niveles que generan preocupación en mercados internacionales y agencias de calificación, potencialmente desencadenando círculos viciosos de salida de capitales.

La credibilidad de las intervenciones depende críticamente de su consistencia con los fundamentales económicos subyacentes. Intervenciones que contradicen claramente los fundamentales —como defender un tipo de cambio sobrevaluado durante una crisis de términos de intercambio o subvaluado durante un boom de *commodities*— pueden acelerar las pérdidas de reservas, amplificar la especulación cambiaria y finalmente comprometer la credibilidad de la autoridad monetaria.

El marco de flotación administrada requiere que las intervenciones sean limitadas en monto y duración, enfocadas principalmente en suavizar volatilidad excesiva y condiciones de mercado desordenadas, más que en defender niveles específicos inconsistentes con los fundamentales.

La efectividad marginal de las intervenciones disminuye rápidamente con su frecuencia y tamaño, un fenómeno bien documentado en la literatura económica.

Estudios del Banco de la República utilizando datos de alta frecuencia muestran que el impacto en el tipo de cambio decae exponencialmente después de intervenciones consecutivas: la primera intervención de USD 500 millones mueve típicamente el tipo de cambio en 1.5–2.0 %, pero la quinta intervención similar en un período corto tiene impacto menor al 0.5–0.7 %. Esta disminución refleja aprendizaje rápido del mercado, arbitraje por parte de actores sofisticados y el agotamiento progresivo del elemento sorpresa crucial para la efectividad de las intervenciones.



# **Conclusiones y Reflexiones**

## **Finales**

El recorrido histórico e institucional emprendido en este libro revela que el sistema financiero colombiano es el producto de una evolución compleja, marcada por crisis profundas, reformas transformadoras y una búsqueda constante de estabilidad.

Estas conclusiones buscan sintetizar los patrones clave, evaluar el éxito de las intervenciones, señalar los desafíos persistentes y extraer lecciones con el fin de ofrecer recomendaciones para el diseño de políticas públicas robustas y prospectivas.

### **Síntesis de la evolución histórica y sus patrones**

La historia del sistema financiero colombiano puede leerse como una transición desde un modelo de banca especializada y fuertemente intervenido hacia uno de banca universal y mercado libre, pero bajo un esquema de regulación y supervisión sofisticado y de carácter técnico.

Este tránsito no fue lineal, sino que estuvo jalonado por crisis que actuaron como catalizadores de cambio. Un patrón recurrente es el de la crisis como madre de la reforma: la crisis de los años 20 impulsó la creación del Banco de la República; la recesión de los años 80 y el "apagón crediticio" de finales de esa década expusieron las fallas del modelo de nacionalización y dirigismo, allanando el camino para la Constitución de 1991 y la Ley 35 de 1993 (la "apertura financiera"); y la crisis de finales de los 90 (como el colapso de instituciones como el Banco Andino) evidenció la necesidad de fortalecer dramáticamente la supervisión prudencial, dando lugar a la creación de la Superintendencia Financiera de Colombia y la adopción de normativas basadas en riesgo.

Un segundo patrón evidente es la creciente independencia técnica de la autoridad monetaria. El Banco de la República evolucionó de ser una dependencia del gobierno y su principal financiador, a convertirse en un pilar de independencia y credibilidad, anclado constitucionalmente en la defensa de la estabilidad de precios. Este proceso de autonomización es, sin duda, uno de los factores



más críticos para explicar la estabilidad macroeconómica de las últimas tres décadas.

Finalmente, se observa un patrón de creciente complejidad e integración global. El sistema se ha transformado de uno simple, centrado en el crédito comercial, a uno diversificado, con sofisticados mercados de capitales, derivados, y una alta interconexión con los flujos financieros internacionales, lo que multiplica sus canales de transmisión y sus fuentes de riesgo potencial.

### **Evaluación de la efectividad de las políticas de intervención**

La evaluación del marco de política debe distinguir entre diferentes áreas. La política de autonomía del Banco de la República y su enfoque en el control de la inflación puede calificarse como un éxito rotundo y el mayor acierto de la política económica colombiana en los últimos 50 años.

El paso de una inflación crónica de dos y tres dígitos a una estable en un solo dígito (meta de 3%) transformó las expectativas de los agentes económicos, protegió el poder adquisitivo de los

más vulnerables y sentó las bases para la planificación de largo plazo y la inversión.

La regulación y supervisión financiera, tras los dolorosos aprendizajes de las crisis de los 80 y 90, ha demostrado una alta efectividad en la gestión de riesgos microprudenciales. La implementación de normas basadas en Basilea, los requerimientos de capital contracíclico y la supervisión consolidada y por conglomerados, fortalecieron la resiliencia del sistema.

La prueba de fuego fue la Crisis Financiera Global de 2008-2009, en la que el sistema colombiano mostró una solidez notable, sin necesidad de rescates bancarios, gracias a una regulación conservadora y una supervisión activa.

Donde la efectividad ha sido más mixta y objeto de debate es en la política de inclusión financiera y la profundización del mercado de capitales. Si bien ha habido avances significativos en la bancarización, impulsados por la tecnología y los corresponsales no bancarios, persisten brechas importantes en el acceso al crédito para las MIPYMES y la población rural.

Del mismo modo, el mercado de capitales local sigue siendo relativamente poco profundo y con baja liquidez si se compara con economías desarrolladas, manteniendo a la banca comercial como el principal intermediario del ahorro y la inversión, lo que concentra riesgos.

### **Principales desafíos no resueltos y lecciones para el futuro**

El sistema enfrenta desafíos de distinta naturaleza. El primero es el desafío de la inclusión con solvencia: cómo expandir el acceso a servicios financieros formales sin relajar los estándares prudenciales y sin generar sobreendeudamiento en los hogares, un problema que ya se ha manifestado.

El segundo es el desafío digital y cibernético: la explosión de las fintech, los criptoactivos y la banca digital trae consigo nuevos riesgos (ciberataques, fraudes, desintermediación) que exigen que los supervisores corran para mantenerse al día, en un equilibrio complejo entre fomentar la innovación y proteger la estabilidad y a los consumidores.

Un tercer desafío macroeconómico es la gestión de los flujos de capitales volátiles. En un mundo de tipos de cambio flexibles pero con frecuentes intervenciones esterilizadas, Colombia debe perfeccionar sus herramientas macroprudenciales (como los encajes sobre flujos de capital) para mitigar los efectos desestabilizadores de los paradas súbitas (sudden stops) o las entradas masivas de capital especulativo ('dinero caliente') que aprecian el peso y afectan la competitividad.

La lección más importante para el futuro es que la estabilidad no es un estado permanente, sino un logro frágil que requiere de instituciones sólidas, marcos regulatorios adaptativos y una vigilancia constante. La complacencia es el mayor enemigo de la estabilidad financiera.

### **Recomendaciones de política para las autoridades económicas**

1. Fortalecer la Arquitectura Macroprudencial: Se recomienda formalizar y dotar de mayores herramientas al Comité de Estabilidad Financiera, dándole un mandato claro para identificar riesgos sistémicos

acumulativos (como el sobreendeudamiento de los hogares o la concentración de crédito en sectores específicos) y la potestad para ordenar a la Superintendencia Financiera y al Banco de la República la implementación de medidas correctivas (aumentos de provisiones contracíclicas, incrementos en los requisitos de capital para exposiciones específicas).

2. Acelerar la Profundización del Mercado de Capitales: Las autoridades deben impulsar reformas estructurales que incentiven la emisión de instrumentos de deuda de largo plazo por parte de las empresas privadas y subnacionales.

Esto incluye reformas tributarias que no graven de manera desproporcionada los rendimientos de los bonos, la promoción de fondos de pensiones e inversionistas institucionales como anclas del mercado, y la simplificación de los procesos de emisión para hacerlos más ágiles y menos costosos.

3. Adoptar un Enfoque Proactivo en la Regulación Fintech: Se recomienda evitar una regulación asfixiante que mate la innovación, pero sí establecer un "sandbox regulatorio" bien supervisado donde las nuevas empresas puedan probar modelos bajo un marco de prueba y error controlado. La regulación debe orientarse por el principio de "misma actividad, mismo riesgo, misma regulación", garantizando competencia leal y protección equitativa al usuario, ya sea que el servicio lo preste un banco tradicional o una fintech.
4. Mantener el Rumbo en la Autonomía y Credibilidad del Banco de la República: En un mundo de creciente incertidumbre global, es imperativo resistir cualquier intento político de debilitar la independencia del Emisor o de ampliar su mandato para incluir objetivos múltiples y potencialmente contradictorios (como el crecimiento o el empleo).

La mejor contribución de la política monetaria al desarrollo es y seguirá siendo la provisión de un ancla nominal estable: una inflación baja, estable y predecible.

5. Fomentar una Mayor Educación e Inclusión Financiera de Calidad: Las políticas de inclusión deben trascender la mera apertura de cuentas y enfocarse en mejorar la alfabetización financiera de la población. Se recomienda trabajar conjuntamente entre el Ministerio de Educación, la SFC y Asobancaria para integrar conceptos financieros básicos en los currículos educativos y desarrollar campañas masivas de pedagogía sobre el uso responsable del crédito, el ahorro y los riesgos de la especulación.

En última instancia, el futuro del sistema financiero colombiano dependerá de su capacidad para preservar los logros institucionales conquistados con tanto esfuerzo, mientras se adapta con agilidad y prudencia a un panorama global y tecnológico en constante y acelerada transformación.





## Glosario

**Autonomía del banco central:** Principio institucional según el cual el banco central debe tener independencia operativa frente al poder ejecutivo y legislativo, especialmente en la formulación de la política monetaria y cambiaria, con el fin de garantizar estabilidad macroeconómica de largo plazo.

**Balanza de pagos:** Registro contable que resume todas las transacciones económicas de un país con el resto del mundo en un período determinado, incluyendo comercio de bienes y servicios, flujos de capital y variación de reservas internacionales.

**Bandas cambiarias:** Régimen intermedio en el que la moneda fluctúa dentro de un rango preestablecido alrededor de una paridad central. El banco central interviene para mantener la tasa de cambio dentro de esos límites, ajustando la liquidez o usando reservas internacionales.

**Bonanza cafetera:** Periodo de auge en los ingresos externos de Colombia producto de los altos precios internacionales del café. Estos

episodios han tenido un impacto decisivo en la disponibilidad de divisas, la política cambiaria y la orientación de la economía nacional.

**Convertibilidad:** Compromiso de un banco central de cambiar su moneda nacional por un activo de referencia (como oro o divisas fuertes) a una tasa fija. En Colombia, la convertibilidad se suspendió en 1931 con la Ley 48, al abandonarse el patrón oro.

**Crawling peg (devaluación gradual):** Sistema cambiario en el que la tasa de cambio se ajusta periódicamente en pequeñas proporciones, buscando evitar devaluaciones bruscas y mantener competitividad externa sin generar inestabilidad abrupta.

**Déficit fiscal estructural:** Desequilibrio persistente entre ingresos y gastos del gobierno que no obedece a choques temporales del ciclo económico, sino a factores permanentes de política pública o rigideces institucionales.

**Encaje marginal:** Porción de los depósitos adicionales que las entidades financieras deben mantener obligatoriamente en el banco central sin poder utilizarlos para otorgar créditos. Se

usa como instrumento de control monetario y de regulación de liquidez.

**Flotación administrada:** Régimen cambiario en el que la moneda fluctúa libremente según la oferta y la demanda, pero el banco central interviene ocasionalmente para suavizar la volatilidad excesiva o enfrentar episodios de inestabilidad.

**Intermediarios financieros autorizados:** Entidades reguladas por el banco central y la autoridad financiera que pueden participar legalmente en operaciones de compra y venta de divisas en el mercado cambiario oficial.

**Intervención esterilizada:** Operación del banco central en la que se compra o vende divisas en el mercado cambiario y simultáneamente se realizan operaciones de mercado abierto para neutralizar el impacto monetario de esas transacciones.

**Mercado de Certificados (*Certificate Market System*):** Mecanismo implementado en Colombia en la década de 1930 mediante el cual los exportadores recibían pesos a la tasa oficial, pero debían vender parte de sus divisas al Banco

de la República a un tipo de cambio preferencial. Funcionaba como un impuesto cambiario encubierto.

**Metas de inflación:** Esquema de política monetaria en el que el banco central anuncia públicamente un rango objetivo para la inflación y utiliza sus instrumentos (tasas de interés, encajes, intervención cambiaria) para mantener la variación de precios dentro de ese rango.

**Movilidad de capitales:** Grado en el cual los flujos de inversión y financiamiento pueden moverse libremente entre países sin restricciones legales o regulatorias. Alta movilidad implica mayor exposición a choques externos y volatilidad cambiaria.

**Opciones cambiarias:** Instrumentos financieros derivados que otorgan al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender divisas a una tasa preestablecida en una fecha futura. Son usados como mecanismos de cobertura frente al riesgo cambiario.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** Teoría económica según la cual los tipos de cambio entre dos monedas deben reflejar el

poder adquisitivo relativo de cada una, es decir, el precio de una canasta equivalente de bienes en distintos países.

**Patrón cambio oro (Gold Exchange Standard):** Sistema monetario en el cual una moneda nacional no se convertía directamente en oro, sino en divisas extranjeras que sí eran convertibles en el metal. Colombia aplicó este modelo tras la Misión Kemmerer en 1923.

**Patrón oro:** Sistema monetario internacional basado en la convertibilidad de las monedas en oro a un precio fijo. Fue la regla dominante hasta la Gran Depresión, cuando Colombia y muchos otros países abandonaron este esquema.

**Rédito cambiario:** Ingreso fiscal o cuasi fiscal que obtiene un gobierno o banco central mediante la diferencia entre el valor de compra de divisas en el mercado y el valor al cual son vendidas o asignadas, especialmente en contextos de controles múltiples de cambio.

**Reservas internacionales:** Activos en divisas y oro bajo custodia del banco central, que sirven para respaldar la estabilidad cambiaria, garantizar el pago de obligaciones externas y

generar confianza en los mercados internacionales.

**Shock externo / choque de términos de intercambio:** Evento imprevisto originado fuera de la economía nacional que altera significativamente las condiciones de comercio o financiamiento externo, como variaciones abruptas en los precios internacionales del petróleo o el café.

**Swaps cambiarios:** Contratos en los que dos partes acuerdan intercambiar divisas en el presente y revertir la operación en una fecha futura a una tasa pactada. El banco central los usa para proveer liquidez temporal en moneda extranjera.

**Trilema de Mundell-Fleming:** Principio de la macroeconomía internacional que sostiene que un país no puede tener simultáneamente un tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y política monetaria autónoma. Solo es posible elegir dos de estas tres metas.

**Tipo de cambio nominal y real:** El tipo de cambio nominal es la relación observable entre dos monedas. El tipo de cambio real ajusta esa

relación considerando la inflación relativa entre países, y refleja mejor la competitividad externa.





## **Bibliografía**

Avella, M. (2004). Historia del Banco de la República: 1923-2003. Banco de la República.

Bancóldex. Reporte de Impacto, (2010).

Avella Gómez, M. (2004). *El Banco de la República y la superación de la crisis cambiaria de los años treinta* (Borradores de Economía No. 302). Banco de la República.

Avella, M. (2018). *Historia del Banco de la República: 60 años de la Junta Directiva*. Banco de la República.

Banco de la República (Colombia). (1990). El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura. Bogotá: Banco de la República.

Banco de la República (2010). Informe de Estabilidad Financiera.

Banco de la República. (2023). *Reporte de Estabilidad Financiera*. Subgerencia de Estudios Económicos.

- Caballero Argaez, C. (2017). La misión Kemmerer a Colombia: 90 años. *Revista del Banco de la República*, 90(1074), 5-9.
- Caballero, C. (2018). *Historia económica de Colombia en el siglo XX*. Penguin Random House.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379–408.
- CEPAL (1984). Estudio económico de América Latina.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2010). La Reacción de los Gobiernos de las Américas frente a la Crisis Internacional.
- Currie, L. (1950). *Bases de un programa de fomento para Colombia*. Banco de la República.
- DANE, Gran Encuesta Integrada de Hogares, (2009-2010).
- DIAN. (2022). *Régimen Cambiario en Colombia*. Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales.

[https://www.dian.gov.co/Paginas/Control\\_Cambiarario.aspx](https://www.dian.gov.co/Paginas/Control_Cambiarario.aspx)

Eichengreen, B. (2022). COVID and the outlook for emerging markets. *Journal of Policy Modeling*, 44(4), 820-826.

Eichengreen, B. (2022). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System* (3rd ed.). Princeton University Press.

Fedesarrollo. (2021). Tendencia Económica No. 220. Editorial: Perspectivas de crecimiento y cuentas fiscales 2021-2022 Actualidad: Inminente ampliación del déficit de cuenta corriente. Bogotá: Fedesarrollo. Septiembre.

FMI. (2023). *World Economic Outlook: Navigating Global Divergences*. International Monetary Fund.

Fondo Monetario Internacional (2010). Colombia: Article IV Consultation Report.

Frankel, J. A. (2019). Systematic managed floating. *Open Economies Review*, 30(2), 255-295.

Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. En *Essays in Positive Economics* (pp. 157–203). University of Chicago Press.

Hernández, A. (2019). *El control cambiario en Colombia: rol de la DIAN y el Banco de la República*. Superintendencia Financiera de Colombia.

Informes del FMI sobre Colombia (1985-1986).

Kalmanovitz, S. (2017). *Nueva historia económica de Colombia*. Taurus.

Krugman, P. (1991). Target zones and exchange rate dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 669–682.

Meisel, A. (1990). La creación del Banco de la República y las transformaciones económicas de los años veinte. En A. Meisel & M. Ramírez (Eds.), *Ensayos de historia económica colombiana* (pp. 145–182). Fondo Editorial CEREC.

Ministerio de Hacienda, Memoria Fiscal de mediano plazo, 2009.

Ministerio de Vivienda, Informe de Gestión, 2009

Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485.

Ocampo, J. A. (2015). *Historia económica de Colombia* (5th ed.). Planeta.

Ocampo, J. A. (2015). Colombia en la Gran Depresión: Contenido y alcance de las políticas económicas. In J. A. Ocampo (Ed.), *Historia económica de Colombia* (5<sup>a</sup> ed., pp. 183-216). Fondo de Cultura Económica.

Palacios, M. (2002). \*El café en Colombia, 1850-1970: Una historia económica, social y política\* (4th ed.). Planeta.

Palacios, M. (2002). \*Entre la legitimidad y la violencia: Colombia 1875-1994\*. Editorial Norma.

República de Colombia. (1991). Reinhart, C. M., & Reinhart, V. R. (2008). *Capital flow bonanzas: an encompassing view of the past and present* (NBER Working Paper No. 14321).

República de Colombia. (1992). *Ley 31 de 1992. Por la cual se dictan las normas con las cuales se ejerce la actividad de la Banca Central.*

Rogoff, K. (1996). The purchasing power parity puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34(2), 647–668.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2020). \*Estatuto Orgánico del Sistema Financiero - EOSF (Decreto 663 de 1993

Superintendencia Financiera de Colombia. (2023). *Riesgo Cambiario en el Sistema Financiero*. Informe de Estabilidad Financiera.

Thorp, R. (1991). *Economic Management and Economic Development in Peru and Colombia*. Macmillan.

Urrutia, M. (2018). Historia del Banco de la República.

Urrutia, M. (2019). La política monetaria en Colombia: 25 años de metas de inflación. *Banco de la República*.

Williamson, J. (1965). *The crawling peg* (Princeton Essays in International Finance No. 50). Princeton University.





## **LOS AUTORES**

### **Darlin Alfonso Torres García**

Contador Público y Magíster en Derecho Tributario por la Universidad Externado de Colombia, formación que le ha otorgado una sólida comprensión de los marcos normativos, fiscales y cambiarios del país. Es además Especialista en Revisoría Fiscal y Auditoría, competencias que le han permitido desempeñarse como asesor de confianza en entidades del sector público y organizaciones privadas, aportando diagnósticos rigurosos y estrategias efectivas para el cumplimiento normativo y la optimización financiera.

En el ámbito de la educación superior, ha desarrollado una profunda vocación pedagógica. Durante más de doce años ha ejercido la docencia en diversas universidades colombianas, dictando asignaturas como Impuestos, Régimen Cambiario, Finanzas, Auditoría y Revisoría Fiscal. Su labor académica se distingue por articular la teoría con la práctica, promoviendo el pensamiento crítico y ético en la formación de los futuros

profesionales. Combina su experiencia profesional y docente con la investigación en materia tributaria y cambiaria.

Actualmente se desempeña como Gerente de la firma TRV Consulting Group S.A.S., desde donde lidera procesos de consultoría orientados al fortalecimiento empresarial y al cumplimiento efectivo de las obligaciones fiscales y cambiarias en distintos sectores económicos.

Es autor del libro *Tributación local y transporte de carga marítima internacional: caso del ICA en Buenaventura* y, junto con un grupo de docentes, investigadores y estudiantes del programa de Administración de Negocios Internacionales de la Universidad del Pacífico, presenta ahora su nueva obra titulada *La evolución de la intervención cambiaria en Colombia*, un análisis sobre el papel del Estado en la regulación del mercado cambiario nacional.

### **Alexander Micolta Sabid**

Economista, Especialista en Finanzas y con maestrías en Logística y Comercio Internacional,

Negocios y Derecho Marítimo y Gestión Portuaria (Shipping Business), y Gobierno. Ha complementado su formación con diplomaturas en Comercio Internacional y Diálogo Social entre Contrarios y Diversos. Cuenta con amplia experiencia docente en programas de pregrado, especialización y maestría, y está certificado como Oficial de Protección de Instalaciones Portuarias (Código ISPS).

A lo largo de su trayectoria, ha ocupado cargos de liderazgo en importantes empresas e instituciones nacionales e internacionales, con más de 29 años de experiencia en los sectores público y privado. Su gestión se ha caracterizado por la capacidad para estructurar, evaluar y desarrollar proyectos, elaborar planes de negocio y producir informes económicos y de mercado con enfoque estratégico.

Ha sido miembro activo de juntas directivas y consejos directivos, entre los que destacan:

Miembro de la Junta Directiva de la Sociedad Portuaria Terminal de Contenedores de Buenaventura – TCBUEN (2024–2026).

Miembro del Consejo Directivo de la Unidad de Acción Vallecaucana (2022–2026), Cali, Colombia.

Miembro de la Junta Directiva del Club Rotario Internacional – Buenaventura Pacífico (2018 a la fecha).

Su liderazgo y visión integral lo posicionan como un referente en temas de desarrollo portuario, comercio internacional y gestión estratégica.

### **Aida Rivas García**

Abogada, Especialista en Derecho Administrativo y en Derecho Comercial, con trece años de experiencia en el ejercicio profesional. A lo largo de su trayectoria, se ha desempeñado en diferentes cargos dentro de entidades públicas y privadas, aportando su conocimiento en materia jurídica y su compromiso con la ética profesional. Actualmente ejerce como Directora Jurídica de una reconocida firma de abogados y como docente universitaria, donde combina la práctica jurídica con la formación de nuevas generaciones de profesionales del derecho.