

CAPÍTULO 2

Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023

*Carlos Caballero Argáez y Pilar Esguerra Umaña***

2.1 INTRODUCCIÓN

Las ideas sobre la tasa de cambio como el instrumento de enlace de una economía con el mundo exterior evolucionaron notablemente a lo largo de los cien años de historia del Banco de la República en Colombia. En la medida en que se sucedieron los acontecimientos económicos y políticos en el mundo, las teorías de la tasa de cambio fueron ajustándose e influyendo sobre el pensamiento de los economistas. De hecho, hay quienes consideran que el caso de la tasa de cambio es indicado para estudiar “si las ideas influyen los eventos o los eventos influyen las ideas” (Krueger, 1983, p. 1).

La historia de la política de tasa de cambio en Colombia a partir de la fundación del Banco de la República responde claramente al planteamiento anterior. Es muy interesante. El profesor Edwin Kemmerer, quien presidió la Misión que lleva su

* Carlos Caballero-Argáez: profesor titular de la Universidad de los Andes. Exministro y exdirector del Banco de la República. Pilar Esguerra Umaña: Directora del Departamento de Comunicación y Educación Económica del Banco de la República.

** Agradecemos a Leonardo Villar y a Joaquín Bernal por sus amables comentarios y enriquecedores aportes para el desarrollo de este ensayo. Asimismo, agradecemos a Luis Eduardo Castellanos por sus comentarios y asistencia técnica en el manejo de las variables macroeconómicas presentadas en el capítulo.

nombre y asesoró al Gobierno colombiano en 1923 en la creación del Banco, era un defensor de las bondades del régimen del *patrón oro*, de fijar el contenido de oro de la unidad monetaria y de la paridad cambiaria como la relación entre el peso-oro y el dólar que mantenía el equilibrio de la balanza de pagos. El patrón oro se consideraba indispensable, además, en una coyuntura internacional en la cual los países desarrollados intentaban regresar a ese sistema cambiario para reencontrar la estabilidad perdida durante la Primera Guerra Mundial. El Banco de la República adoptó en su ley orgánica el patrón oro, y “fue uno de los primeros en marcar el auge de adhesión internacional al régimen monetario” (Avella, 2016, p. 73).

La Gran Depresión, desatada en el mundo tras el colapso en 1929 de la Bolsa de Nueva York, trajo consigo una enorme inestabilidad económica caracterizada por los flujos de oro hacia Estados Unidos, las devaluaciones competitivas de los países, el cierre de las economías mediante la imposición de altas tarifas arancelarias y, consecuentemente, la reducción del volumen y el valor del comercio internacional. En estas circunstancias, el 21 de septiembre de 1931 Gran Bretaña suspendió la operación del patrón oro. A la semana siguiente, Colombia procedió en igual sentido y estableció un régimen de controles cambiarios. La tasa de cambio se mantuvo sin alteraciones por unas semanas y se exigió a los bancos depositar sus exigencias de oro en el Banco de la República. En enero de 1932 se ajustó el tipo de venta del dólar a COP 1,05, tasa que subsistió hasta febrero de 1933 cuando finalmente se devaluó el peso a 1,16 por dólar y se puso fin al que se denominó *régimen de patrón oro controlado*, que había estado vigente desde septiembre de 1931.

Bajo diferentes modalidades, variantes y ensayos, el régimen de una tasa de cambio semilibre –parte fija, parte fluctuante y, en algunos momentos, libre con controles cambiarios–, habría de mantenerse durante la mayor parte del siglo. Las autoridades colombianas hicieron gala de creatividad y pragmatismo para acomodarle a las cambiantes condiciones de una economía cuyo sector externo dependió fundamentalmente del comportamiento de los precios internacionales del café. Por ejemplo, en 1933 se estableció que un 85 % de las transacciones de divisas se realizarían en el mercado libremente y el 15 % se venderían al Banco de la República a una tasa fija; en 1934 no solamente se introdujo el concepto de *posición propia* de los bancos comerciales, sino que se dispuso que contra el 85 % de las divisas recibidas se entregarían certificados de depósito que podrían utilizarse para efectuar pagos al exterior o venderse en el mercado abierto. Estos títulos serían los precursores de los certificados de cambio utilizados una y otra vez como instrumento, particularmente en 1977 para facilitar el manejo monetario cuando el país

registró una elevación extraordinaria de precios internacionales del café. Y, desde luego, una muestra de ese pragmatismo colombiano en el manejo cambiario fue la adopción de una tasa fija que se devaluaba diariamente, el *crawling peg*, instaurada mediante el Estatuto Cambiario en 1967, que se mantuvo hasta 1991 y demostró su eficacia para hacer frente a situaciones de crisis cambiarias y la dificultad para afrontar las de auge externo, como la bonanza de 1977-1978.

Colombia ha mantenido una relación estrecha con el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde su fundación, a raíz de la reunión de Bretton Woods en 1944, en la cual estuvo representada por una delegación que presidió el exministro de Hacienda Carlos Lleras Restrepo, hasta nuestros días. En cumplimiento de los acuerdos alcanzados en dicha reunión, Colombia informó al Fondo en 1945 que la tasa de cambio de paridad para su economía era de COP 1,75 por dólar, una tasa que se había mantenido bastante estable desde antes de la Segunda Guerra Mundial y gracias a la cual se consideraba se obtendría el equilibrio de la balanza de pagos del país.

La teoría de la tasa de cambio de ese momento indicaba que la tasa debería ser, precisamente, la que lograra el equilibrio de las cuentas externas de un país por un periodo prolongado de tiempo. El FMI adoptó en sus comienzos la doctrina de que las tasas de cambio serían fijas, pero podrían ajustarse cuando la economía enfrentara un *desequilibrio fundamental*, caracterizado por un déficit considerable y persistente de su balanza de pagos. En los programas de los países con el Fondo se contemplaba la existencia de ese desequilibrio y, para su corrección, se recomendaban una serie de medidas de política económica junto con la aprobación de préstamos de balanza de pagos por parte de la entidad, para que los países estuvieran en capacidad de mantener el nivel de su comercio exterior.

Entonces, desde 1948 Colombia comenzó a recibir misiones de estudio del FMI y asesoría para superar sus permanentes déficits externos, si bien no en todos los casos la relación dio lugar a créditos de balanza de pagos para el país, ni se adoptaron sus recomendaciones. El Fondo siempre buscó, por ejemplo, que Colombia eliminara las tasas de cambio múltiples que hacían muy complejo el manejo de la política económica, propósito que solamente se logró en 1968. Fue evidente, en sus análisis, que el manejo de la tasa de cambio dependía de la política fiscal y de la política monetaria, y que, mientras no se lograra la estabilidad en estos frentes y dejara el Banco de la República de financiar al Gobierno Nacional y a la Federación Nacional de Cafeteros, sería imposible evitar las crisis cambiarias y las correspondientes devaluaciones del peso.

Esta fue la situación que se vivió a partir de la caída de los precios del café en 1955, después de la bonanza de 1954, que daría lugar a una conducción de *pare y siga*, reflejada en que los esfuerzos de estabilización resultaban infructuosos y pronto se abandonaban, por lo que se caía en un desajuste que desaceleraba la economía. Así lo reconoce la historiadora del FMI Margaret Garritsen de Vries, cuando describe la experiencia colombiana y su relación con el Fondo entre 1950 y 1965: [este periodo] “muestra la turbulencia de la economía y las dificultades del país para combinar los esfuerzos de estabilización con los esfuerzos de desarrollo” y, que solamente “en 1966 y 1967 cuando las autoridades colombianas serían capaces de llevar a cabo un plan exitoso de estabilización y una devaluación de la tasa de cambio” (Garritsen de Vries, 1987, p. 76).

La más aguda de las sucesivas crisis cambiarias fue precisamente la de mediados y finales de 1966, cuando, ante el incumplimiento en lo acordado con el FMI, en noviembre de 1965, se cerraron las fuentes multilaterales de crédito externo para el país y el Fondo consideró que debería procederse a una nueva devaluación del peso; esto generó una fuerte tensión con el Gobierno que había iniciado labores en agosto de 1966. El presidente Carlos Lleras Restrepo optó por establecer un estricto control de cambios, poner fin al programa de liberación de importaciones vigente y expedir, en marzo de 1967, un nuevo Estatuto Cambiario mediante el Decreto-Ley 444 de 1967, dictado en uso de facultades extraordinarias otorgadas por el Congreso al Gobierno.

El Estatuto Cambiario dotó a las autoridades de reglas claras y estables para conducir la relación económica con el exterior, y constituyó un hito muy importante en la historia de la economía colombiana de la segunda parte del siglo XX. A partir de sus disposiciones, los distintos gobiernos, la Junta Monetaria –que se creó en 1963– y el Banco de la República hicieron frente a choques externos sobre la economía, de bonanza y de crisis, como sucedió tanto en los años 1970, al sobrevenir el alza extraordinaria de los precios del café, como en la década del ochenta, cuando se desató la crisis de la deuda externa de América Latina y Colombia enfrentó un severo desajuste macroeconómico. Para resolverlo, sin reestructurar la deuda externa, devaluó la tasa de cambio dentro del régimen de las *minidevaluaciones* y acudió al FMI con el cual acordó un programa de *monitoría* de la economía que le abrió las puertas de la banca privada internacional para financiar las necesidades de inversión del país.

La primera mitad de los años 1990 fue testigo de cambios institucionales muy profundos en Colombia. La Constitución de 1991 ordenó la modificación de la estructura del Banco de la República y de sus competencias. Desde ese momento

el Emisor ha podido desarrollar sus funciones de banco central con autonomía e independencia de los gobiernos de turno, gracias a lo cual ha obtenido, con mayor eficacia, resultados en materia macroeconómica, tanto en el control de la inflación como en la formulación de políticas anticíclicas; esto sería de gran utilidad en los años que vendrían para responder al impacto de choques externos de diferente índole sobre la economía.

Los cambios de principios de los años noventa incluyeron la continuación del proceso de apertura comercial iniciado en la administración de Virgilio Barco (1986-1990) y la expedición de la Ley 9 de 1991 que derogó el Estatuto Cambiario de 1967 y otorgó “amplios poderes al Banco de la República para determinar las reglas aplicables a las transacciones de divisas, a los controles de capital y al régimen cambiario” (Edwards y Steiner, 2008, p. 144). A partir de esta norma, el régimen cambiario dependería de las decisiones adoptadas por la Junta del Banco de la República para responder a las circunstancias de cada coyuntura. Y, en efecto, entre 1991 y 1993,

el Banco de la República adoptó diversas regulaciones que eliminaron virtualmente su monopolio sobre las transacciones de divisas, redujeron en gran medida el alcance de los controles de capital e implementaron un régimen cambiario de flotación al interior de una banda. (Edwards y Steiner, 2008, p. 144)

En 1991 se llevaron a cabo, entonces, de manera simultánea, procesos de liberación comercial y de capitales, lo cual impondría nuevas exigencias a la autoridad: la trayectoria de la tasa de cambio no solo dependería de los movimientos comerciales sino, también, de los movimientos de capitales. Se haría más difícil mantener la tasa de cambio en un nivel en el cual las exportaciones fueran competitivas, así como la conducción de la política monetaria. En junio de 1991, el sistema de las minidevaluaciones, o *crawling peg*, dejó de existir. Inicialmente, se adoptó una banda de flotación *sucia* determinada por el descuento del certificado de cambio en el momento de su recompra inmediata por parte del Banco de la República. Esta primera banda se mantuvo hasta enero de 1994 cuando se adoptó formalmente un sistema de banda cambiaria dentro de la cual la tasa de cambio flotaba libremente, con una revaluación del centro de la banda, motivada, en gran parte, porque en julio de 1993 se había declarado la comercialidad de los yacimientos de petróleo de Cusiana y Cupiagua, en el piedemonte de los Llanos Orientales, lo cual auguraba una gran bonanza petrolera para el país en los años siguientes.

Entre enero de 1994 y septiembre de 1999, cuando se eliminó, la Junta del Banco de la República introdujo varias modificaciones en la banda, a raíz de los choques externos de 1997 y 1998, en momentos en los cuales se registraba un enorme déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en Colombia, que cambiaron severamente los fundamentales en la economía. La defensa del techo de la banda implicó una pérdida abultada de reservas internacionales; por esta razón, en una situación de cierre de los mercados internacionales de capital y de pérdida de credibilidad con respecto a la sostenibilidad de la política económica, las autoridades decidieron acercarse al FMI para negociar un Acuerdo de Facilidad Extendida. Una condición para la aprobación de este programa fue la eliminación de la banda cambiaria y dejar flotar libremente la tasa de cambio. Así se hizo y el Directorio del Fondo aprobó en diciembre de 1999 el Acuerdo, por tres años, con recursos de crédito hasta por USD 2.700 millones y tres años de vigencia. En retrospectiva, es claro que las bandas cambiarias de los años 1990 representaron una transición hacia la flotación de la tasa de cambio.

El nuevo siglo se inició bajo el esquema de la *inflación objetivo* y flexibilidad cambiaria, el Banco de la República recuperó su autonomía en el manejo monetario al utilizar como instrumento la tasa de interés. Estos mecanismos iban a facilitar la ejecución de políticas anticíclicas, como lo hizo exitosamente al enfrentar el impacto de la crisis financiera internacional de 2008-2009 –la Gran Recesión– sobre la economía colombiana. En efecto, aunque la actividad productiva se desaceleró notoriamente después del importante ritmo de crecimiento entre 2004 y 2007, no se registró una contracción del producto interno bruto (PIB), como sí ocurrió en otros países de la región. De igual manera, al sobrevenir el colapso del precio del petróleo entre 2014 y 2019, el peso se depreció en cerca de 70 % en un periodo de dieciocho meses y, si bien el Banco de la República intervino en el mercado para moderar el impacto de la devaluación sobre las expectativas de inflación, la economía se estabilizó satisfactoriamente desde 2017.

A comienzos de 2020, Colombia recibió un choque externo de diferente índole, el de la pandemia del coronavirus, que obligó al Gobierno y a la Junta del Banco de la República a adoptar medidas drásticas durante ese año, con consecuencias profundas sobre la economía por los impactos simultáneos sobre la oferta y la demanda agregadas. El PIB se contrajo 7 % en 2020, el déficit fiscal cerró el año en 7,8 % del PIB y la deuda pública ascendió al 60,5 % del PIB. La tasa de cambio se devaluó rápidamente en los primeros meses de la pandemia, pero luego bajó y registró una caída de 12,4 % en el año, gracias al conjunto de medidas de la Junta del Banco que incorporaron las lecciones aprendidas en veinte años de flexibiliza-

ción cambiaria. En septiembre de 2020, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un incremento en la línea de crédito flexible con la cual contaba el país desde 2010, lo que contribuyó a despejar el espectro de una crisis cambiaria.

Como ha ocurrido en el resto del mundo, en Colombia la fuerte recuperación de la economía en 2021 y 2022 se ha visto acompañada de un fenómeno inflacionario, debido a los incrementos del gasto tanto público como privado, la expansión de la demanda y la disrupción de las cadenas de suministro. Al mismo tiempo, en los últimos meses de 2022 y los primeros de 2023, la tasa de cambio se devaluó debido a las alzas en las tasas de interés internacionales y a la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía colombiana.

En las circunstancias del primer semestre de 2023, existe evidencia suficiente de que solamente en casos muy específicos y coyunturales son efectivas las intervenciones del Banco de la República en el mercado. Y, más importante, que el régimen cambiario y la tasa de cambio flexible no son objeto de cuestionamiento ni por los empresarios, ni por los políticos, ni por la opinión pública. Es como si después de tantos años de una historia compleja de manejo cambiario, signada por la amenaza de un déficit estructural de la balanza de pagos sin fuentes suficientes de financiamiento externo, se hubiera encontrado el régimen cambiario apropiado para las condiciones del país.

Este trabajo describe y analiza los distintos regímenes cambiarios y las variantes que estuvieron vigentes en Colombia en los últimos cien años. Una conclusión es que la mayoría de las modalidades conocidas para el manejo de la tasa de cambio — si no todas— fueron utilizadas en el país en alguna de las coyunturas de la historia de la economía. Con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial, particularmente en la fase de precios bajos del café (después de la bonanza de 1954) y hasta 1967, se registró un alto grado de inestabilidad en el manejo cambiario, con una enorme dificultad para estabilizar la economía, lo cual dependió de la interacción entre las medidas cambiarias y los ajustes monetarios y fiscales. Cuando se procedió sin acudir a estas políticas complementarias de estabilización no se tenía éxito e, inevitablemente, en corto tiempo se desembocaba en devaluaciones abruptas del peso.

La adopción del Estatuto Cambiario en 1967 con un esquema controlado, pero más flexible como el de las *minidevaluaciones*, contribuyó sustancialmente a la estabilidad cambiaria, aunque, aun así, los instrumentos a disposición de las

autoridades eran limitados, lo mismo que las posibilidades para implantar políticas contracíclicas cuando la economía enfrentaba choques externos de una u otra índole, negativos o positivos. Esta posibilidad solamente se abrió cuando, después del de transición entre 1991 y 1999, el país optó en este último año por un sistema cambiario de flexibilidad total, que es el vigente en 2023, y pudo concretarse tras asimilar las múltiples lecciones de los aciertos y los errores de las décadas anteriores.

En la sección 2.2 se hace un recuento del funcionamiento del régimen de patrón-oro instaurado al crearse el Banco de la República en 1923 bajo los lineamientos del profesor Edwin Kemmerer. En las secciones 2.3 y 2.4 se trata el manejo cambiario durante la Gran Depresión hasta finales de 1931, cuando se abandonó parcialmente el patrón oro y se adoptó, por primera vez, un sistema de control de cambios y, posteriormente, la trayectoria hasta 1939 cuando estalló la Segunda Guerra Mundial durante la cual, ante la imposibilidad para importar, el país experimentó por primera vez un crecimiento veloz de las reservas internacionales, parte de las cuales se consideraron *sobrantes*, como se analiza en la sección 2.5. En la sección 2.6 se narran los acontecimientos de la posguerra hasta 1955, periodo en el cual se introdujeron importantes reformas institucionales que permitieron a la economía integrarse de mejor forma con el exterior; en este periodo se inició una relación muy estrecha con el Fondo Monetario Internacional que se ha mantenido, con diferentes grados de intensidad, hasta 2023. En la sección 2.7, el trabajo se detiene en el *pare y siga* del trayecto entre 1956 y 1962, caracterizado por la crisis cambiaria permanente y la dificultad para estabilizar la economía.

En la sección 2.8 se describe la profundización del desequilibrio macroeconómico en los cuatro años siguientes durante el periodo presidencial de Guillermo León Valencia. En la sección 2.9 se analizan los cambios introducidos por la expedición del Decreto 444 de 1967, el Estatuto Cambiario, y su manejo hasta 1975 cuando el alza de los precios internacionales del café condujo a una bonanza externa sin precedente en el país, para considerar, en la sección 2.10, la forma como se manejó la tasa de cambio durante los años de la bonanza y los que le siguieron a finales de la década del setenta y principios de la del ochenta. Se evidenció, entonces, que el régimen del Decreto 444 funcionaba mejor en épocas de bajos precios de café que durante las bonanzas. Este concepto se confirma en la sección 2.11, donde se analiza cómo Colombia enfrentó la estabilización macroeconómica entre 1982 y 1986 durante la crisis de la deuda externa latinoamericana.

En la sección 2.12 se hace referencia a las reformas económicas de principios de los años noventa, al marco legal que reemplazó el Decreto 444 de 1967, a los

cambios institucionales de la Constitución de 1991 y a la autonomía del Banco de la República en el manejo cambiario. Lo anterior, junto con el análisis de la evolución del régimen cambiario entre 1991 y 1999 cuando se adoptó la flexibilidad cambiaria, que está vigente al conmemorarse los cien años del Banco de la República, y que probó ser adecuada para el manejo de los choques externos en lo corrido del siglo XXI (sección 2.13). En la sección 2.14, se aborda la reacción del Banco de la República ante el impacto de la pandemia del coronavirus en 2020, la recuperación de 2021 y 2022, y el surgimiento del nuevo reto para las autoridades por la elevación de la inflación que trajo consigo la pospandemia.

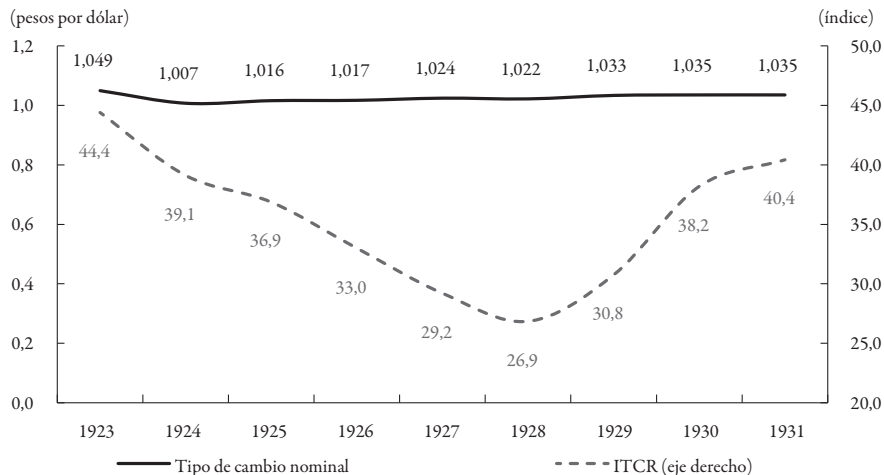
2.2 EL PATRÓN ORO: BONANZA EXTERNA Y CRISIS ECONÓMICA

El Banco de la República se creó mediante la aprobación de la Ley 23 de 1923 en pleno auge del régimen del patrón oro, que obligaba al Banco a convertir a la vista los billetes por el metal. Esta ley desarrolló una versión ortodoxa del patrón oro, del cual el profesor Edwin Kemmerer, quien presidió la Misión que llevó su nombre para asesorar al Gobierno en la creación de un banco central en Colombia, era un convencido de sus bondades, en un mundo que regresaba a dicho patrón luego de la Primera Guerra Mundial¹. Por esta razón, durante el periodo 1923-1931 la tasa de cambio era fija y cualquier desajuste se traduciría en una disminución o un aumento de las reservas del metal o de divisas intercambiables por este que, a su vez, determinaban el circulante de la economía. En este periodo específico el país gozó de relativa estabilidad cambiaria y gran crecimiento económico. En estos años, el dólar fluctuó entre COP 1,010 y COP 1,035 por dólar; es decir, se mantuvo relativamente estable.

La política cambiaria no fue, sin embargo, únicamente responsabilidad del Banco de la República o de su junta durante los años veinte y en los años que siguieron hasta 1951. Esta responsabilidad se compartía con el Congreso, el cual fijaba el contenido de oro del peso colombiano, que en un comienzo fue de 1,5977 gramos (Ley 110 de 1912, Código Fiscal). El Banco se encargaba de que el tipo de cambio se mantuviera estable, mediante compras o ventas de dólares u oro, pero la paridad era responsabilidad del Congreso (Gráfico 2.1).

¹ El grado de ortodoxia estaba determinado sobre la facilidad por intercambiar los billetes por oro.

GRÁFICO 2.1
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
1923-1931



Fuente: elaboración de los autores.

La década del veinte fue la de mayor crecimiento económico del siglo XX en Colombia, en especial entre 1923 y 1929. Hubo una bonanza externa por el precio alto del café, el ingreso de la indemnización por la pérdida de Panamá pagada por Estados Unidos y por la apertura del endeudamiento externo tanto para el Gobierno Nacional como para las principales ciudades y algunos departamentos del país (Gráfico 2.3). La cuenta comercial y la corriente de la balanza de pagos fue deficitaria en la mayor parte de estos años, a diferencia de lo ocurrido en otros países de América Latina (Gráfico 2.2). Esto ocurrió gracias a que el ingreso de la indemnización y de los créditos del exterior permitieron financiar el desequilibrio externo. En 1930 y 1931 el PIB se contrajo por los efectos de la depresión mundial tras el colapso de la Bolsa de Nueva York en octubre de 1929, tal como se observa en el Cuadro 2.1 y el Gráfico 2.2.

CUADRO 2.1
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1923-1931

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR (1994 = 100)	(3) CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	(4) RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCENTAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	(8) BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	(9) IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1923	1,049	44,41	13,17	7,00	-1,13	7,2	18,8	4,6	64,1
1924	1,007	39,12	3,88	23,00	3,37	9,0	24,9	-0,5	61,8
1925	1,016	36,88	5,41	36,00	-1,50	10,1	27,6	1,9	95,7
1926	1,017	33,00	9,55	43,00	-1,20	12,5	28,5	-6,8	121,9
1927	1,024	29,21	9,01	44,00	-2,81	11,9	25,1	1,8	135,9
1928	1,022	26,86	7,35	65,00	-2,24	7,3	27,3	-7,6	158,9
1929	1,033	30,77	3,60	38,00	-1,23	-11,7	22,8	-7,1	137,0
1930	1,035	38,21	-0,86	27,00	4,56	-21,7	17,2	-6,2	68,0
1931	1,035	40,44	-1,60	14,00	7,04	-13,39	15,55	1,83	44,42

(1) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado-Banco de la República.

(2) Fuente: del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994 = 100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales Indicadores Económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: de precios Greco, Pmatyev (Greco, 1999).

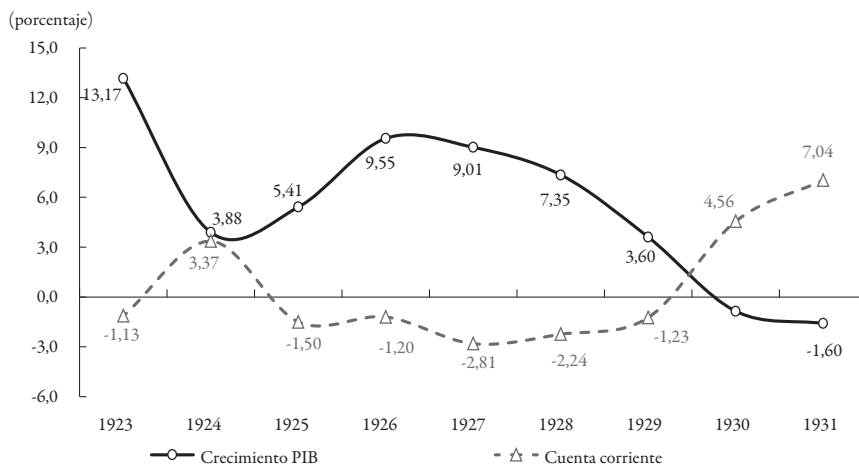
(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*. Múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*. Múltiples números.

(9) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

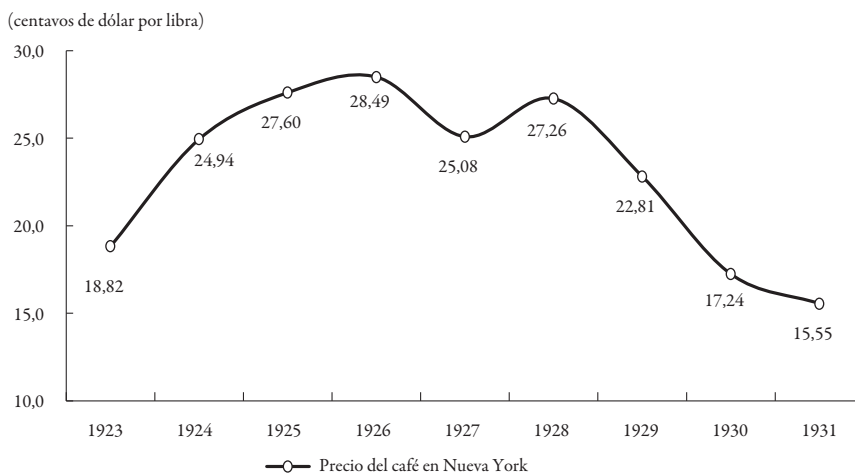
Los activos internacionales del Banco de la República aumentaron de USD 3 millones en julio de 1926 a USD 46 millones en diciembre de ese mismo año. En agosto de 1928 alcanzaban USD 67 millones. A partir de entonces, comenzaron a disminuir hasta 1932. Por su parte, el endeudamiento externo del país llegaba a USD 59 millones cuando se cerró el crédito externo a finales de 1928.

GRÁFICO 2.2
CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE
1923-1931



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.3
PRECIO INTERNACIONAL DEL CAFÉ
1923-1931

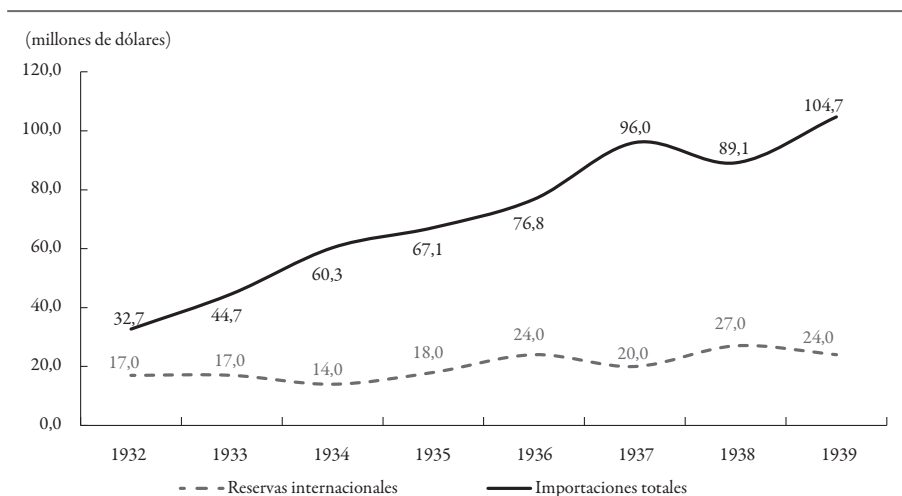


Fuente: elaboración de los autores.

2.3 1932-1933: PATRÓN ORO “CONTROLADO”

Se consideraba entonces que la tasa de cambio debía ser la que se denominaba *de paridad*, aquella que asegurara el equilibrio de las cuentas externas². Sin embargo, la situación internacional comenzó a cambiar en 1929 cuando la caída de la bolsa en octubre en Nueva York marcó el inicio de la Gran Depresión. Las autoridades se vieron obligadas a reaccionar a una mayor demanda por dólares y de oro, y a menores ingresos de capital externo, principalmente préstamos, cuando se cerraron los mercados de crédito. El Banco vio que sus reservas disminuían rápidamente en la medida que mantenía la tasa (Gráfico 2.4). Hacia final del año, la disminución de las reservas se aceleró y continuaría durante todo 1930 y 1931. Las importaciones cayeron desde 1929 pero, como aún se registraban ventas de café, la balanza comercial siguió siendo positiva hasta 1930. Sin embargo, hubo una presión permanente sobre la tasa de cambio desde junio de 1928.

GRÁFICO 2.4
RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES
1932-1939



Fuente: elaboración de los autores.

² La tasa de paridad se consideraba aquella que permitía equilibrar la balanza de pagos.

En septiembre de 1931, el Reino Unido abandonó el patrón oro y Colombia hizo lo propio; estableció un control al comercio de oro y sobre los cambios internacionales (suspendió el cambio de billetes por oro)³. Las autoridades decidieron, entonces, fijar la tasa de cambio en COP 1,02 por dólar y dejaron de suministrar oro y divisas en grandes cantidades⁴. El control de cambios exigió que todas las divisas y el oro de las exportaciones se entregaran al Banco de la República. Estas restricciones se acompañaron de una serie de instrumentos orientados a racionar las importaciones.

En 1930 se realizó la segunda Misión Kemmerer que oficializó la reducción del encaje de oro sobre billetes. Adicionalmente, por recomendación de esta, se incrementó la tasa de redescuento en 1932. Las reservas internacionales, sin embargo, continuaron disminuyendo al caer de USD 27 millones en diciembre de 1930 a USD 20 millones en agosto de 1931 y a USD 15 millones en el siguiente mes. A pesar de estos acontecimientos, durante todo este periodo las autoridades colombianas (y las de otros países) consideraban que los desajustes externos eran temporales. Existía la firme creencia de que se regresaría a tiempos más normales con el pleno funcionamiento del patrón oro, flujos de capital y mayor libertad cambiaria.

La tasa de cambio que se fijó en 1931 se mantuvo hasta el 12 de enero de 1932 cuando se elevó de COP 1,02 a COP 1,05, en el marco de lo que denominarían las autoridades de la época el patrón oro “controlado”⁵ (Cuadro 2.2). Esta devaluación fue tímida y tuvo mucha oposición de los cafeteros, quienes presionaban para liberar el cambio. El 7 de marzo de ese mismo año dichas presiones resultaron en que las autoridades aprobaron una prima del 10% a las ventas de café, lo que representaba un subsidio fiscal al sector cafetero por un año. La prima se otorgaba por toda letra girada sobre café exportado, mediante un bono con tasa

³ En el periodo 1929-1931 hubo movimientos importantes entre los tenedores de oro en el mundo. Argentina y Brasil abandonaron el patrón oro en 1929.

⁴ Mediante las leyes 99 y 119 de 1931 se dieron facultades extraordinarias al Gobierno para suspender el comercio del oro. Esto incluía el control de cambios y giros al exterior por parte de la recién creada Oficina de Cambios. También se impuso la obligación a los bancos comerciales de depositar en el Banco de la República sus existencias de oro y la venta obligatoria de los giros originados en las exportaciones. Se controlaron las importaciones y se prohibieron las de artículos de lujo. También se aumentó el arancel que explícitamente buscaba proteger a la industria, el aumento de los ingresos fiscales y defender las reservas internacionales (Decreto 2194 de 1931; Avella, 2016). El gerente del Banco consideró, en ese momento, que estas medidas eran violentamente proteccionistas y debían abolirse una vez se normalizara la situación que las había originado.

⁵ Véase la Memoria del ministro de Hacienda Esteban Jaramillo correspondiente a 1931.

de interés de 6 %, redimible un año después como pago de impuestos nacionales, bono que podía ser comprado por el Banco y vendido en mercado abierto. Con esta medida se inauguraría, en la práctica, el sistema de tipos de cambio múltiple en Colombia que duraría varias décadas más. La prima cafetera estuvo vigente hasta febrero de 1933.

CUADRO 2.2
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1932-1939

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR (1994 = 100)	(3) CRECI- MIENTO PIB (PORCEN- TAJE)	(4) RESERVAS INTERNA- CIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCEN- TAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	(8) BALANCE PRESU- PUESTAL (MILLONES DE PESOS)	(9) IMPOR- TACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1934	1,626	60,02	6,29	14,00	5,06	16,9	13,7	3,60	60,31
1935	1,783	68,81	2,44	18,00	2,03	-2,2	10,26	3,17	67,12
1936	1,752	62,22	5,29	24,00	1,83	10,2	11,26	1,18	76,75
1937	1,768	57,88	1,56	20,00	1,09	12,4	11,61	6,49	95,98
1938	1,788	56,81	6,51	27,00	0,25	0,9	10,97	-0,36	89,10
1939	1,752	52,78	6,13	24,00	-0,37	4,4	11,66	4,00	104,69

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: inflación índice de precios Greco (1999).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: Principales Indicadores Económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

Todo lo anterior se acompañó con el control de los pagos externos que inició el 31 de octubre de 1931 y se extendió hasta 1935. Fue un proceso prolongado de moratoria de la deuda externa de Colombia; es decir, no se trató de una declaración única y tajante, sino de múltiples incumplimientos y declaraciones

formales a lo largo de un quinquenio. En diciembre de 1931 se formuló un plan que permitía una suspensión temporal de las amortizaciones sobre la deuda externa, y los intereses de deudas no amparadas bajo las garantías gubernamentales quedarían a cargo del Gobierno Nacional. No obstante, en mayo de 1932 declaró su incapacidad para hacer los pagos relacionados con el acuerdo, incluyendo los intereses sobre la deuda nacional y sobre la deuda pública garantizada por el Banco Agrícola Hipotecario⁶ (Avella, 2003).

El 25 de febrero de 1933 se hicieron nuevas modificaciones cambiarias al incrementarse a un 11 % la prima cafetera y devaluarse el peso a 1,16 por dólar. En marzo, Estados Unidos embargó el oro y estableció el control de cambios. Por efecto de estas medidas se devaluó el dólar con respecto a la libra esterlina y el franco. El Banco de la República mantuvo la tasa en COP 1,16 por considerar que la devaluación del dólar y el alza de la cotización del café estimulaban la exportación del grano. En ese mismo mes de marzo de 1933 se consideraba inevitable la guerra con el Perú y en septiembre, ante la demanda de los giros al exterior, tuvo lugar una nueva alza del dólar, la tasa de cambio del peso pasó a COP 1,26 con lo cual se registró una devaluación del 20 % en seis meses.

2.4 1933-1939: CAMBIO SEMILIBRE

El 25 de septiembre de 1933, se promulgó una Resolución de la Junta Directiva del Banco que mantuvo la obligatoriedad de vender los giros al Banco. Sin embargo, se haría en un esquema con más tasas múltiples: un 85 % de los giros se venderían al Banco a una tasa acordada por el mercado y un 15 % a una tasa fija de 1,13/dólar. Este último 15 % se destinaría a las compras del

⁶ Avella (2003), adicionalmente, anota: “Una medida posterior se expidió en marzo de 1933, según la cual, dadas las tensiones financieras creadas por el conflicto fronterizo con el Perú, el servicio de intereses sobre la deuda nacional y sobre las obligaciones del Banco Agrícola Hipotecario tenía que ser suspendido. Sin embargo, a los acreedores se les ofreció una vía alternativa para el pago de los intereses causados en 1933 y 1934. Los cupones causados en 1933 se pagarían así: una tercera parte en efectivo, y dos terceras partes en certificados de intereses diferidos que no devengaban intereses, y cuya maduración se alcanzaría el 1 de octubre de 1937. Los cupones causados en 1934 se pagarían mediante la emisión de certificados (*funding certificates*) del 4 % a vencerse el 1 de enero de 1946. Para concluir, se otorgaron autorizaciones para entrar en futuras negociaciones con acreedores externos” (p. 4).

Gobierno. De esta manera se hizo más complejo el sistema de cambio con tres tasas diferenciales⁷.

La estabilidad cambiaria no se mantuvo por mucho tiempo. La tasa fluctuante continuó al alza en ese marco más flexible y la tasa llegó a COP 1,50 en octubre de 1933. Durante todos estos meses, el Banco de la República ofrecía y compraba dólares a la tasa semilibre y con ello ayudaba a regular el mercado cambiario. Este era solo parcialmente controlado: el tipo fijo se combinaba con el tipo fluctuante de mercado aplicado a todas las divisas, menos las del Gobierno. De esta manera, el Banco tenía control sobre las divisas transadas, pero sin la presión de sostener un determinado nivel de tipo de cambio⁸. Sin embargo, las reservas continuaron descendiendo porque era menos lo que compraba que lo que vendía, y en varios episodios el Banco tuvo que suspender las ventas. En diciembre de 1933, la tasa de cambio fluctuante estaba en COP 1,5 por dólar y continuó subiendo en 1934 hasta alcanzar COP 1,82 por dólar en agosto. En los siguientes meses bajó un poco y luego fluctuó entre COP 1,5 y COP 1,8 por dólar, hasta que en octubre de 1936 alcanzó la paridad COP 1,75 por dólar (véase el Gráfico 2.9).

En abril de 1934 se reglamentó más el control de cambios. Se reguló el negocio de los bancos en moneda extranjera y se introdujo el concepto de la *posición propia*. Se dispuso, además, que a cambio del 85 % de los giros entregados por los tenedores de divisas al Banco, se expidieran certificados de depósito que podrían utilizarse para pagar al exterior, cuando se contara con licencia para importar, o se vendieran en el mercado abierto. Estos papeles serían los precursores de los *certificados de cambio*, con mayor desarrollo, perfeccionados después de la Segunda Guerra Mundial y que cumplirían un papel tan preponderante en la historia

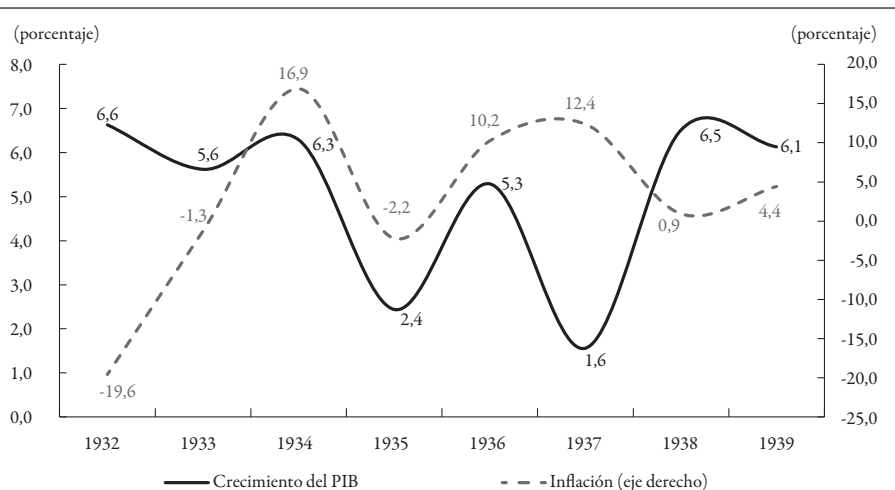
⁷ Gran parte de este ajuste cambiario se dio en respuesta a la devaluación del dólar frente al oro ocurrida entre abril y mayo de 1933, producto del *Gold Reserve Act* aprobado por el Congreso de Estados Unidos el 30 de enero de 1934. Por esta ley se realizó el embargo a todas las transacciones en oro que regía sobre las obligaciones privadas y públicas –con excepción de las autorizadas por la Tesorería– y se autorizó al Ejecutivo para reducir el valor en el oro del dólar hasta en un 50 %. En consecuencia, en los siguientes cinco meses el dólar cayó un 30 %. Como la situación no mejoraba, el 26 de octubre el Gobierno del país del norte inició compras del metal en el mercado abierto llevando su precio a COP 31 por onza, casi al mismo nivel que la vigente en el mercado libre de Londres. Al comienzo de 1935 había llegado este precio a COP 35, nivel que se mantendría por muchos años más.

⁸ Como lo señala Romero (2006), la reforma consistía en que un exportador podía vender libremente en el mercado el 85 % de los giros resultantes de sus ventas al exterior y el 15 % debía reintegrarse al Emisor a una tasa de COP 1,13. Sin embargo el exportador no podía disponer libremente del 85 % sino que lo entregaba al Banco que actuaba como depositario de esas divisas y expedía contra esos depósitos títulos negociables que los tenedores sí podían intercambiar libremente en el mercado y vendérselos a poseedores de licencias de importación. El plazo de utilización de estos títulos era de treinta días.

cambiaria colombiana. En el segundo semestre de 1935 la tasa ya se había estabilizado en COP 1,75 por dólar, situación que se mantuvo hasta 1937 cuando ocurrió una nueva caída de los precios del café. Por efecto de esta crisis, la tasa libre o fluctuante subió temporalmente a los COP 1,8 por dólar, pero luego bajó en 1938 a COP 1,75 nuevamente (véase el Gráfico 2.9). En este sentido, ese nivel de la tasa se consideró de equilibrio o paridad.

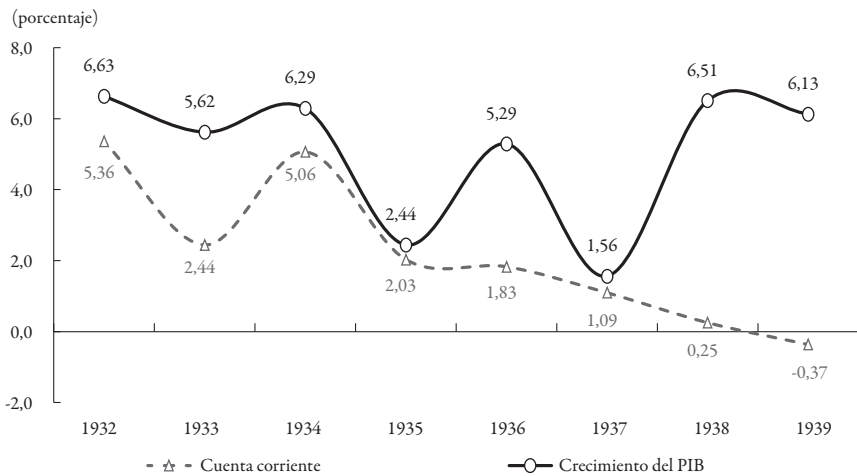
Entre 1934 y 1939 la economía creció a un ritmo promedio anual de 4,7 %, aunque en 1935 y 1937 el crecimiento fue más bajo (Gráfico 2.5). El precio externo del café cayó en todo este periodo, pues osciló alrededor de USD 0,1 por libra (véase el Gráfico 2.8). Aun así, la economía mantuvo una relativa estabilidad con un balance externo positivo y las finanzas públicas en equilibrio (Gráfico 2.6). Las reservas internacionales del país se mantuvieron también relativamente estables desde 1935, ya que fluctuaron entre USD 20 millones y USD 40 millones, como se puede apreciar en el Cuadro 2.2.

GRÁFICO 2.5
CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN
1932-1939



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.6
CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE
1932-1939



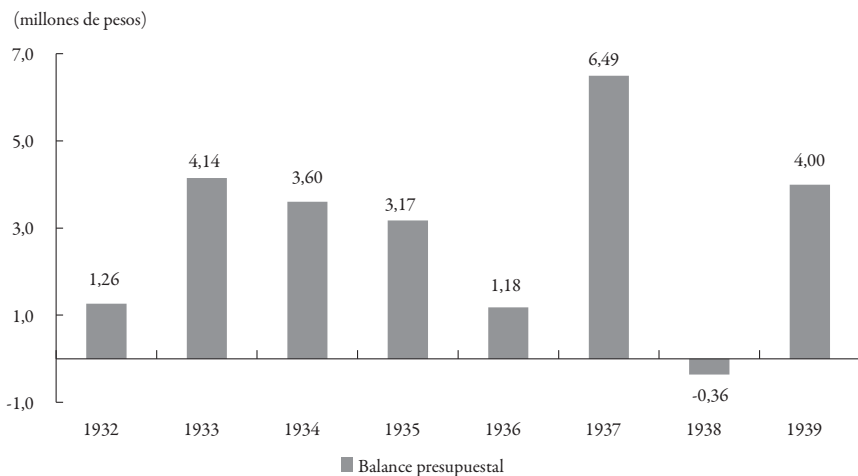
Fuente: elaboración de los autores.

En octubre de 1934 se celebró el contrato entre el Gobierno y el Banco de la República que determinó el tratamiento que debería darse a las utilidades generadas por este último en las operaciones de compra y venta de divisas y oro (Gráfico 2.7). Se creó una cuenta especial y un Fondo de Estabilización Monetaria y Cambiaria con su propia junta directiva y conformada por el ministro de Hacienda, el gerente del Banco y un representante del presidente de la República. Este fondo se concibió como una entidad independiente con su propia personería jurídica. A esta cuenta ingresaron las utilidades que el Banco obtuvo de revalorizar sus existencias de oro cuando el dólar se devaluó frente a este metal.

En 1938, una vez consolidados los cambios entre el dólar y el oro en Estados Unidos, el Congreso de Colombia, mediante la Ley 167 del 19 de noviembre, rebajó el contenido de oro del peso a 0,56424 gramos, modificando la paridad peso/contenido de oro que existía desde 1912 (Código Fiscal). Se fijó entonces la tasa de cambio en COP 1,74 para compra y COP 1,75 para la venta del dólar⁹

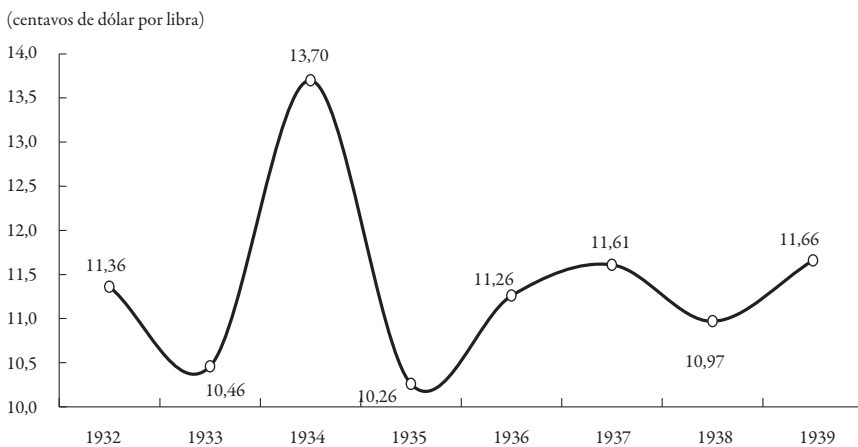
⁹ Esta paridad tenía en cuenta la disminución del contenido de oro del dólar que llevaron a cabo las autoridades estadounidenses. Véase *Federal Reserve History* (1934).

GRÁFICO 2.7
BALANCE PRESUPUESTAL
1932-1939



Fuente: Cuadro 2.

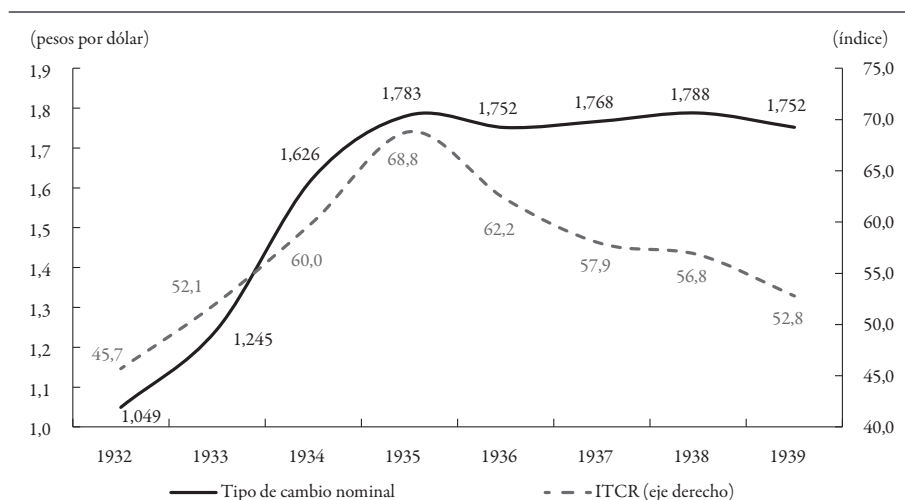
GRÁFICO 2.8
PRECIOS DEL CAFÉ
1932-1939



Fuente: elaboración propia.

(Gráfico 2.9). Con esta norma se eliminó el sistema de remates en bolsa vigente desde 1936, con el cual el Banco regulaba el mercado semilibre, pero se mantuvo el sistema múltiple de tasas de cambio. También dispuso la forma como los recursos del Fondo de Estabilización serían distribuidos y modificó la tasa de encaje de los billetes del Banco elevándola de 40 % a 50 %.

GRÁFICO 2.9
EVOLUCIÓN DE TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
1932-1939



Fuente: elaboración de los autores.

2.5 1939-1945: LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL, CONTROL ESTRICTO DE CAMBIOS Y SOBANTES DE RESERVAS

Ya en 1939, cuando estalló la Segunda Guerra Mundial, parece haber más resignación con respecto a que los controles de cambio habían llegado para quedarse en Colombia y en muchos países. Además, ya era evidente que los flujos de préstamos externos no volverían en magnitudes importantes a nuestro país al no haberse logrado un acuerdo total sobre el pago de las deudas externas.

Sin embargo, en mayo de 1941 se alcanzó un acuerdo con los bancos acreedores del país. Colombia emitió bonos por la suma de USD 50 millones con

un plazo de treinta años e interés del 3 % anual con los que cambiaría los bonos emitidos en 1927 y 1928 más la mitad de los intereses vencidos. Gracias a este arreglo, obtendría un crédito de corto plazo por USD 16,9 millones para reemplazar las operaciones de préstamos de 1929 (Avella, 2016). Con esto, los bonos colombianos en Nueva York y Londres se recuperaron, pero por muchos años más los capitales no se verían atraídos a Colombia de la forma que ocurrió durante la década de los veinte.

A partir de 1940, las cuentas externas mejoraron sustancialmente (véase el Gráfico 2.13). Esto ocurrió al hacerse más difíciles las importaciones por los obstáculos al comercio mundial durante la guerra. Otro hecho que facilitó la acumulación de reservas fue la firma en 1938 de un acuerdo comercial con Estados Unidos. Este nuevo acuerdo aseguró, entre otras cosas, la venta de café al país del norte mediante el establecimiento de cuotas¹⁰. Aunque los precios inducidos por este convenio no pueden considerarse históricamente altos, sí permitieron que Colombia continuara vendiendo café a Estados Unidos en estos años de parálisis del comercio mundial (véase el Gráfico 2.11). Estas ventas ocurrieron en condiciones menos malas que las que habrían prevalecido si no se hubiera firmado, y así se pudo compensar la pérdida de divisas que supuso la caída de los mercados europeos durante la guerra para las ventas colombianas del grano¹¹.

Así, el precio del café que se había mantenido sobre los USD 0,10 desde 1935 cayó hasta octubre de 1940 (véase el Gráfico 2.11). Por el acuerdo firmado y la Guerra, de manera gradual, el destino de la exportación de café pasó a ser Estados Unidos y no los mercados europeos. La Ley 45 de 1940 autorizó al Gobierno a intervenir en el mercado cafetero para facilitar el cumplimiento de la cuota de exportación asignada a través de la compra de los excedentes por parte de la Federación. Entonces se creó para este propósito el Fondo Nacional del Café. En abril de 1941 se formalizó el acuerdo cafetero cuando Estados Unidos autorizó

¹⁰ Desde octubre de 1939 se había iniciado una fase depresiva de los precios del café que se extendió hasta 1940. Las ventas del país disminuyeron en este lapso a un tercio, en parte por los embates de la guerra en Europa. Las autoridades cafeteras reaccionaron en un comienzo con la mencionada prima cafetera, pero esto no fue suficiente para detener el deterioro de las ventas. En 1940 se reunió la Conferencia Panamericana del Café que estableció cuotas de exportación a los productores con el objetivo de fortalecer los precios. Las cotizaciones del grano reaccionaron y luego esta alza se reforzó con el efecto de una deficiencia en la cosecha del Brasil. Este pacto entre productores fue avalado por una ley en EE. UU que además creó la Oficina Interamericana del Café y se incorporó al acuerdo comercial suscrito entre los dos países (véase Avella, 2016).

¹¹ De todas maneras, durante la Guerra, Estados Unidos fijó además de las cuotas, precios máximos de venta en el mercado de ese país.

la entrada de los volúmenes acordados en el pacto de cuotas y sometió a contingentes la importación de otros países no signatarios del pacto.

A pesar de que la generación de divisas era creciente, las reservas del país apenas alcanzaban para el pago de entre 20 % y 35 % de las importaciones, como se observa en los gráficos 2.12 a 2.14. Cuando se dificultaron también las ventas de café, el indicador exhibió una tendencia a deteriorarse y las autoridades juzgaron necesario mantener e incluso apretar el control de cambios. En 1940, por ejemplo, se establecieron más tipos de cambio diferenciales de importación según su grado de necesidad por cuatro grupos de mercancías: el grupo 1 a COP 1,75 por dólar; grupo 2 a COP 1,79 por dólar, grupo 3 a COP 1,87 por dólar y grupo 4 a 1,95 por dólar (Arango, 1948). Estas tasas estuvieron vigentes hasta 1943 cuando ya era notoria la acumulación de divisas. También en este mismo año (1940) se creó una prima a las exportaciones de café de USD 2 por saco de café pilado y USD 1,5 por saco de café pergamino, siempre y cuando el peso del grano fuera inferior a USD 0,10 la libra. Esta prima intentaba ayudar a los cafeteros a hacer frente a la caída de los precios del grano y el cierre de los mercados europeos por la guerra. En 1940 asimismo se aumentó el impuesto de giros, que cobijaba a las importaciones, de 4 a 10 %. Este impuesto se suprimió en 1944, y en 1946 fue sustituido por un impuesto de timbre de 4 %.

En abril de 1943, cuando era evidente que las restricciones a las importaciones profundizaban el desabastecimiento asociado a la guerra, se rebajaron los diferenciales de las tasas de cambio entre grupos de importaciones (pasaron a 1,75; 1,76; 1,77 y 1,78 para cada grupo respectivo) y ya en abril de 1944 se suspendieron definitivamente mediante una resolución de la Junta de Control de Cambios.

La tasa de crecimiento de la economía colombiana durante la Segunda Guerra Mundial fue de 2,65 % anual (véase el Gráfico 2.13). Entre 1940 y 1943 la expansión fue baja y en 1942 y 1943 ligeramente por encima de cero. De hecho, la actividad económica creció 1,68 % en 1941, pero la inflación fue negativa y de -1,4 % en ese mismo año. Las reservas internacionales, que habían oscilado entre USD 20 millones y USD 40 millones, llegaron a USD 177 millones. Así, la balanza comercial, que había sido negativa en 1939, se volvió positiva y pasó a representar el 45 % de las exportaciones en 1942 (véase el Gráfico 2.13 y Cuadro 2.3). Durante la guerra, la tasa de cambio se ubicó en una banda entre los puntos de compra (1,74) y venta (1,75) fijados por el Banco en la Ley 167 de 1938 (Gráfico 2.10).

CUADRO 2.3
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1940-1945

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR (1994 = 100)	(3) CRECI- MIENTO PIB (PORCEN- TAJE)	(4) RESERVAS INTERNA- CIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCEN- TAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	(8) BALANCE PRESU- PUESTAL (MILLONES DE PESOS)	(9) IMPOR- TACIO- NES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1940	1,752	55,02	2,16	25,00	1,09	-3,1	8,38	1,81	84,59
1941	1,754	58,68	1,68	23,00	0,35	-1,4	14,74	1,6	96,9
1942	1,753	59,59	0,21	62,00	4,49	8,7	15,87	3,0	59,9
1943	1,748	54,38	0,41	113,00	3,13	15,9	15,87	3,6	83,9
1944	1,746	45,90	6,76	158,00	1,86	20,3	15,87	12,8	100,0
1945	1,752	42,35	4,69	177,00	-0,99	11,3	16,22	22,9	160,5

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado, Banco de la República. Se refiere a la cotización de venta.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

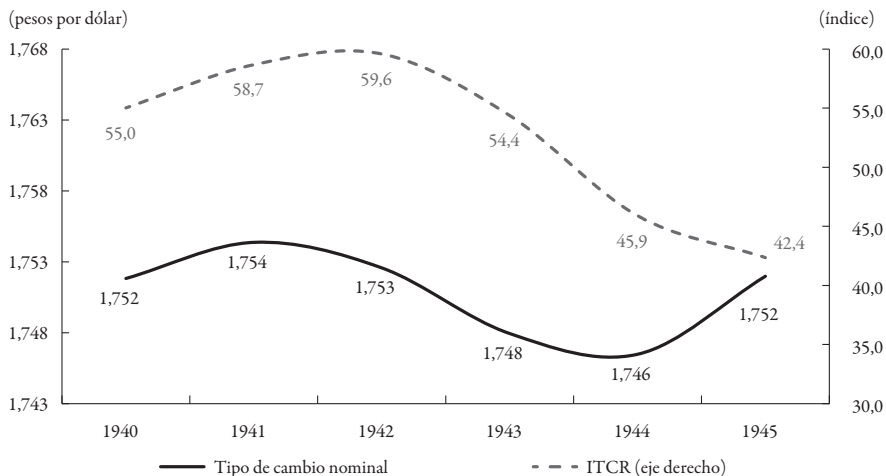
(6) Fuente: Inflación índice de precios Greco (1999), Pmatyev.

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

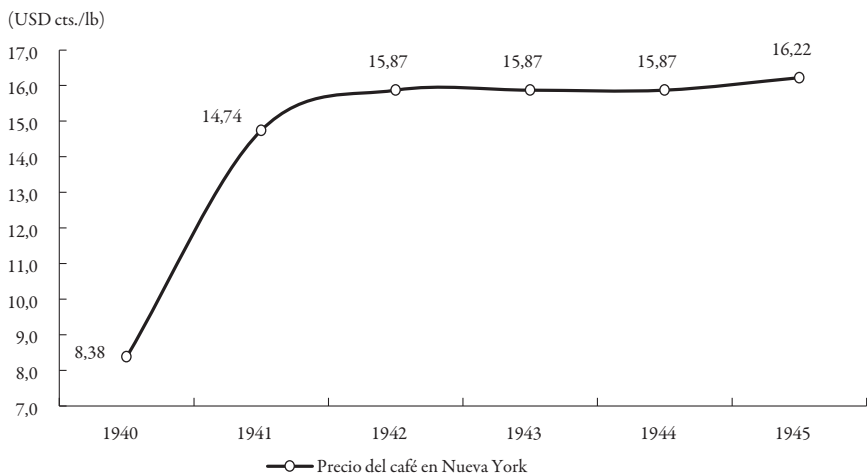
(9) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

GRÁFICO 2.10
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
1940-1945



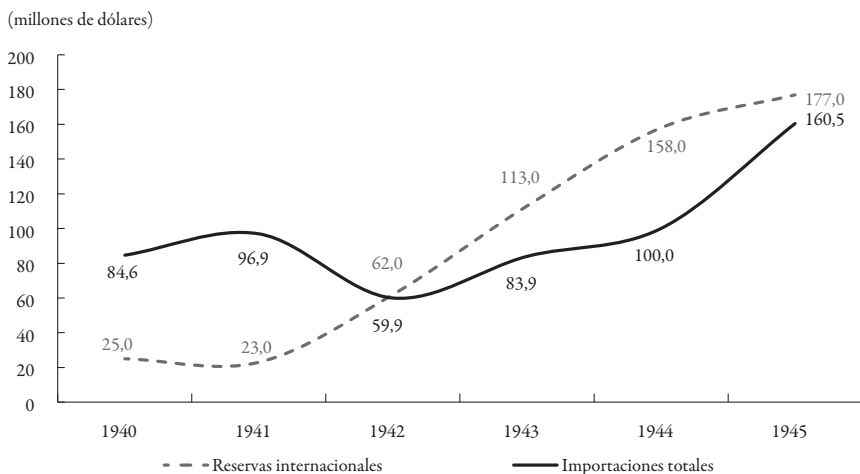
Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.11
PRECIO DEL CAFÉ
1940-1945



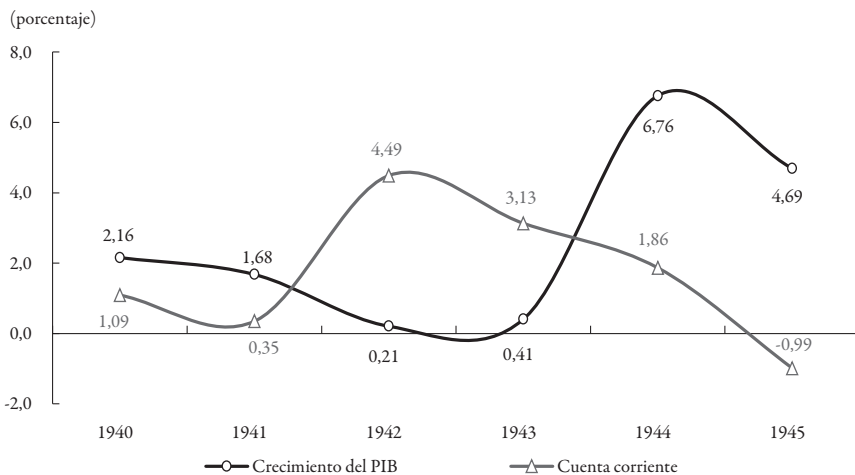
Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.12
RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES
1940-1945



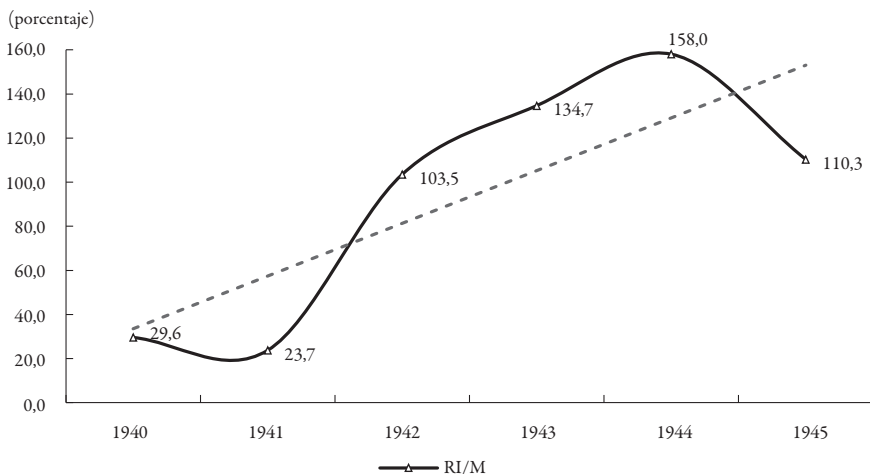
Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.13
CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE
1940-1945



Fuente: Actas de la Junta Directiva del Banco, enero a diciembre de 1941.

GRÁFICO 2.14
RESERVAS INTERNACIONALES COMO PORCENTAJE DE LAS IMPORTACIONES
1940-1945



Fuente: elaboración propia a partir de Greco (1999).

2.6 LA POSGUERRA, 1945-1955: EL INICIO DE LA RELACIÓN CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

La segunda mitad de los años 1940 sería, en el mundo y en Colombia, de ajuste a nuevas condiciones económicas y políticas después de la guerra. La prioridad de Estados Unidos fue la reconstrucción de Europa. El Plan Marshall diseñado por el Gobierno estadounidense tuvo ese propósito fundamental. En 1944 había tenido lugar la reunión de Bretton Woods en el estado de Nuevo Hampshire en Estados Unidos, con el objeto de acordar las reglas bajo las cuales debería desenvolverse la economía mundial, una vez terminada la guerra. Resultado de esos acuerdos fue la creación del Fondo Monetario Internacional y del hoy Banco Mundial. Una delegación colombiana, presidida por el exministro de Hacienda Carlos Lleras Restrepo, participó en esa reunión, por lo cual, desde 1944, el país adhirió a los estatutos fundadores de estas dos entidades financieras.

La economía colombiana registraba una demanda represada de importaciones por las dificultades que había experimentado el comercio mundial durante el conflicto bélico. Las reservas internacionales se habían multiplicado por siete

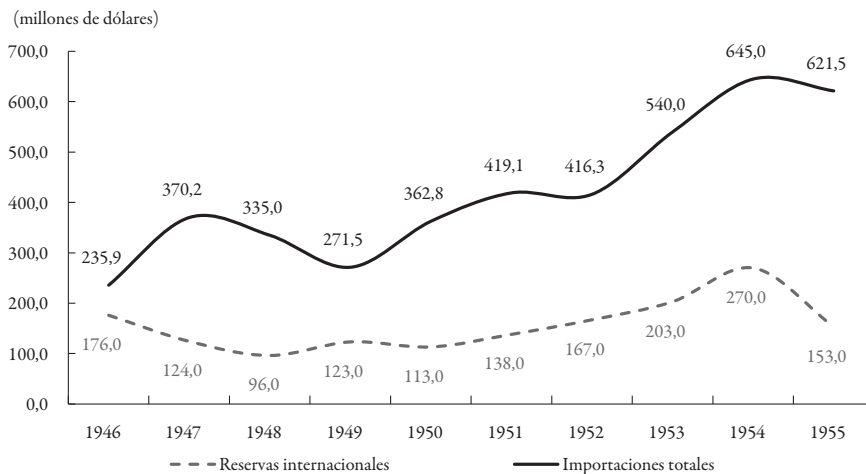
entre 1940 y 1945. Al levantarse las cuotas de exportación de café acordadas en 1941 entre los países productores de América Latina y Estados Unidos, y eliminarse los precios máximos que habían prevalecido durante la confrontación bélica, el precio inició una tendencia ascendente que lo llevaría desde USD 0,22 en 1946 hasta USD 0,80 por libra en 1954.

La actividad productiva en el país se reanimó: en 1946 el producto interno bruto (PIB) colombiano creció en cerca de 10 %, las importaciones aumentaron y la inflación subió. La conducción de la economía no fue sencilla: el sector agrícola no respondió a la demanda de alimentos generada por una economía en expansión, por lo que fue necesario importar productos agrícolas. Se inició un manejo caracterizado por el *pare y siga*, de contracción y expansión, que dependía de lo que ocurría con el balance externo y con la inflación. En 1946 y 1947, las importaciones aumentaron rápidamente y como las ventas de café tardaron en recuperarse, las reservas comenzaron a declinar de nuevo. Entre 1946 y 1950 el ritmo promedio de crecimiento del PIB fue de 5,5 % pero muy irregular, con años de alta expansión y otros con tasas inferiores al 3 %.

En medio de la abundancia de reservas de 1945 se reglamentó nuevamente el control de cambios (Gráfico 2.15). Se reconfiguraron cuatro grupos de bienes de importación de acuerdo con la necesidad que, se considerara, tenía cada uno de ellos, y se creó un grupo preferencial en el cual se incluyeron los insumos, los alimentos y los medicamentos más demandados. A este último se daría prioridad con los excedentes de reservas que se estimaban entre USD 80 millones y USD 110 millones. No se establecieron tipos diferenciales de cambio por cuanto ya en ese momento Colombia se había integrado al Pacto Monetario Internacional que dio origen al Fondo Monetario Internacional (FMI)¹². Los acuerdos comprometían a los países a adoptar un tipo de cambio único de *paridad*. Por tanto, se determinó que en lugar de tasas diferenciales se daría acceso a un presupuesto de divisas de acuerdo con el grado de necesidad de los bienes. De esta manera el grupo preferencial tendría acceso al 20 % de las compras de oro y divisas efectuadas por el Banco de la República en el mes

¹² Esta fue una exigencia del acuerdo monetario que se orientaba a que las economías de los países firmantes se rigieran por una sola tasa de cambio.

GRÁFICO 2.15
RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES
1946-1955



Fuente: elaboración de los autores.

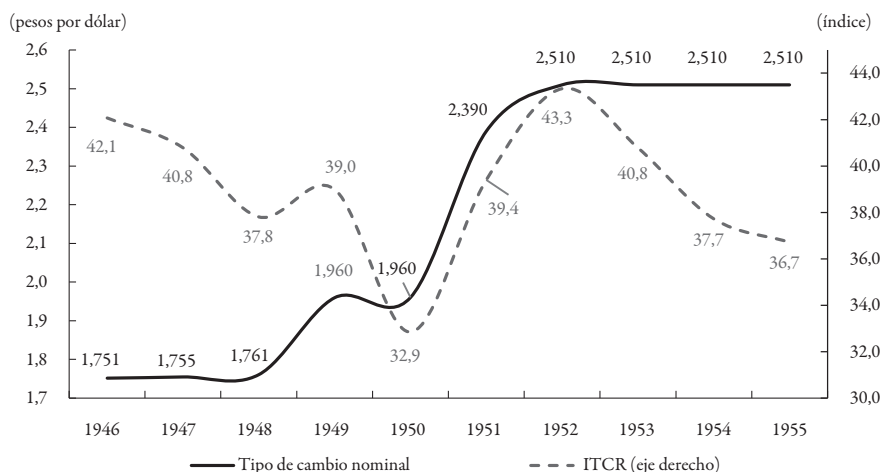
anterior y los otros grupos acceso de 2 %, 5 %, 10 % y 30 % de la acumulación en ese mismo periodo¹³.

Es decir, se mantuvo el sistema de tipo de cambio múltiple, pero se simplificó. Las tasas diferenciales surgían de aplicar gravámenes especiales sobre las principales operaciones corrientes, según se tratara de exportaciones tradicionales, compra de mercancías especiales u otros servicios. Se estableció, igualmente, un tipo de cambio fluctuante para la compra de las divisas provenientes de las exportaciones no tradicionales, para el pago de maquinaria y equipo industrial, para las importaciones de bienes de lujo y para el reembolso del capital extranjero y sus rendimientos, mediante la cotización de los certificados de cambio en la bolsa de valores.

¹³ Se racionalizaron un tanto igualmente los impuestos que se habían ido creando sobre las operaciones cambiarias y de comercio exterior suprimiendo el impuesto de timbre, el impuesto sobre el café y sobre los residentes, de tal manera que la diferencia entre el tipo de cambio de compra y venta no superara el 1 %, exigencia también del acuerdo monetario que buscaba una sola tasa de cambio. Se conservaron e incluso incrementaron los depósitos de garantía (Resolución núm. 92 del 5 de abril de 1945 de la Junta de Control de Cambios) y se estableció una licencia de uso, por cuanto muchas de las licencias otorgadas en el pasado no se habían utilizado.

En 1946, las autoridades colombianas notificaron al FMI que la tasa de paridad era de COP 1,75 por dólar, en cumplimiento de los compromisos adquiridos al adherir el país al Fondo (Gráfico 2.16). Esta determinación no fue muy afortunada, puesto que no era el mejor momento para determinar cuál era la tasa de paridad ni en Colombia ni en otros países. Muchas naciones continuaban devastadas por la guerra, había desabastecimiento de toda clase de productos y la inflación en algunos casos estaba desbordada. Aun así, en septiembre de 1946, el FMI conminó a sus treintaiséis miembros para que le comunicaran sus valores de paridad y así abrirle el acceso al financiamiento. De los miembros, solo trece países fijaron sus *paridades*, entre ellos Canadá, Chile, Francia, Ecuador y Colombia (Garritsen de Vries, 1987).

GRÁFICO 2.16
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
1946-1955



Fuente: elaboración de los autores.

La caída de las reservas internacionales entre 1947 y 1948, la reducción en el ritmo de crecimiento económico, el aumento de la inflación y el déficit en cuenta corriente obligaban en 1948 a diseñar un plan de estabilización ante las presiones para devaluar la moneda (Gráfico 2.15). Sin embargo, el estallido social del 9 de abril de 1948 dificultó introducir cambios en la política económica. Curiosamente,

una avanzada de tres funcionarios del FMI se encontraba en Bogotá el 9 de abril, enviada por la entidad para conocer y asesorar al Gobierno. Uno de estos funcionarios permaneció en Bogotá durante un mes para evaluar con las autoridades una serie de medidas que permitieran mitigar la caída de las reservas internacionales. El Banco de la República había recibido el 19 de diciembre de 1947 una comunicación del Fondo en la cual se cuestionaba el régimen de tasas de cambio múltiples vigente.

El interés de Colombia era estrechar la relación con el Fondo y adoptar sus recomendaciones para acceder al financiamiento suministrado por la entidad. Sin embargo, el FMI exigía para ello adoptar medidas como la eliminación o la limitación de la expedición de licencias de importación no reembolsables, y la eliminación de los certificados de oro¹⁴. Las autoridades colombianas, sin embargo, no consideraban que en las circunstancias tan delicadas como las que sobrevinieron después del 9 de abril pudieran tomarse ese tipo de decisiones; muchos comerciantes habían sufrido perjuicios importantes a raíz de los desórdenes y el encarecimiento de las importaciones los afectaría exageradamente.

En junio de 1948, el Gobierno colombiano expidió los decretos 1949 y 1952, de 1948, que no eran acordes con las recomendaciones del Fondo, mediante los cuales se reconoció una prima de diez puntos sobre las exportaciones de café, banano, cueros, metales y piedras preciosas, ganado, carnes, textiles y manufacturas con contenido importado. Se creó, adicionalmente, el sistema de certificados de cambio negociables libremente y aplicables a las divisas de origen diferente a las de las exportaciones mencionadas, a la entrada de capitales para la actividad petrolera, las indemnizaciones de seguros, los rendimientos de los capitales colombianos en el exterior y las inversiones extranjeras. Además, se elevó el impuesto de giros de 4 % a 14 %, 20 % y 30 %, según el tipo de mercancía importada¹⁵.

¹⁴ Las importaciones no reembolsables eran una categoría de compras externas para la cual no se requería la compra de divisas, como las muestras, las donaciones, los obsequios, etc. Sin embargo, por medio de estas los residentes podían importar todo tipo de bienes que se pagaban con dólares que no habían vendido en Colombia, incumpliendo con las normas del control de cambios. Los certificados de oro eran expedidos por el Banco de la República por las compras de oro.

¹⁵ Antes de la expedición de estos decretos, los borradores fueron enviados a Washington para la evaluación del FMI. Don Emilio Toro, representante de Colombia ante el Fondo, respondió con las dudas del *staff* de la entidad, en particular el aumento del impuesto de giro y su aplicación diferencial. Para el FMI estas medidas reforzaban el sistema de tasas de cambio múltiples.

Las noticias no cayeron bien en Washington, por lo cual el Gobierno decidió invitar a una misión formal del Fondo para que visitara el país, expusiera sus argumentos en contra de los decretos y se informara en detalle de su manejo económico, en particular del cambiario, misión que llegó a Bogotá en julio de 1948. Para los funcionarios del FMI, las medidas no solo no iban en la dirección correcta porque creaban más tipos de cambio, sino que también eran insuficientes para evitar un posterior ajuste cambiario¹⁶. Las autoridades nacionales comenzaron a explorar la posibilidad de devaluar el peso, pero surgieron nuevos temas de desacuerdo, entre estos el desmonte de los impuestos de giro que el Gobierno no consideraba conveniente por no contar con fuentes alternativas de ingresos fiscales. Por tanto, plantearon mantener ese impuesto así fuera transitoriamente dando tiempo para revisar el arancel¹⁷. Una dificultad adicional era de índole institucional: la devaluación de la tasa de cambio y la revisión del arancel no eran del resorte del Ejecutivo y de la Junta Directiva del Banco de la República, sino que deberían ser aprobadas por el Congreso Nacional¹⁸.

A través de una comisión interparlamentaria, el Congreso estudió las medidas a adoptar y en diciembre de 1948 expidió la Ley 90 de ese año que aprobó una devaluación mucho menor a la esperada de 10 % (Gráfico 2.16). Después de diez años de estabilidad, la tasa de cambio pasó de COP 1,75 a COP 1,95 por dólar. Se eliminó entonces la prima del 10 % que se venía reconociendo sobre el tipo de cambio oficial a los poseedores de títulos representativos de monedas extranjeras originados en las principales exportaciones, y se limitó la utilización de los certificados de cambio. Se revisaron, asimismo, los grupos de mercancías sobre los cuales se aplicaba el impuesto de giro, pero este no se eliminó, ni su aplicación de manera diferencial.

¹⁶ Colombia era el primer país afiliado al Fondo que abiertamente ponía en vigencia tipos de cambio múltiples, apartándose de manera drástica de la paridad convenida con ese organismo. A juicio de la entidad, las medidas eran insuficientes para estabilizar la economía y, además, generaban una tendencia fuertemente inflacionaria. Por esta razón, se planteó acompañar las medidas cambiarias con otras dirigidas a lograr el equilibrio fiscal y a restringir la expansión monetaria.

¹⁷ En este año también se creó la Oficina de Control de Cambios con poderes para fijar cupos de importación y depósitos previos.

¹⁸ La Misión del FMI terminó sus labores y dejó las siguientes recomendaciones: devaluación del 22%; establecimiento de un impuesto de 0,4 % por dólar exportado; aumento del impuesto al exceso de utilidades, y eliminación del impuesto de giros, pero mantenerlo transitoriamente en 15% para todas las mercancías mientras se revisaba el arancel.

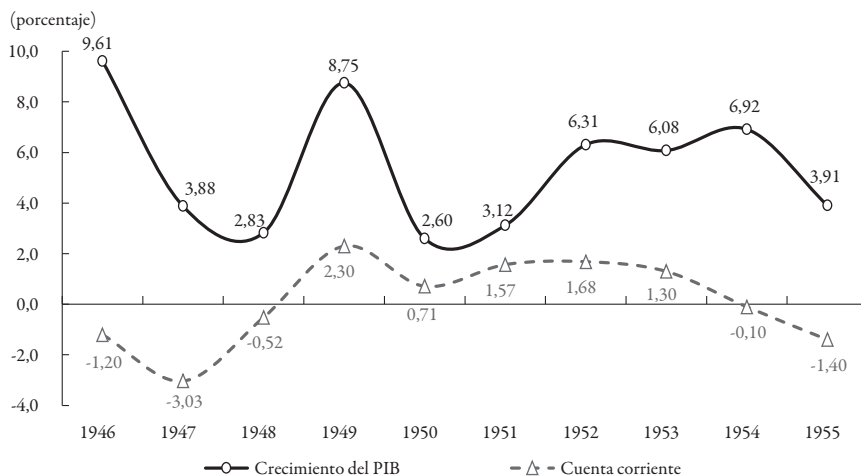
El FMI reaccionó a comienzos de 1949, señaló que las nuevas disposiciones creaban nuevos tipos múltiples de cambio y solicitó que antes de aplicarlas –y, en general, en adelante cualquier modificación– se hiciera una consulta previa con el organismo. El Gobierno y el Banco de la República respondieron argumentando que el control de cambios era un mecanismo para defender las reservas de oro y divisas. Fue una primera tensión entre el Gobierno colombiano y el Fondo Monetario Internacional. Como afirma Roberto Junguito Bonnet, esta fue también “la primera ocasión en la cual el FMI tuvo ascendencia en la formulación de la política económica colombiana” (Junguito Bonnet, 2017b, p. 565). La estabilización fue relativamente exitosa: en 1949 aumentó el crecimiento de la economía, la inflación se redujo, hubo equilibrio fiscal y superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En 1950, la situación externa del país continuó mejorando por el repunte del precio del café, que comenzó a subir en el último trimestre de 1949, cuando se insinuaba la necesidad de una nueva devaluación del peso porque, para muchos, la realizada en 1948 había resultado insuficiente (Gráfico 2.17). En el primer semestre del año se relajaron los controles a las importaciones, pero tocó reforzarlos en el segundo, debido a la debilidad temporal del precio del café, sin que estas medidas hubieran sido efectivas (Gráfico 2.18); se habían otorgado muchas licencias de importación y algunas no se habían utilizado por contar con amplios plazos de vencimiento¹⁹. Las buenas noticias sobre el precio del café, que continuó subiendo en 1951, se complementaron con la firma de acuerdos con los bancos extranjeros para regularizar el servicio de la deuda externa adquirida por algunos municipios y departamentos en los años 1920, mediante la aprobación de créditos con el Export-Import Bank de Estados Unidos y del Banco Mundial (Avella, 2016, p. 453).

En el plano político la situación continuaba tensa. La primera mitad de la década del cincuenta fue muy convulsionada en la política y en el orden público. El Congreso estuvo cerrado. El presidente Laureano Gómez, quien se posesionó en 1950 bajo el régimen del Estado de Sitio, buscó reformar la Constitución y convocó a una Asamblea Nacional Constituyente que no alcanzó a reunirse durante su mandato, debido al golpe militar del 13 de junio de 1953. La violencia partidista se intensificó desde finales de los años 1940, la cual dejó un alto

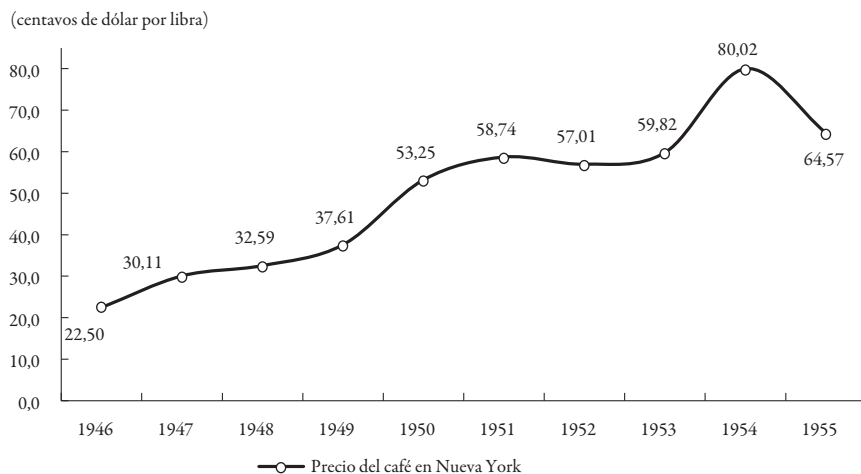
¹⁹ Las diferencias con el FMI continuaron por las incoherencias de las tasas cruzadas entre monedas a las cuales daba lugar el sistema cambiario y el relajamiento de los controles a las importaciones.

GRÁFICO 2.17
CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE
1946-1955



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.18
PRECIO DEL CAFÉ
1946-1955



Fuente: elaboración de los autores.

número de muertos. Paradójicamente en estos años la economía se expandió por la extraordinaria elevación del precio internacional del café a partir de 1950, que alcanzó un pico de USD 0,80 por libra en 1954, el doble del registrado en 1949²⁰.

En 1950 se adoptó un nuevo arancel aduanero que acogió las nuevas clasificaciones arancelarias derivadas de lo pactado en el Acuerdo General de Comercio y Tarifas (*General Agreement of Trade and Tariffs* [GATT]) y transformó una parte de las tarifas específicas en tarifas *ad valorem*. De acuerdo con Fuentes y Villaveces (1976), esta estructura arancelaria favoreció a la industria y promovió la sustitución de importaciones al establecer tasas altas para los bienes finales y bajas para los intermedios y los bienes de capital. El arancel de 1950 dio lugar a mayores recaudos y aumentó los ingresos del Gobierno Nacional (Fuentes y Villaveces, 1976, p. 90).

Prevía consulta con el FMI, el gobierno de Laureano Gómez llevó a cabo una reforma del sistema cambiario mediante la expedición de un decreto legislativo²¹. Devaluó la moneda fijando la tasa de cambio en COP 2,50 por dólar y dispuso que el Banco de la República compraría el 75 % de las divisas provenientes de las exportaciones de café al cambio vigente de COP 1,95 por dólar y el 25 % al cambio de COP 2,50 por dólar señalado por la Junta Directiva del Banco de la República (Avella, 2016, p. 456)²². Se eliminaron los certificados de cambio, con lo cual no había una tasa de cambio fluctuante²³. Se eliminó el impuesto de giro, se simplificaron en gran parte los controles al comercio exterior con la abolición de los cupos para las importaciones y se mantuvo únicamente la lista de prohibida importación.

Para Carlos Díaz-Alejandro (1972), la devaluación de 1951 fue la más “silenciosa e inesperada de la posguerra” y contribuyó a que “los primeros años de la posguerra hasta 1954 fueran una época de prosperidad” (p. 135). Al mismo tiempo, se modificaron las instituciones del control de cambios y se creó una Oficina de Registro de Importaciones en el Banco de la República y una Junta de Regulación de Cambios, para proponerle al Emisor posibles modificaciones futuras en el tipo de cambio.

²⁰ En 1949 el precio había sido de USD 0,38 por libra.

²¹ Decreto-Ley 637 de 1951. En el artículo primero se declaraban libres las exportaciones y las importaciones, con excepción de aquellas que determinara el Gobierno (listas de prohibida importación). Estas listas se mantendrían hasta los años 1960, pero sus componentes variaban dependiendo de la disponibilidad de divisas. En el artículo 2 se creaba la Junta Reguladora de Cambios compuesta por el ministro de Hacienda, el ministro de Agricultura, el gerente del Banco de la República y el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros.

²² Las autoridades esperaban que, siguiendo los lineamientos del Fondo Monetario Internacional, pudiera obtenerse un crédito por USD 25 millones, que nunca se concretó.

²³ Al eliminarse el tipo de cambio fluctuante la tasa de cambio aplicable a las exportaciones menores se redujo.

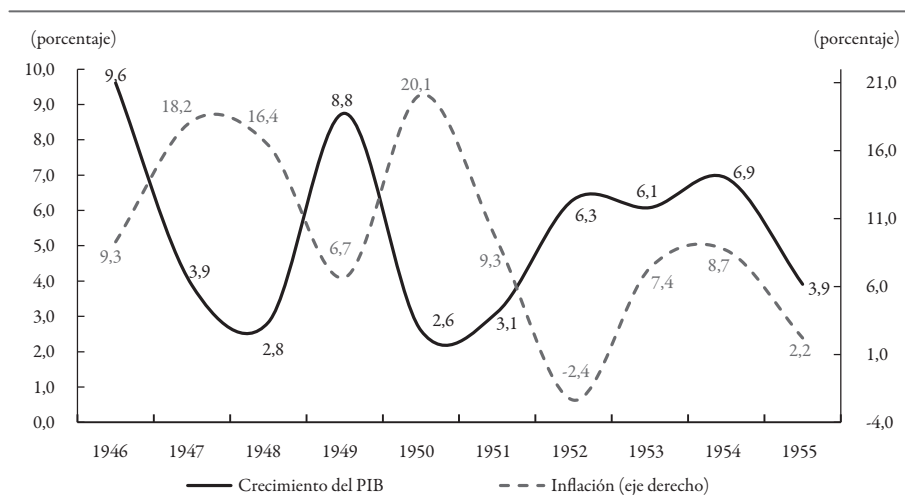
La prioridad otorgada al *fomento* para impulsar el desarrollo económico condujo igualmente a una importante reforma financiera en 1951, que venía estudiándose desde el gobierno anterior y que había avanzado hasta la presentación al Congreso de un proyecto de ley en 1949, que no llegó a tramitarse. Para las autoridades los sistemas vigentes de control monetario y de crédito no eran los más apropiados para corregir los desajustes que se presentaban en estos frentes, particularmente los procesos inflacionarios. El único instrumento de control monetario era la tasa de redescuento mediante la cual se regulaba el crédito a los bancos comerciales, pues la fijación del encaje continuaba siendo atribución del Congreso.

La reforma, ejecutada mediante el Decreto Legislativo 756 de 1951, rompió con la ortodoxia vigente desde 1923, cuando se fundó el Banco de la República. Se basó en las recomendaciones de dos funcionarios del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, los señores Richard Grove y Gerald Alter. Entre sus recomendaciones más importantes se contaban las de dotar al Banco Central de nuevos instrumentos para regular la oferta monetaria y la de autorizar la canalización de crédito por medio de la banca con destino a la inversión en los sectores productivos, la agricultura y la industria en particular, con el fin de promover su crecimiento y el desarrollo económico, ante la ausencia de un mercado financiero de largo plazo. Específicamente, se propuso que el Banco de la República tuviera la facultad de fijar el encaje y pudiera además establecer topes a los redescuentos y a la cartera de los bancos comerciales. Adicionalmente, en los primeros años de la década se creó un conjunto de entidades financieras estatales como el Banco Popular, el Banco Cafetero y el Banco Ganadero.

El ritmo de crecimiento económico se aceleró entre 1950 y 1952 cuando este se elevó a 6,3 % (Gráfico 2.17). A finales de este año y principios de 1953 el ambiente era de optimismo sobre el futuro de la economía por el favorable desempeño del sector externo. Las reservas internacionales aumentaron y el precio del café en Nueva York se acercaba a los USD 0,60 por libra (Gráfico 2.18). La industria manufacturera se encontraba en expansión debido a la política de sustitución de importaciones. De hecho, entre 1950 y 1955 la tasa promedio de crecimiento de la industria fue del 7 % anual y la participación de la producción industrial en el PIB y del empleo en la industria fueron crecientes durante toda la década. A su turno, la tasa anual promedio de la agricultura fue del 3,2 %, la inflación promedió el 5 % anual entre 1951 y 1955, y fue incluso negativa, 2,4 %, en 1952 (Gráfico 2.19). Para contrarrestar las presiones inflacionarias comenzaron a utilizarse tanto el redescuento como el encaje. Al comienzo de 1954 se

eliminó la lista de prohibida importación y se reemplazó por un impuesto del 40 % sobre la compra de los bienes incluidos en ella, especialmente los que se consideraban suntuarios.

GRÁFICO 2.19
CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN
1946-1955



Fuente: elaboración de los autores.

Entre la primera y la segunda mitad de la década tuvo lugar la dictadura del general Gustavo Rojas Pinilla (1953-1957); la institucionalidad se debilitó y el ambiente político se enrareció aún más. En el primer trimestre de 1954, el precio del café en Nueva York alcanzó USD 0,82 por libra debido a una helada en los cafetales brasileños en el año anterior, lo cual incidió para que la participación del grano colombiano en el mercado mundial subiera de 15,5 % en 1950 a cerca de 20 % en 1954. Las reservas internacionales se elevaron en junio de 1954 a USD 265 millones, 42 % por encima de las de junio del año anterior, y en diciembre de 1954 a USD 270 millones, el nivel más alto en toda la serie de activos externos del Banco de la República entre 1946 y 1962. Fue tal el optimismo sobre el futuro del país que se llegó a proponer una reforma del sistema de cambios para reducir el precio del dólar, opción que rechazó enfáticamente el gerente del Banco (Avella, 2016, p. 460).

En el segundo semestre de 1954, la situación externa cambió drásticamente (Cuadro 2.5). El mercado del café se desestabilizó cuando Brasil redujo el precio mínimo de exportación a USD 0,64 por libra. La tendencia a la baja se acentuó en el último trimestre del año y las reservas internacionales comenzaron a bajar, entre otras razones por haberse acelerado el pago de la deuda externa contratada para financiar importaciones cuyo pago se había represado, lo cual llevó a que el Banco de la República solicitara un crédito al FMI por la suma de USD 25 millones, equivalente al 50 % de la cuota colombiana, bajo un programa *stand by* (Avella, 2016, p. 462)²⁴. En 1954 las autoridades se vieron obligadas a restablecer los controles a las importaciones de manera estricta y no se consideró la posibilidad de una nueva devaluación del peso.

A lo largo de 1955, la inestabilidad cafetera se agudizó. Entre el 12 de febrero y el 5 de marzo se cerraron los registros de importación y se reinstauraron los tipos de cambio múltiples clasificando las importaciones en cinco grupos (Avella, 2016, p. 463)²⁵. Revivió, además, el impuesto de timbre en el pago de importaciones de acuerdo con su necesidad. Nuevamente se estableció una tasa de cambio para las exportaciones menores, los ingresos de capital, algunos servicios y el pago de ciertas importaciones reembolsables.

A pesar de las medidas adoptadas en febrero, no se detuvo la pérdida de reservas internacionales (Cuadro 2.4); por el contrario, se aceleró y el desequilibrio en la balanza de pagos se acentuó. Aunque la situación cambiaria se hizo muy compleja, en mayo de 1955 se decidió no devaluar el peso sino mantener la tasa oficial en COP 2,50 por dólar, abrir la posibilidad de un dólar *libre* para los importadores y “establecer varias tasas de cambio para la compra y la venta de dólares, además de intrincadas restricciones y limitaciones administrativas” (Wiesner, 1978, pp. 173-174)²⁶. La tasa *libre*, por ejemplo, aplicaba para el reintegro de las exportaciones menores y para la compra de divisas destinadas al pago de las importaciones

²⁴ Avella cita la opinión del gerente del Banco de la República sobre esta operación con el FMI en enero de 1955, cuando escribió que, “contando especialmente con tal disponibilidad adicional, el Banco de la República pudo hacer frente, sin menoscabar el nivel prudencial de sus reservas, a la venta de divisas extranjeras autorizadas por la Oficina de Registro de Cambios para los reembolsos pendientes por pago de importaciones”. Sin embargo, en la historia de las operaciones acordadas entre el Banco de la República y el Fondo Monetario Internacional esta transacción no aparece registrada (*véase* FMI, 2022).

²⁵ Un grupo preferencial con un impuesto de timbre de 3 y los otros cuatro con tasas crecientes de 10 %, 30 %, 8 % y 100 % respectivamente. Igualmente, los depósitos previos se escalonaron entre 20 y 60 % según el grupo.

²⁶ En mayo de 1955 se eliminó, además, la Oficina de Registros de Cambio.

no esenciales y los servicios. La tasa *libre* comenzó entonces a devaluarse, al oscilar entre COP 4,0 y COP 5,0 por dólar en el segundo semestre de 1955.

CUADRO 2.4
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1946-1955

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR (1994 = 100)	(3) CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	(4) RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCENTAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	(8) BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	(9) SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	(10) IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1946	1,751	42,07	9,61	176,00	-1,20	9,29	22,50	-11,03	-10,17	235,90
1947	1,755	40,79	3,88	124,00	-3,03	18,19	30,11	-21,29	-16,00	370,20
1948	1,761	37,81	2,83	96,00	-0,52	16,41	32,59	-12,00	-18,67	335,00
1949	1,960	38,99	8,75	123,00	2,30	6,66	37,61	-5,88	-13,40	271,50
1950	1,960	32,85	2,60	113,00	0,71	20,12	53,25	53,79	26,85	362,80
1951	2,390	39,40	3,12	138,00	1,57	9,34	58,74	47,75	60,88	419,10
1952	2,510	43,33	6,31	167,00	1,68	-2,37	57,01	24,13	60,67	416,30
1953	2,510	40,78	6,08	203,00	1,30	7,37	59,82	-15,30	21,03	540,00
1954	2,510	37,73	6,92	270,00	-0,10	8,67	80,02	177,28	224,08	645,00
1955	2,510	36,72	3,91	153,00	-1,40	2,21	64,57	-179,58	33,00	621,50

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Reservas internacionales brutas reportadas por el Banco de la República a diciembre de cada año.

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se empalmaron las siguientes series: 1946-1954: Pmatycv; 1955-1967: inflación del IPC (DANE, 2022).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

En junio de 1955 se cerraron nuevamente por unos días los registros de importación y se hicieron apremiantes las dificultades con el crédito de los proveedores comerciales por el retraso en los pagos. A fines de ese mes, el Gobierno colombiano, a través del Banco de la República, solicitó una misión del FMI, la cual,

en su informe, identificó que “el déficit de la cuenta corriente había desmejorado y recomendó hacer ajustes al sistema cambiario y depreciar la tasa de cambio a COP 4,0 por dólar, o mayor”; sugirió, igualmente, que el Banco limitara la expansión de crédito al Gobierno (Junguito-Bonnet, 2017a, p. 573). Aunque las autoridades tenían interés en obtener un crédito del Fondo Monetario de USD 25 millones, que podría lograrse si se adoptaban las recomendaciones de la misión, en esta oportunidad tampoco se intentó el acceso al organismo.

2.7 1956-1962: AJUSTE EXITOSO Y NUEVA CRISIS CAMBIARIA

El atraso en los pagos de la deuda externa comercial por concepto de la financiación de las importaciones obligó tanto al Gobierno como al Banco de la República a negociar con la banca extranjera para normalizarlos. La deuda vencida total se estimó inicialmente en USD 264 millones al corte del 30 de junio de 1956, sin incluir “compromisos que no constan aún en las solicitudes de cambio”, según indicaba el gerente del Banco de la República en las notas editoriales de la *Revista del Banco de la República* en agosto (Avella, 2016, p. 468).

Solamente a principios de 1957 se llegó a un acuerdo con los bancos sobre estos compromisos que se conoció como el *acuerdo 60-40*, porque se negoció cancelar el 60 % del saldo en efectivo y el 40 % en títulos de deuda con un interés del 4 % anual y un plazo de treinta meses, pero el monto no incluyó los giros pendientes de pago, ni la deuda comercial acumulada después del 31 de diciembre de 1956. Colombia, mientras tanto, continuaba recibiendo préstamos del Banco Mundial para inversión en infraestructura de transporte, especialmente en carreteras. De hecho, para 1956 el país era el principal receptor del crédito del Banco Mundial para carreteras; en ese año extendió préstamos por USD 16,5 millones. Entre 1951 y 1956, la entidad otorgó a Colombia préstamos por USD 47,35 millones, suma que en 1956 representaba cerca del 42 % del crédito del Banco a países de América Latina con ese propósito (Avella, 2016, p. 467). Era la consecuencia de la relación cercana entre Colombia y el Banco Mundial desde 1949, cuando el Banco envió la primera misión a país alguno a Colombia, para estudiar su economía y las alternativas para su desarrollo, y recomendó otorgar prioridad a la inversión pública en la infraestructura de transportes y el mejoramiento de la educación.

A todas estas, la presión cambiaria se mantuvo en 1956, lo que acrecentaba las expectativas de devaluación del peso por cuanto la diferencia entre la cotización

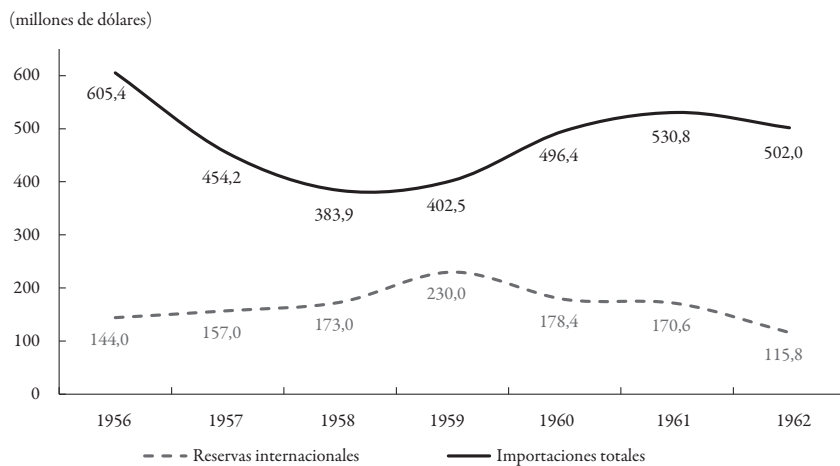
del dólar libre y la tasa oficial se amplió considerablemente en el segundo semestre, aunque el Gobierno se mantuvo firme en su posición de no alterar el tipo de COP 2,50 por dólar. Se evidenció, además, que los registros de las importaciones no reembolsables y las efectuadas por el mercado libre eran el 25 % de las totales (en 1957 llegarían a ser el 30 %). En noviembre, mediante un decreto, creó los *títulos de divisas*, de obligada adquisición por parte de los exportadores, quienes hasta ese momento podían vender libremente los dólares. En ese mismo mes se elevó la suma que los exportadores cafeteros debían reintegrar al país y se acordó pagar una parte a la tasa oficial y otra en *títulos de divisas*.

A fines de 1956 era evidente la imposibilidad de mantener el precio oficial del dólar en COP 2,50 con todo el andamiaje de controles, restricciones y trámites administrativos que se suponía evitaban la devaluación (Gráfico 2.20). Como escribe Eduardo Wiesner (1978), en febrero de 1957 la “devaluación probablemente llegaba a cerca del 100 %, a juzgar por la opción que en ese mes dio el Banco de la República a los importadores para pagar su deuda externa con dólares vendidos a COP 4,95” (p. 175). Era evidente, además, el desgaste de las autoridades en el manejo económico y la no sostenibilidad del tipo oficial de cambio (Gráfico 2.21). El ritmo de crecimiento se había reducido sustancialmente: en los tres años transcurridos entre 1955 y 1957 el PIB se incrementó solamente en 3 % por año –cuando la población crecía a una tasa mayor– muy por debajo de la expansión de la economía registrada en la primera mitad de la década. El Gobierno y el sector privado se estaban financiando principalmente con crédito del Banco de la República. De acuerdo con un estudio posterior, “los exagerados gastos presupuestales y los déficits de la balanza de pagos en Colombia en los años cincuenta eran extraordinarios para los estándares colombianos de ese tiempo” (Garritsen de Vries, 1987, p. 72).

Cuando el 10 de mayo de 1957 dejó la presidencia el general Rojas Pinilla y fue reemplazado por una Junta Militar de Gobierno de cinco miembros, la situación económica era crítica²⁷. El precio del café había bajado en los primeros meses del año, las reservas en 1956 habían llegado a su nivel más bajo desde 1952 y las autoridades se alarmaron cuando, al revisar el atraso de los pagos de la deuda externa,

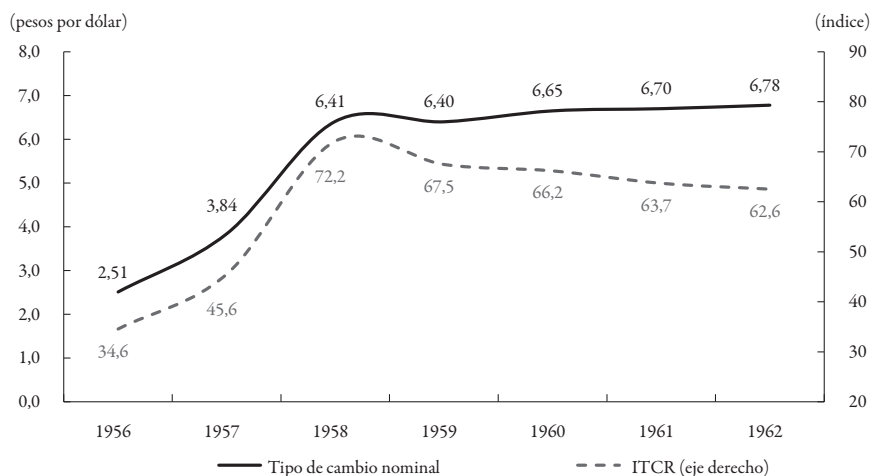
²⁷ Las actas de la Junta Directiva del Banco de la República relatan el episodio que le costó el cargo de gerente del Banco al doctor Carlos Mario Londoño, quien entregó USD 15.000 de las reservas internacionales al general Rojas Pinilla para que pudiera salir del país e instalarse en el exterior. Aunque estos recursos fueron reembolsados al Banco por la Caja de Pensiones del Ejército, el hecho no dejó bien parado al gerente, quien fue reemplazado por el doctor Ignacio Copete Lizarralde (Actas de la Junta Directiva, 1957).

GRÁFICO 2.20
RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES
1956-1962



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.21
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
1956-1962



Fuente: elaboración de los autores.

encontraron que el monto no era de USD 264 millones, como se había publicado previamente, sino de USD 490 millones. Para el nuevo ministro de Hacienda, Antonio Álvarez Restrepo, en términos cambiarios se estaba viviendo una *situación irreal*, que la devaluación del peso ya había sido gestada por las fuerzas del mercado y que la tasa de COP 2,50 por dólar era una simple *ilusión* (Avella, 2016, pp. 470-471).

La magnitud del desequilibrio externo obligaba al nuevo gobierno a obtener crédito externo, a poner en marcha un fuerte proceso de ajuste macroeconómico y a acudir nuevamente al FMI. Como en efecto lo hizo. El Gobierno preparó un programa de estabilización que sirvió de base para firmar un acuerdo de *stand by* con el Fondo (Junguito-Bonnet, 2017b)²⁸. Este fue el primer programa, firmado por un año el 19 de junio de 1957 con un desembolso de USD 25 millones. Al cabo del año el acuerdo se renovó por otros doce meses²⁹.

En desarrollo del programa, el 17 de junio de 1957 se introdujo una nueva reforma del sistema cambiario: se estableció un régimen de libre cambio en el cual coexistirían dos mercados de tasa flexible, el de *certificados* y el de *capitales*. Por el primero se canalizarían todas las transacciones de importación y exportación de productos y las de capital petrolero y la industria minera, los pagos de deuda externa, los servicios oficiales, los fletes y otros rubros específicamente autorizados. Por el de capitales se moverían los ingresos y egresos por los demás conceptos³⁰. El Banco de la República vigilaría el comportamiento ordenado con una intervención activa utilizando los recursos del Fondo de Estabilización Cambiaria (FEC)³¹.

Al cabo de unas pocas semanas la tasa de cambio en el mercado de certificados se estabilizó entre COP 4,80 y COP 4,85 por dólar (había tenido lugar

²⁸ De acuerdo con Roberto Junguito, el programa con el Fondo comprendía: “simplificar y mejorar la estructura de tasas de cambio creando una tasa de cambio libre y flexible además de la de los certificados de cambio para la mayoría de las importaciones, eliminar los controles cuantitativos a las importaciones manteniendo una lista de las prohibidas, proveer suficiente oferta de divisas para importar que garantizaran un mercado ordenado, el compromiso de ponerse al día con los pagos trazados de las importaciones y la decisión de controlar efectivamente la inflación por medio de una política monetaria más restrictiva”.

²⁹ El Fondo Monetario Internacional le extendió tres créditos a Colombia entre 1957 y 1959. El primero por SDR 15.000 mil, que no fue utilizado; el segundo por SDR 25.000 mil, que se utilizó, y el tercero por SDR 41.250 que tampoco se desembolsó (SDR: derechos especiales de giro) (FMI, 2022).

³⁰ Carmen Astrid Romero (2006) y otros autores calificaron esta reforma como bastante liberal.

³¹ En junio de 1957 el Banco adquirió certificados de cambio a COP 4,80 y COP 4,85 por dólar, para lo cual contaba con USD 40 millones en el FEC y con los USD 25 millones finalmente desembolsados por el FMI.

una devaluación del 92 % y el dólar libre en el mercado de capitales había llegado a cotizarse a COP 7,0 por dólar para descender después a COP 5,60. Al finalizar el año, la brecha entre las dos tasas era de COP 0,95. En términos reales la devaluación oficial de cambio no fue tan agresiva por la elevación de los precios internos, pero el índice de la tasa de cambio real se incrementó en diez puntos (Gráfico 2.21). De hecho, para Díaz-Alejandro (1972), la simplificación cambiaria condujo, de facto, a una reducción en la tasa de cambio aplicable a las exportaciones menores, en términos nominales y, sobre todo, en reales, como había sucedido también en 1951, por lo cual el sistema cambiario reflejó un sesgo antiexportador. Esto, debido al temor de las autoridades colombianas a devaluar, por lo cual se evitó elevar la tasa de cambio que se aplicaría a las exportaciones menores (p. 136)³².

Por otra parte, se reforzó el control de las importaciones, se restableció la lista de prohibida importación, se estableció la licencia previa, se introdujeron gravámenes sobre las exportaciones, se creó el impuesto sobre los giros al exterior y se elevaron los depósitos previos al 100 % (Fuentes y Villaveces, 1976)³³. Para administrar los controles a las importaciones se creó la Superintendencia Nacional de Importaciones, dependiente del Ministerio de Hacienda; un cambio importante porque bajo la legislación anterior el Banco de la República tenía la responsabilidad de los controles a las compras externas. Adicionalmente, en 1958 se firmó un nuevo contrato entre el Gobierno y el Banco de la República, en el que se establecieron claramente las funciones de este último en materia cambiaria³⁴.

En esta ocasión las autoridades acataron en mayor grado los lineamientos del FMI. El Gobierno se propuso reducir el gasto público y controlar la expansión de la oferta monetaria. La inflación, que desde finales de 1956 venía en aumento, se aceleró en el primer semestre de 1957 y cerró el año ligeramente por encima de 20 %. La Junta del Banco de la República elevó los encajes bancarios, redujo las facilidades de redescuento por parte de los bancos comerciales en el Banco de la República, e incrementó el monto de los depósitos previos de importación.

³² Para Díaz-Alejandro, el comportamiento de la inflación no fue exorbitante dada la magnitud de la devaluación, lo inadecuado de las herramientas de política monetaria y el grado de ajuste que se requería.

³³ En el trabajo de Fuentes y Villaveces se estimó que las medidas de control de importaciones habrían incrementado el costo de importar en 103 %.

³⁴ En el nuevo contrato se determinó que el Banco de la República intervendría en el mercado de certificados de cambio y podría hacer ventas en el mercado libre o fluctuante mediante remates (Decreto 80 de 1958).

El programa económico y los recursos que desembolsó el FMI, más el hecho de que en agosto de 1958 se logró firmar un crédito con el Export-Import Bank of Estados Unidos por USD 78 millones destinado a financiar la importación de bienes esenciales, permitió cancelar una serie de obligaciones externas que estaban vencidas. Gracias a la aprobación de este préstamo, algunos bancos privados se animaron a extender créditos a Colombia por otros USD 25 millones³⁵.

La estabilización surtió efecto. Si bien el crecimiento de la actividad productiva fue de solo 2,4 % en 1958, subió a 7,2 % en 1959; la inflación cayó a 8,1 % en 1958; se logró el equilibrio presupuestal (Gráfico 2.22); las reservas internacionales, las cuales habían bajado a USD 144 millones en 1956, subieron a USD 230 millones en 1959; y las importaciones se recuperaron en 1959, incrementándose a USD 402 millones (Cuadro 2.5)³⁶.

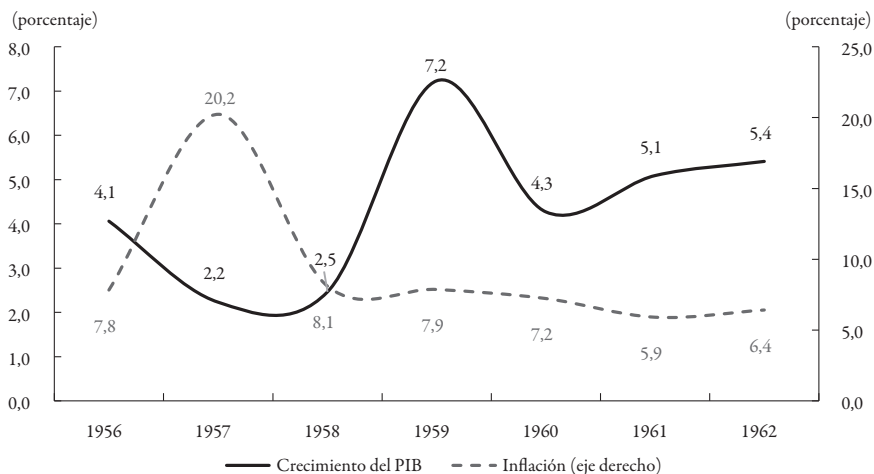
Esos resultados se alcanzaron en medio de precios del café que registraron un promedio de USD 0,45 por libra (Gráfico 2.23). La baja en el precio condujo a una nueva modificación cambiaria en marzo de 1958 (mediante el Decreto-Ley 80 de 1958 del 26 de marzo, que posteriormente, al reabrirse el Congreso el 20 de julio de 1958, se incorporaría en la Ley 1 de 1959), para que las exportaciones del grano se reintegraran a una tasa de cambio fija, ajustable de manera periódica, que se estableció en COP 6,10 por dólar y para que la retención de café se financiara con un impuesto del 10 % sobre la producción exportable del grano³⁷. Infortunadamente la crisis cafetera forzó al Banco de la República a continuar financiando la compra y la retención de café, lo cual presionaba la inflación al alza. Sin embargo, de acuerdo con la señora Garritsen de Vries, historiadora del

³⁵ Una condición del crédito del Eximbank fue que los registros mensuales de importación no deberían sobrepasar USD 28 millones, un monto inferior al registrado en 1956 y 1957 en los que las importaciones mensuales eran superiores a USD 35 millones.

³⁶ De acuerdo con la señora Garritsen de Vries (1987), “aun cuando la devaluación del peso y los controles de importaciones contribuyeron a la corrección de la balanza de pagos, las políticas de estabilización fueron las más efectivas. Casi inmediatamente la sustancial salida de capitales que había tenido lugar antes de las medidas se frenó, especialmente en la medida en la cual los ciudadanos creyeron en la depreciación del peso y en las medidas para corregir la posición externa del país. En 1958 y 1959 el valor en dólares de las importaciones de bienes y servicios fue aproximadamente el 70 % del registrado en 1956. La reducción se logró parcialmente gracias a las restricciones de crédito al sector privado, pero, particularmente, por la fuerte devaluación de la moneda, el control estricto de las importaciones y la reducción del gasto del sector público y del déficit fiscal. La tasa de cambio en el mercado libre llegó incluso a apreciarse” (pp. 73-74).

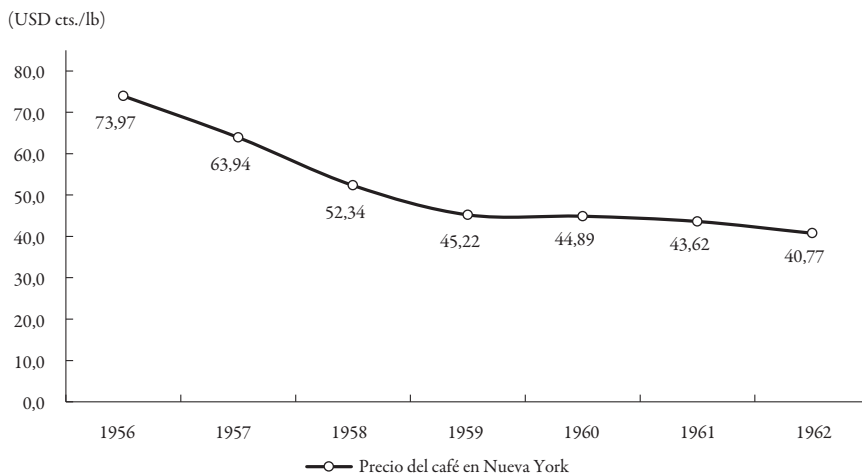
³⁷ Este decreto implicó, de acuerdo con Wiesner (1978), una devaluación “pues el precio de compra del certificado se fijó en COP 6,10, es decir una elevación de 29 % [...]. Por su parte el dólar libre fluctuó alrededor de COP 8,0 durante el segundo semestre de 1958. Para este mercado libre de capitales la devaluación fue de COP 6,10 a COP 8,0, es decir un 31 %” (p. 170).

GRÁFICO 2.22
CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN
1956-1962



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.23
PRECIOS DEL CAFÉ
1956-1962



Fuente: elaboración de los autores.

Fondo Monetario Internacional, “las medidas fueron exitosas. En 1957 y 1958 se registraron sustanciales superávits en la balanza de pagos y en 1959 el superávit fue aún más grande” (1987, p. 713).

El 20 de marzo de 1958 se celebraron las elecciones para la conformación del Congreso dentro del marco del acuerdo político del Frente Nacional, una vez se aprobó la reforma constitucional para darle vida, mediante el plebiscito efectuado el 1 de diciembre de 1957. El 20 de julio de 1958 se reabrió el Congreso Nacional, cerrado desde noviembre de 1949; por nueve años se había interrumpido el funcionamiento de las instituciones democráticas y los gobiernos habían legislado al amparo del Estado de Sitio. El 4 de mayo de 1958 fue elegido presidente de la República, Alberto Lleras Camargo, quien se posesionó el 7 de agosto de 1958. El gobierno de la Junta Militar había cumplido su tarea de restaurar la democracia en Colombia y entregaba el poder con una economía en recuperación frente a la crítica coyuntura que había recibido catorce meses atrás.

En septiembre de 1958 el ministro de Hacienda, Hernando Agudelo Villa, presentó al Congreso el plan de acción de la nueva administración titulado “Plataforma económica y social del primer gobierno del Frente Nacional” que contenía “una serie de principios de carácter general en el campo de la estabilidad económica y financiera, el equilibrio social y el desarrollo económico del país”, y apuntaba a implantar una “severa” política de estabilidad monetaria fiscal y cambiaría con miras a “detener la creciente devaluación de la moneda mediante la eliminación de las presiones inflacionarias que se han agudizado especialmente durante los últimos meses, debido a la crisis cafetera y a los sistemas utilizados para hacerle frente”. Adicionalmente se planteaba la necesidad de

modificar radicalmente la expansión monetaria inmoderada del Banco de la República, definiendo de manera estricta las relaciones entre aquella entidad y la Federación Nacional de Cafeteros y el Fondo Nacional del Café, en forma de evitar que continúe el proceso inflacionario registrado durante los últimos meses. (Agudelo-Villa, s. f., pp. 155-157)

Se trataba, entonces, de desligar la financiación cafetera de la política monetaria y se recomendaba que el Fondo Nacional del Café vendiera inversiones y obtuviera la liquidez que le permitiera realizar sus actividades sin depender del Banco de la República. En cuanto a la estabilidad cambiaria, la idea era mantener el sistema sobre la base del mercado de divisas para las exportaciones y las importaciones, y el mercado libre, eliminando los sistemas administrativos para la asignación de las divisas, como los cupos básicos o el control de cambios.

A su vez, según Agudelo-Villa (s. f.), se buscaba contar con lo siguiente: “una lista de prohibida importación que comprenda todos los artículos que producimos o estamos en camino de producir en el inmediato futuro, y de una lista de libre que incluya los artículos esenciales que no producimos” (p. 159).

Tal vez, por primera vez un ministro de Hacienda se refería a la interacción de la política monetaria, la fiscal y la balanza de pagos, y, específicamente, con el comportamiento de la tasa de cambio. En el pasado, en general, no se vinculaba la expansión monetaria ni la fiscal con la demanda de dólares para efectuar giros al exterior, a pesar de las alertas frecuentes del gerente del Banco de la República en las notas editoriales de la *Revista*. Las políticas de estabilización resultaban entonces fallidas, por cuanto el Banco de la República continuaba extendiendo crédito al Gobierno, a la Federación Nacional de Cafeteros y al sector productivo³⁸.

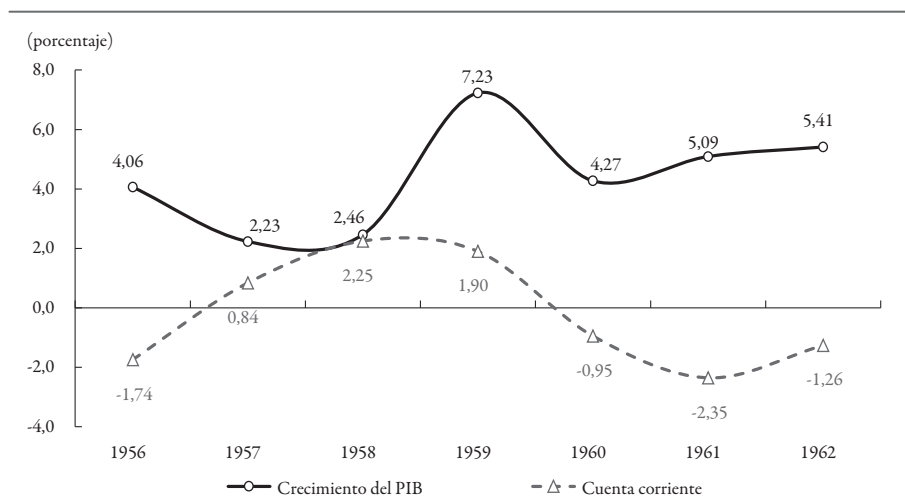
Obtener crédito externo y asistencia financiera internacional era un elemento crítico dentro del modelo de crecimiento económico. Era claro “que el país tenía un problema cambiario estructural. La industrialización requería la importación de insumos para la industria y la agricultura, y las exportaciones no crecían a un ritmo suficiente para el suministro de las importaciones que se demandaban” (Urrutia, 2012, p. 243). Los modelos en boga era los llamados de “dos brechas”: la de las divisas y la del ahorro. Se requería generar divisas y aumentar el ahorro. Las deficiencias de este último se suplían con la ayuda internacional porque no eran evidentes las políticas locales para aumentar el ahorro. A su turno, “el déficit de la balanza de pagos era estructural porque, una vez aumentaba la inversión, la demanda de importaciones crecía más que proporcionalmente y se volvía efectiva nuevamente la barrera de la falta de divisas” (Avella, 2016, p. 243)

Aunque en 1958 el crecimiento económico solamente registró una ligera recuperación frente a 1957, de por sí bajo, al finalizar el año se respiraba optimismo (Gráfico 2.24). En gran parte porque se había obtenido una importante suma de créditos externos con el Export-Import Bank de Estados Unidos y con la banca comercial (USD 103 millones); se continuaba poniendo al día el pago de la deuda externa atrasada; y las reservas internacionales habían aumentado. Al final del

³⁸ El Banco de la República, por ejemplo, extendió crédito para la construcción de la planta de Acerías Paz del Río en Boyacá. Por eso, en la declaración del ministro Agudelo Villa se propone “reglamentar los cupos de redescuento del Banco de la República, especialmente para entidades como Acerías Paz del Río, Banco Popular, y almacenes de depósito, que están determinando nuevas y peligrosas presiones inflacionarias”, (Avella, 2016, p. 527).

año la tasa de cambio había llegado a COP 6,40 por dólar. El compromiso de Colombia era mantener la política de estabilización adoptada desde 1957, lo cual facilitó la renovación del programa con el Fondo Monetario Internacional por otro año, sin que se hubieran desembolsado los USD 15 millones acordados.

GRÁFICO 2.24
CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE
1956-1962



Fuente: elaboración de los autores.

Las perspectivas para 1959 no eran las mejores por la crisis en el mercado del café, lo cual implicaba, nuevamente, estrechez de divisas e importaciones limitadas. A pesar de los esfuerzos para controlar la oferta de los cafés de América Latina que se habían concretado en la firma del Convenio de México en octubre de 1957 para retener el café y contener la baja del precio –lo cual implicaba la obtención de recursos para financiar la retención en Colombia y la conformación del Grupo de Estudio del Café en mayo de 1958, que dio lugar a la firma del Convenio Latinoamericano del Café en septiembre de 1958–, la oferta mundial del grano continuaba en aumento y los precios se estabilizaban en niveles muy bajos (Avella, p. 425). Iba a ser necesario esperar hasta julio de 1962 para lograr el acuerdo entre productores y consumidores para regular la oferta de café en el mundo mediante la fijación periódica de cuotas de exportación.

En 1959 se dinamizó el ritmo de crecimiento y, a pesar del bajo precio del café, se mantuvo la estabilidad de la tasa de cambio y las reservas internacionales aumentaron 33 %. La Ley 1 del mismo año incorporó lo dispuesto por el Decreto 080 de 1958. El precio del certificado para compra se mantuvo en COP 6,10 por dólar y para venta en COP 6,40 por dólar. El dólar libre se cotizó alrededor de COP 8,0 por dólar en la primera mitad del año y en diciembre bajó hasta COP 7,0 por dólar. Sin embargo, en el primer trimestre de 1960 la tasa de venta del certificado en remates públicos se elevó hasta COP 6,70, por lo cual en mayo de 1960 el Banco subió el precio de compra a COP 6,50 por dólar y de venta a COP 6,70 por dólar. Tuvo lugar, entonces, una nueva devaluación oficial de la moneda. Es interesante el comentario de Eduardo Wiesner (1978) en el sentido de que, a mediados de 1960, se comenzó a experimentar con devaluaciones mínimas del certificado pero que “esta acertada política del entonces ministro Agudelo Villa lamentablemente no encontró apoyo político y tuvo que ser suspendida. La tasa de cambio se ‘congeló’ en COP 6,70 y así se mantuvo hasta septiembre de 1962 cuando fue elevada a COP 9,00” (Wiesner, 1978, p. 180).

El crédito externo fue clave nuevamente para la estabilidad cambiaria, lo mismo que la colaboración del FMI, pues se acordó una tercera línea de crédito *stand by* por USD 41,25 millones, que estuvo vigente entre octubre de 1959 y octubre de 1960, sin que estos recursos hubieran sido utilizados. Sin embargo, para Roberto Junguito-Bonnet, “las relaciones con el Fondo tuvieron su primer conato de enfrentamiento en 1959, a raíz de los cambios introducidos en el manejo cambiario por la administración del presidente Lleras Camargo” (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 575)

Aunque el Fondo reconoció que el Gobierno en 1958-1959 había corregido el desequilibrio de la balanza de pagos, también era de la opinión de que había realizado cambios de envergadura en el sistema cambiario que daban lugar a “una proliferación de las tasas de cambio y subsidios a las exportaciones de manera *ad hoc*, lo que llevaba al organismo a no dar su apoyo a las medidas introducidas”. Entre dichos cambios se mencionaron:

el establecimiento de una nueva tasa fluctuante de compra con las divisas provenientes de las exportaciones menores, al igual que un número indeterminado de tasas de compra de las divisas provenientes de exportaciones de manufacturas; haber fijado una nueva tasa de venta para las exportaciones de petróleo; autorizar al Banco de la República para utilizar diversas tasas en la venta de las divisas destinadas al pago de seguros y fletes, además de varios

cambios en el sistema de control de importaciones, sobre todo en los casos de acuerdos bilaterales de comercio. (Junguito-Bonnet, 2017b p. 575)

Por otra parte, en las consultas con las autoridades, los funcionarios del Fondo fueron críticos de la “laxitud de la política monetaria en esos años y atribuí[n] a esto la gestación de presiones inflacionarias superiores al 15 % anual” (p. 575).

Mediante el Decreto 1345 de 1959, el Gobierno adoptó un nuevo arancel más orientado que el anterior a la sustitución de importaciones, “limitada por la escasez de divisas”; así se reflejaba la influencia de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal). Se terminó de uniformar el régimen tarifario al generalizar las tarifas *ad valorem* en la totalidad del universo arancelario, puesto que muchas de las tarifas específicas que aún existían se habían erosionado debido a la inflación.

[La sustitución] pretendía orientar la composición de las importaciones hacia los bienes intermedios, reduciendo al mínimo las de consumo y restringiendo las de capital a aquellas necesarias para producir algunos bienes intermedios que anteriormente se importaban. Por lo demás y para no desproteger la agricultura, los insumos para el sector continuaron siendo importados libremente y con tarifas bajas. El nuevo arancel se caracterizó por su alto nivel, una dispersión considerable de las tarifas y una mayor generación de ingresos para el fisco. (Fuente y Villaveces, 1976, p. 91)

En 1960 la economía comenzó a perder la estabilidad que había ganado en los últimos dos años. Volvieron los desequilibrios tanto de la balanza de pagos como de las finanzas públicas. El precio del café continuó a la baja y fue afectado por la incertidumbre con respecto al volumen de la cosecha cafetera, que se preveía muy alta. Como reacción, los importadores buscaron aprovisionarse de productos y aumentar sus inventarios. Las reservas internacionales cayeron, por lo que en 1961 se optó por restringir, nuevamente, los cupos de importación. La Junta del Banco elevó el tipo de cambio para los reintegros de café, banano, cueros y metales preciosos a COP 6,50 por dólar cuando en la Ley 1 de 1959 se había fijado en COP 6,10. El propósito fue compensar al productor cafetero por la pérdida de su capacidad adquisitiva debido a la baja del precio internacional y a la inflación interna. La expansión de los medios de pago fue de 10,4 % en 1960 y de 24,6 % en 1961.

En octubre de 1960 concluyeron las negociaciones de un nuevo acuerdo de *stand by* con el FMI que contempló un préstamo de USD 75 millones y un término de

doce meses³⁹. El objeto del crédito era moderar las fluctuaciones temporales del mercado cambiario originadas en factores estacionales y de corto plazo.

Con la abundante financiación que recibió Colombia entre 1959 y 1960, no sorprende que la tasa de cambio se hubiera mantenido relativamente estable. En la Memoria del ministro Agudelo Villa de 1961, a su retiro del Ministerio de Hacienda, en noviembre de dicho año, se informa que gracias a la autorización de la Ley 1 de 1959, el Gobierno obtuvo créditos por la suma de USD 215,1 millones destinados en su mayor parte a “impulsar, como no se había logrado en época anterior alguna, el desarrollo económico y los planes de bienestar social de la nación” y que a esa cifra debería “Agregarse los USD 75 millones del *stand by* contratado con el Fondo Monetario Internacional, de los cuales el país había utilizado ya USD 65 millones para su política de equilibrio cambiario” (Agudelo-Villa, 1960, pp. 172-173).

Concluye que

en dos años, Colombia contrató empréstitos externos para impulsar su desarrollo económico y social, y para su estabilidad económica por valor de USD 290 millones. Lo cual es superior a los empréstitos obtenidos por gobierno alguno durante la historia de la Nación (Agudelo-Villa, 1960, pp. 172-173).

El énfasis en la estabilidad macroeconómica cedió ante la prioridad otorgada al *fomento* y al *desarrollo*. A nivel político fue generalizándose el comentario de que por estar concentrados en la estabilidad macroeconómica se estaban dejando de lado las políticas enfocadas al desarrollo, en boga por esos días por los programas de asistencia financiera para el desarrollo, como la Alianza para el Progreso, del cual Colombia, en cabeza del presidente Lleras Camargo, fue promotor en América Latina⁴⁰.

³⁹ En 1960, Colombia suscribió un nuevo acuerdo de *stand by* con el FMI por SDR 75.000 de los cuales desembolsó SDR 65.000. En 1962 firmaría otro acuerdo *stand by* por SDR 10.000 de los cuales desembolsó SDR 7.500 millones.

⁴⁰ Entre el presidente Lleras Camargo y el presidente John F. Kennedy se estableció una relación política y personal estrecha para sacar adelante la Alianza para el Progreso. Colombia fue beneficiario importante del programa en los años sesenta. El presidente Kennedy visitó Bogotá el 17 de diciembre de 1961 invitado por Lleras para tratar personalmente el “problema de Cuba”.

En un documento de febrero de 1960, el Gobierno se impuso la meta de un crecimiento económico anual del 5% y, en relación con la política monetaria planteó, entre otros objetivos,

regular el crecimiento de los medios de pago de acuerdo con el aumento real de la producción nacional [...] y sostener la política de destinar en mayor proporción los encajes adicionales y los cupos de redescuento de las entidades bancarias hacia las inversiones productivas y los sistemas de financiación de materias primas con base en bonos de prenda de los almacenes generales de depósito; [...] igualmente, el Gobierno mantendrá estrecha vigilancia para que se cumplan las obligaciones de inversión impuestas por la Ley 26 de 1959 sobre fomento agrícola y ganadero y estimulará la aplicación de estatutos como el Decreto 384 de 1950 sobre otorgamiento de crédito a mediano plazo para la producción nacional (“Desarrollo económico y bienestar social”, citado por Avella, 2016, p. 529).

Para mediados de 1961 era claro, y así lo informó la *Revista del Banco de la República*, que la política monetaria era de expansión. En mayo de dicho año se comentaba que las autoridades monetarias preveían para el resto del año

una apreciable expansión de los medios de pago, originada en los créditos que el Banco de la República ha otorgado y deberá seguir otorgando al Gobierno Nacional para cubrir un posible déficit presupuestal, como para atender gastos urgentes dirigidos a la pacificación del país, para lo que no existía apropiación. (Banco de la República, 1961, p. 579)

Y añadía: “Por su parte la Federación Nacional de Cafeteros, con el apoyo del Banco de la República, deberá intensificar unas intervenciones en el mercado interno del grano” (Banco de la República, 1961, p. 580).

La política económica cambió a los dos años de iniciarse el gobierno de Lleras Camargo. Así lo confirmó el mismo presidente a mediados de 1961 cuando afirmó lo siguiente:

Ya lo dije en reciente discurso de Puerto Berrío, pero juzgo necesario repetirlo, que el Gobierno con cada uno de estos pasos está demostrando que no defiende la estabilidad como una meta en sí misma, ni como programa para mantener el país paralizado en su deficiente desarrollo actual. Hemos superado muchas etapas en que fue necesario proceder con vigor para realizar los ajustes indispensables y sin que hayamos adoptado una política inflacionaria, estamos comprometidos ya con un plan de desarrollo que no podrá menos que producir una expansión considerable a medida que se ejecute el

presupuesto y se vayan incorporando los préstamos externos. (Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, julio 1961, p. 855).

Unos meses más tarde, Misael Pastrana Borrero, quien había reemplazado a Hernando Agudelo Villa en la cartera de Hacienda, ratificaba el planteamiento del presidente y sostenía lo siguiente:

la política monetaria juega un papel importantísimo como efectivo instrumento de estabilización y al mismo tiempo como factor de desenvolvimiento [...]. En el manejo de las incidencias de la moneda y el crédito hay que tener cuidado sumo, porque una acción restrictiva puede reflejarse aun en el desánimo de la producción y en fenómenos de desempleo que es preciso establecer y, por el contrario, la expansión desordenada puede provocar más quebrantamientos de precios que mejoras en los niveles productivos. (Banco de la República, septiembre 1961, p. 1128)

Infortunadamente, desde 1961 comenzó a profundizarse el desequilibrio externo. Durante 1961 cayeron las exportaciones –de USD 476 millones en 1959 a USD 467 millones en 1960 y USD 435– (Cuadro 2.5). Los registros de importaciones aumentaron con respecto a 1960 y se presentó un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que tuvo que ser cubierto con crédito externo (Wiesner, 1978, p. 182). En enero de 1962 se firmó un nuevo acuerdo con el FMI y este desembolsó USD 7,5 millones para apoyar la balanza de pagos. El Fondo aprobó la solicitud presentada por el ministro de Hacienda y por el gerente del Banco de la República, considerando que en el año tendría lugar la transición entre los gobiernos y que los ajustes deberían discutirse con la nueva administración (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 578).

El 20 de diciembre de 1961, el presidente presentó el Plan General de Desarrollo Económico, conocido como el Plan Decenal, pues contemplaba un horizonte de diez años. El objetivo prioritario del Plan era lograr un crecimiento rápido de la producción en todos los sectores de la economía con un significativo incremento de la inversión pública, por lo cual contenía un ambicioso número de proyectos en infraestructura y educación. La meta de crecimiento económico anual era de 5,6%, considerada por el mismo Lleras Camargo como “mínima para generar un aumento en el ingreso per cápita de 2,6% por año” (Caballero-Argáez, 2012, p. 274). Gran parte de la financiación correría por cuenta de los organismos internacionales de crédito y se sometería al Comité de los nueve expertos en Washington creado por la Alianza para el Progreso, a la Agencia de

Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (AID), al Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y al Banco Mundial.

La euforia sobre las posibilidades de la ejecución del plan y de obtener su financiación en el exterior condujo a que se eliminaran los depósitos previos a las importaciones y los encajes marginales sobre los depósitos bancarios; esto generó un aumento del circulante y la expansión del crédito, la cual se consideraba pieza fundamental en la provisión de recursos para llevar a cabo el plan de desarrollo. En ese ambiente, algunos empresarios instaron al Banco de la República a flexibilizar el régimen cambiario y a unificar los dos tipos de cambio en una sola tasa flexible. Las autoridades no accedieron, porque aún se registraba estabilidad en este frente y contaban con suficientes recursos para intervenir en el mercado si se hiciera necesario.

Era tal la expectativa sobre la financiación del programa de inversiones contemplado en el plan que Jorge Mejía Palacio, el último ministro de Hacienda de la administración Lleras Camargo, escribió un artículo que fue publicado en la *Revista del Banco de la República* en mayo de 1962, dos meses antes del cambio de Gobierno, en el cual se refirió al *hecho* de que la balanza de pagos del país estaría desequilibrada por diez años más. Afirmó:

Más lógica, por ortodoxa, sería la tesis de que la devaluación es necesaria para reestablecer el equilibrio de la balanza de pagos. Pero dentro de nuestros planes actuales hay un hecho aceptado y es que nuestra balanza de pagos está y tendrá que estar desequilibrada por diez años, cuando menos. Porque si nos fuéramos a atener al producto de nuestras exportaciones, tendríamos que reducir nuestras importaciones para mantener el equilibrio cambiario, a menos de USD 25 millones al mes, lo cual a duras penas alcanza para artículos básicos y materias primas esenciales, sin que quedara un céntimo para nuevos equipos industriales o bienes de capital en general.

El objetivo de nuestra política no es el equilibrio cambiario, de menos como lo tuvo que ser en otros tiempos de menos cooperación internacional. [Es] el objetivo del desarrollo, porque no se busca un resultado cambiario sino económico, base de la transformación social en que está empeñado el Frente Nacional y por lo tanto no solo este gobierno sino el que se inaugurará el 7 de agosto. Política que no es aventurada, porque está respaldada por la ayuda exterior pactada en la carta de Punta del Este y la Alianza para el Progreso y con la cual se han de cubrir los déficits de balanza que resulten de este proceso de desarrollo económico. (citado por Avella, 2016, p. 481)

El 7 de agosto de 1962 Guillermo León Valencia se posesionó como presidente de la República, quien compartía la visión de la administración saliente sobre la ejecución del plan de desarrollo financiada con recursos externos. Sin embargo, se había perdido la estabilidad y la asistencia internacional no se obtenía en las cuantías previstas, al tiempo que las exportaciones de café y las menores no eran suficientes para atender la demanda de divisas. La situación era crítica.

CUADRO 2.5
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1956-1962

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR (1994 = 100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1957	3,840	45,56	2,23	157,00	0,84	20,23	63,94	-106,97	-4,89	454,20
1958	6,410	72,17	2,46	173,00	2,25	8,10	52,34	80,79	18,21	383,90
1959	6,400	67,49	7,23	230,00	1,90	7,86	45,22	247,73	201,47	402,50
1960	6,650	66,21	4,27	178,40	-0,95	7,22	44,89	182,87	130,52	496,40
1961	6,700	63,73	5,09	170,60	-2,35	5,90	43,62	-223,11	-238,18	530,81
1962	6,780	62,56	5,41	115,80	-1,26	6,41	40,77	-315,07	-792,36	501,96

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

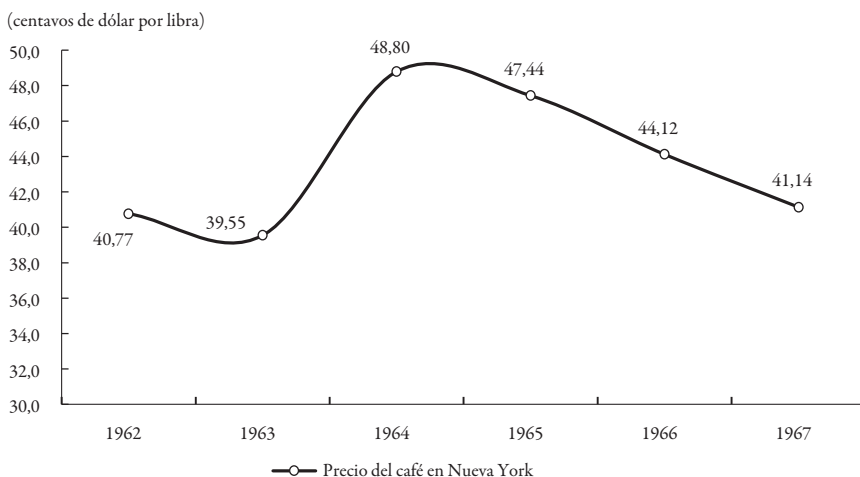
(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por Balance del Tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

2.8 1962-1966: ¿ESTABILIZACIÓN O DESARROLLO?

El manejo de la economía fue muy complejo en el periodo entre 1962 y 1966. Tal vez el de mayor inestabilidad de la segunda mitad del siglo XX. El precio internacional del café tocó el piso de 39,55 centavos de dolar por libra en 1963 y promedió una cotización de 44,14 centavos de dolar por libra en los cinco años, la más baja desde 1950 (Gráfico 2.25). Al mismo tiempo, como en 1961 la política económica había dado prioridad a la promoción del desarrollo frente a la estabilización, se generó un desajuste macroeconómico notorio por el incremento de la oferta monetaria para financiar al Gobierno Nacional y a la Federación Nacional de Cafeteros.

GRÁFICO 2.25
PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK
1962-1967



Fuente: elaboración de los autores.

En una carta enviada en marzo de 1962 al presidente Lleras Camargo por su embajador en Washington, Carlos Sanz de Santamaría, quien sería posteriormente el primer ministro de Hacienda en la administración de Guillermo León Valencia, Sanz de Santamaría advertía al presidente que

a pesar de la austeridad y a pesar de la importante ayuda externa, la situación general no mejoró suficientemente porque al mismo tiempo que se producían

estos hechos importantes para el país, se disminuían las entradas por la baja de los precios del café.

Más adelante se refería a los incrementos que simultáneamente venían presentándose en los precios de los productos importados, que “juzgaba como una crisis endémica” que afectaba a casi todos los países de América Latina y, como lo parafrasea Roberto Junguito-Bonnet (2018a)

en términos de los que denominaba consideraciones colaterales, destacaba la manifiesta desconfianza que entonces predominaba sobre la estabilidad de la moneda colombiana, y anotaba que los capitales privados no irían a los países mientras predominara el temor a la desvalorización de la moneda. (p. 296-297)

Sugería entonces que,

de no ser posible asegurar el financiamiento para cubrir el déficit de la balanza de pagos, no quedaría otro medio que volver a una etapa de austeridad similar a la implantada en 1957 y liberar el tipo fijo de cambio, dejándolo llegar a niveles que, por el encarecimiento de las divisas, disminuyan la presión de la demanda. La parsimonia en los gastos públicos y en el equilibrio presupuestario y el control severo de los medios de pago se harían indispensables. (Junguito-Bonnet, 2018a, pp. 296-297)

El diagnóstico del FMI sobre la evolución de la economía colombiana entre 1960 y 1962 coincidía con lo expresado por el embajador Sanz de Santamaría en su carta al presidente Lleras Camargo, citada más atrás. Contenía una fuerte preocupación sobre los desequilibrios que se venían registrando en el manejo monetario y el fiscal con el consecuente deterioro en la balanza de pagos, así como la necesidad de devaluar la tasa de cambio y la conveniencia de eliminar las tasas de cambio múltiples. En el documento del equipo del Fondo correspondiente a 1961, “destacaba que el crecimiento de la economía se había desacelerado y la política monetaria se había relajado por la expansión del crédito bancario y el financiamiento del Banco de la República al Gobierno” (Junguito-Bonnet, 2018a, p. 297).

A lo largo de 1962, el Gobierno y el Banco de la República adoptaron medidas para reducir la presión sobre la balanza de pagos, especialmente para controlar las importaciones ante la no materialización de las expectativas de ayuda internacional. La breve liberalización de importaciones iniciada en 1959 se revirtió, se trasladaron mercancías de la lista de libre importación a la lista de licencia

previa y se aumentó el número de productos en la lista de bienes de prohibida importación. Adicionalmente, se elevaron los encajes bancarios y los depósitos previos para reducir el crecimiento de los medios de pago. Sin éxito, en gran medida, por el crecimiento del crédito del Banco de la República al Gobierno⁴¹.

La situación fiscal era crítica, por lo cual el Banco se vio forzado a financiar cuantiosamente al Gobierno, autorizado por las leyes expedidas por el Congreso en el segundo semestre de 1962. Así lo reconoció el mismo gerente del Banco de la República en su informe anual del año, en el que afirmó que la política monetaria había obedecido “de manera preponderante” a dos factores: la situación cambiaria y los déficits fiscales de 1961 y 1962 (Junguito-Bonnet, 2018a, p. 538).

Se hizo impostergable, entonces, una nueva devaluación del peso frente al dólar. Devaluación que se debatió en el Congreso cuando el Gobierno presentó un proyecto de ley para establecer un impuesto sobre los registros de importación y solicitó que, para implantarlo, se le otorgaran facultades extraordinarias⁴². El proyecto de ley fue estudiado por una comisión interparlamentaria que recomendó a la Junta del Banco de la República el 22 de noviembre de 1962, señalar “inmediatamente” como tasa de cambio para la compra de las divisas la de COP 7,00 por cada dólar y para la venta la de COP 9,00 por dólar y rechazó el impuesto sobre las importaciones⁴³. El Banco de la República elevó, entonces, la cotización de venta del certificado de cambio de COP 6,70 a COP 9,00 y la de compra de COP 6,50 a COP 7,10 por medio del Fondo de Regulación Cambiaria, tal como lo había indicado la Comisión, pero solo en diciembre el Congreso expidió la Ley 83 de 1962 que modificó el régimen cambiario y oficializó la devaluación (Wiesner, 1978, pp. 182-183).

En un famoso escrito, Carlos Díaz-Alejandro (1972) calificó esta devaluación como “caótica”, a diferencia de las llevadas a cabo en 1951 y 1957, por haberse realizado en medio del debate público y sin el acompañamiento del FMI,

⁴¹ Durante el mes de diciembre de 1962 la base monetaria aumentó en el equivalente al 68 % de la expansión en todo el año. En el año la base se incrementó en 24,4 % y los medios de pago en 21 %. La expansión monetaria condujo a elevar el encaje ordinario de los bancos, a la imposición de un encaje marginal del 100 % sobre los nuevos depósitos en cuenta corriente y al límite del 70 % en el uso de los cupos de redescuento para los bancos y las corporaciones financieras (véase Avella-Gómez Mauricio, 2016, p. 536).

⁴² La situación era tan desesperada que el 17 de noviembre de 1962 las importaciones se suspendieron por el término de un mes.

⁴³ Los planteamientos de los ministros de Hacienda y Fomento y Trabajo ante el Congreso fueron publicados junto con otros de parlamentarios, funcionarios y dirigentes del sector privado en el libro *Devaluación 1962: historia documental de un proceso económico* (Lleras et al., 1963).

aunque esta entidad la había recomendado anteriormente y había aprobado una solicitud de préstamo presentada por el gobierno de Lleras Camargo a finales de 1961 que condujo a un desembolso del Fondo de USD 52,5 millones y de otro de la AID de USD 60 millones en diciembre de 1962.

El Gobierno autorizó seguidamente la elevación de los salarios mínimos mensuales en 40% con posterioridad a la devaluación, al amparo de la Ley 1 de 1963 de ajuste salarial, que además incluyó una cláusula de ajuste automático retroactiva para compensar los incrementos de la inflación (Junguito-Bonnet, 2017a, p. 578). La inflación se disparó y alcanzó 32,56% en 1963, lo cual terminó por eliminar los efectos esperados de la devaluación de finales de 1962 (Cuadro 2.6)⁴⁴.

A pesar de los ingresos de crédito externo a finales de 1962, en febrero de 1963 el Banco de la República se vio corto de reservas internacionales, por lo cual suspendió la intervención en el mercado libre y congeló la tasa de cambio respectiva. De esta manera se mantuvieron cuatro tasas desde 1963 hasta 1964: las de los certificados permanecieron en COP 7,1 para compra y COP 9,0 por dólar para venta; la tasa para los cafeteros se fijó en COP 7,3 por dólar; y los tipos fluctuantes se fijaron en COP 9,98 y COP 9,99 por dólar para compra y venta desde febrero de 1963 hasta octubre de 1964 (Romero, 2006)⁴⁵.

El desorden fiscal, monetario y cambiario de los dos primeros años de la década de los sesenta y, en particular, el hecho de que el crédito del Banco de la República a los particulares llegó a representar el 16% de los activos del Banco y 22% del crédito al Gobierno –incluida la inversión en bonos de deuda pública– reanimaron la discusión sobre la naturaleza del Banco de la República. En agosto de 1960 se había presentado a consideración del Congreso un proyecto de ley sobre nacionalización del Banco con un directorio compuesto por cuatro miembros de tiempo completo y periodo fijo designados por el presidente de la República, dos de los cuales se escogerían a partir de listas de candidatos elaboradas por el Congreso. En 1962 se buscaba encontrar un esquema institucional que le permitiera al Estado

⁴⁴ Así lo estableció con claridad Díaz-Alejandro (1972): “para 1963 la tasa real promedio de cambio para las importaciones fue solamente 2% superior a la de 1962 y, por supuesto, inferior a los niveles de 1958-1960. Es más, en enero de 1963, en un desacertado intento de lograr ‘estabilidad’, el Banco de la República fijó el tipo de cambio libre aplicable a las exportaciones menores en COP 10. O sea, un nivel inferior al vigente a fines de diciembre de 1962 (COP 11,1)” (p. 142).

⁴⁵ En el Informe anual del gerente de 1963 se expresa la preocupación sobre los cambios múltiples y la preferencia por un tipo de cambio unificado (véase Wiesner, 1978, p. 184).

ejercer la plenitud de la soberanía monetaria. Fue así como se planteó la fórmula de crear una Junta Monetaria como alternativa a la de la nacionalización del Banco, que se encargara “de estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito” que correspondían a la Junta del Banco de la República.

CUADRO 2.6
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
1962-1967

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)		
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1962	6,780	62,56	5,41	115,80	-79,50	-1,26	6,41	40,77	-315,07	-792,36	501,96
1963	9,000	62,12	3,29	124,60	-111,90	-0,98	32,56	39,55	-179,57	-210,26	498,03
1964	9,000	57,82	6,17	147,20	-122,00	-0,42	8,92	48,80	391,48	23,51	575,40
1965	10,500	55,67	3,60	145,30	-61,50	1,64	14,55	47,44	19,03	-377,88	433,98
1966	13,500	58,38	5,35	144,10	-94,80	-2,83	12,98	44,12	678,00	153,71	638,95
1967	14,540	70,56	4,20	149,40	-36,30	0,32	7,30	41,14	660,36	879,00	464,31

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por Balance del Tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

La Ley 21 de 1963 otorgó facultades extraordinarias al Ejecutivo para adoptar varias decisiones de naturaleza fiscal y monetaria. A partir de esta norma se creó la Junta Monetaria, integrada por el ministro de Hacienda, quien la presidiría; el ministro de Agricultura; el ministro de Fomento; el jefe de Planeación Nacional, y el gerente del Emisor, y se facultó a la Junta para nombrar dos asesores permanentes, con voz, pero sin voto. A las reuniones de la Junta Monetaria concurrirían, además, en igual condición, el secretario económico del presidente de la República,

el superintendente Bancario y el secretario de la Junta Directiva; cinco años más tarde, se dispuso que el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incómex) también formaría parte de la Junta (Avella-Gómez, 2016, pp. 46-47)⁴⁶.

De esta manera, los representantes del sector privado en la Junta Directiva del Banco de la República perdieron la posibilidad de participar en la adopción de decisiones relacionadas con el manejo de la política de cambios internacionales, puesto que la Junta Monetaria

heredó las facultades con las que se había dotado a la Junta del Banco en 1951 y recibió nuevas atribuciones; y en materia cambiaria se le adscribieron a aquella algunas competencias de regulación general sobre los cambios y el comercio exterior, que normas posteriores a 1951 le habían otorgado al Banco. (Avella-Gómez, 2016, p. 48)

En diciembre de 1963, el Congreso de Estados Unidos ratificó el Acuerdo Internacional del Café. En 1964 se registró una helada en los cafetales brasileños, por lo cual se pensó en un principio que el incremento en los precios del grano aliviaría la situación cambiaria, pero este fue muy breve, no corrigió la tendencia de los términos de intercambio y la situación externa y la posición de reservas del país continuó siendo crítica en 1964. Por un lado, se trasladó a licencia previa la totalidad de las importaciones; por otro, las autoridades solicitaron un nuevo acuerdo de *stand by* al FMI a comienzos de 1964.

La nueva Junta Monetaria expidió la Resolución núm. 1 de 1964 para elevar el precio de compra del Certificado de Cambio de COP 7,10 a COP 7,30 por dólar (Cuadro 2.6). La expansión monetaria no daba señales de ceder poniendo presión sobre la tasa de cambio y las reservas internacionales, por lo que en octubre la Junta Monetaria suspendió la venta de dólares libres. Sin intervención del Banco de la República, el precio del dólar subió a COP 14,0 en diciembre de 1964, lo cual hacía previsible una nueva devaluación oficial. En el mismo mes, se suspendieron por noventa días las importaciones, se obligó a los importadores a

⁴⁶ Además de crear la Junta Monetaria, con base en la Ley 21 de 1963, se creó la Junta de Comercio Exterior –integrada por los ministros de Hacienda, Agricultura, Fomento, y el jefe de Planeación Nacional– a la cual se otorgó la responsabilidad de orientar la política de comercio exterior, de fijar las listas de importaciones y los presupuestos de divisas, entre otras funciones. También se creó la Superintendencia de Comercio Exterior cuya función sería promover las exportaciones, ejecutar la política de importaciones y participar en los organismos de integración económica (la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio [Alalc], por ejemplo). Se eliminó, entonces, la Superintendencia de Importaciones que se había creado en años anteriores y se reformó la Ley 1 de 1959 estableciendo el café como exportación mayor del país.

constituir depósitos previos en el Banco de la República por el 95 % de los giros al exterior y se instauró un nuevo régimen arancelario bajo la nomenclatura de Bruselas con aranceles más elevados, tarifas *ad valorem* y una mayor dispersión de las tarifas.

Al iniciarse 1965 las autoridades se negaban, sin embargo, a devaluar la moneda, se prefirió mantener las restricciones a las importaciones. El mismo presidente de la República, Guillermo León Valencia, así lo hizo saber:

Quiero además ser claro en afirmar que ni aún con una devaluación de grandes proporciones, la demanda de dólares se reduciría a montos compatibles con las cantidades que resulta posible ofrecer. La devaluación puede tener cierto efecto, muy relativo, sobre el registro futuro de las importaciones que ya está siendo reducido por la no concesión de licencias; pero no logrará sino amenguar por algún tiempo la demanda que corresponde a un pasivo ya contraído, a menos que el encarecimiento de ese pasivo, en términos de moneda legal fuera tan gravoso que produjera una moratoria forzada por la insolvencia de los importadores, lo que constituiría la peor de las soluciones imaginables. Un ingreso adicional de divisas es de todas maneras necesario⁴⁷. (Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, enero de 1965, p. 2134)

A partir de marzo de 1965 se optó por la elevación gradual del precio de compra del certificado de cambio, con lo cual la tasa pasó, primero, a COP 7,67 y posteriormente a COP 8,50 por dólar (Wiesner, 1978, p. 186). Entre tanto, el ministro de Hacienda, Joaquín Vallejo, consultó con el FMI acerca de modificaciones en la tasa de cambio para llevar la tasa del certificado a 9,0 y la del mercado intermedio a COP 14,0 por dólar, y en noviembre el ministro y el gerente del Banco solicitaron al Fondo un nuevo acuerdo de *stand by* con vigencia de un año.

La Junta Monetaria, mediante la Resolución núm. 20 de 1965, había procedido en septiembre a fijar en COP 13,50 por dólar la tasa del mercado intermedio aplicable a las importaciones menos esenciales que, se calculaba, cubría el 65 % de los pagos de importaciones. Al lado del ajuste cambiario se actuó “para adelantar una agresiva política de liberación de las importaciones que fue aplaudida por el Fondo Monetario Internacional” (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 580). Así, al finalizar 1965 regían dos tipos de cambio para las exportaciones, COP 8,50 para las cafeteras y

⁴⁷ Junto con esta declaración se promulgó un Plan de Estabilización consistente en cinco medidas: 1) disminución de los gastos públicos, 2) conversión o refinanciación de la deuda externa, 3) reconversión de la deuda interna, 4) nuevos impuestos y 5) modificación del régimen cambiario de la Ley 1 de 1959.

COP 13,50 para el resto, y dos, también, para las importaciones, una de COP 9,0 por dólar y otra de COP 13,50, junto con una tasa libre que llegó a elevarse hasta COP 19 por dólar. Es decir, tres mercados de cambio⁴⁸.

El programa de liberación avanzó rápidamente, de tal manera que, en septiembre de 1966, casi todas las importaciones se regían por una tasa de COP 13,5 por dólar y el 80 % se encontraban en el régimen de libre importación. En consecuencia, las importaciones del primer y el segundo trimestre de 1966 fueron 30 % y 40 % más altas que las de los trimestres anteriores, con todo y el ajuste hacia arriba de las tarifas arancelarias; se trató de un brote especulativo de las importaciones, puesto que fue un periodo de bajo crecimiento de la economía en su conjunto.

El 7 de agosto de 1966, Carlos Lleras Restrepo asumió como presidente de la República. En el corto plazo, el nuevo gobierno no consideró necesario introducir modificaciones en el sistema cambiario a pesar de la difícil coyuntura que encontró; puesto que las reservas internacionales eran negativas en la suma de USD 134 millones, la Federación Nacional de Cafeteros había contraído una deuda externa por valor de USD 102 millones, las importaciones eran bastante más altas que las del año anterior, y las líneas de crédito de corto plazo del Banco de la República se encontraban copadas. Sin embargo, continuó con el programa de liberación de las importaciones.

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se estaba financiando con nuevos préstamos y con recursos de la ayuda financiera internacional. Estaba vigente el programa *stand by* acordado con el FMI en noviembre de 1965. Por tanto, al iniciarse el nuevo gobierno se registraba cierta estabilidad cambiaria; incluso, la tasa de cambio libre había bajado a COP 16 por dólar. Con todo, hacia octubre de 1966 se percibían dudas con respecto a la sostenibilidad del equilibrio existente, y los acreedores externos, incluyendo al Fondo, comenzaron a mencionar la necesidad de una nueva devaluación y la posibilidad de retener la ayuda externa⁴⁹.

⁴⁸ Una estructura “caótica”, de acuerdo con Fernando Gaviria Cadavid (citado por Wiesner, 1978, p. 187). Para Díaz-Alejandro (2003), la tasa de COP 13,50 tenía el atractivo de ser intermedia entre la de COP 9,0 del certificado y la del COP 18,0 del mercado libre, lo que permitía argumentar que se trataba de una revaluación para abaratar la tasa libre.

⁴⁹ “El FMI había presionado por una devaluación inmediata como condición de los desembolsos del crédito de 1965. El Fondo entendía que al concluir el traslado de las importaciones del mercado intermedio al libre sería necesario devaluar para corregir el desequilibrio en la balanza de pagos. A juicio del Fondo, el Gobierno había accedido en la carta de intención de 1965 a utilizar metas cuatrimestrales de reservas como indicadores de la situación de pagos y que incumplirlas implicaría devaluar de manera inmediata” (Díaz-Alejandro, 1972).

El Gobierno intentó la solución en el marco de los cambios múltiples y procedió a elevar a COP 9,35 la tasa de compra de las divisas provenientes de la exportación de café, a iniciar un proceso de reducción de los depósitos de importación, y a traspasar al mercado intermedio mercancías que se importaban por el mercado preferencial, las cuales, además, se incorporaron a la lista libre (Espinoso-Valderrama, 1970, p. 8). Consideró que el auge importador era transitorio y que, con posterioridad a la liberación, las compras externas estarían llegando a su nivel máximo y que luego disminuirían.

A diferencia de los acreedores, las autoridades alegaban que no existía el compromiso del país para devaluar. En particular, cuestionaban que la tasa de cambio debiera ajustarse si no se lograban ciertas metas de la balanza de pagos, como se derivaba de la carta de intención suscrita con el Fondo en 1965⁵⁰. Se enfrentaron, sin embargo, con que los créditos externos, en particular los de la AID se encontraban bloqueados dado que Colombia no había cumplido la meta de reservas internacionales estipulada en el programa con el FMI. Entonces, el 19 de noviembre el ministro de Hacienda envió un memorando al Fondo para responder a las sugerencias formuladas por esta entidad con respecto al manejo de la política económica en Colombia, en el cual reiteró que el Gobierno era

partidario de ir permitiendo que varíe la tasa de cambio internacional, cuando ello sea necesario para evitar que se formen desequilibrios fundamentales y haya que recurrir a medidas exageradas de contracción monetaria interna o a la aplicación de controles drásticos sobre los precios internos o sobre la importación. (Espinoso-Valderrama, 1970, p. 15)

En caso de presentarse la tendencia continuada y persistente del aumento de los registros de importación o, de otro lado, la de la disminución de las exportaciones menores, imputable al tipo de cambio, el Gobierno “obraría en consecuencia” (p. 15).

⁵⁰ De acuerdo con el entonces presidente Lleras Restrepo (1987), “el Fondo Monetario se inclina demasiado, pienso yo, a creer que los desequilibrios de la balanza de pagos, aún los de carácter más estructural, se deben corregir con variaciones en la tasa de cambio o sea devaluaciones masivas y ha tenido la tendencia a exigirlas señalando sistemas automáticos. Por ejemplo, pidiendo que se diga con antelación que si las reservas no llegan a tal punto, que si hay expansión del medio circulante o un alza del nivel de precios que pasen de tal raya debe hacerse una devaluación de una magnitud determinada. Y eso sobre cálculos discutibles que no resultan muy convincentes para los que hemos tenido que ver con la economía. Pero sobre todo cálculos unilaterales que no toman en cuenta sino un aspecto del problema, dejando de lado los demás. Es muy difícil para un gobierno responsable decir, voy a hacer esta devaluación tomando solamente en cuenta que necesito restringir las importaciones a determinados niveles, bruscamente, sin tener en cuenta factores económicos” (p. 26).

El 28 de noviembre un funcionario del Banco Mundial, emisario del FMI, comunicó al ministro de Hacienda que el Fondo consideraba necesario devaluar “de manera inmediata al COP 16,30 y, pocos meses después al 20, o una devaluación a un nivel intermedio que podría ser la tasa de COP 18 por dólar”. De no aceptar el Gobierno esta recomendación, se procedería al “bloqueo de los créditos externos” (Espinosa-Valderrama, 1970, p. 16).

En estas circunstancias, el presidente Lleras Restrepo decidió convocar a una reunión del Consejo de Ministros para estudiar la situación que se había creado y, en la madrugada del 29 de noviembre, el Gobierno expidió el Decreto Legislativo 2867, en uso de las facultades extraordinarias del Estado de Sitio (artículo 121 de la Constitución Nacional), mediante el cual suspendió el mercado libre del oro y el de cambios internacionales estableciendo que su compra y venta “solo podría hacerse por el Banco de la República o por los bancos delegados por este, cualquiera fuese la forma en que las divisas estuviesen representadas” (Espinosa-Valderrama, 1970, p. 16)⁵¹.

En otras palabras, se optó por un rígido control de cambios y se autorizó al Banco de la República y a la Junta Monetaria para determinar la prelación en los pagos al exterior. Unos días más tarde, la Junta Monetaria fijó en COP 16,25 por dólar la tasa para compra de divisas por parte del Banco y en COP 16,30 la de venta; así determinó específicamente los rubros aplicables para la compra de moneda extranjera y el requisito de licencia de cambio para adquirir las divisas. Terminó, entonces, el programa de liberación de importaciones. Y, de todas maneras, hubo una devaluación del peso, si bien no de la magnitud sugerida por el FMI⁵².

Los episodios de noviembre de 1966 que pondrían fin al errático y complicado manejo cambiario del periodo 1962-1966 fueron criticados por el FMI en el informe de consulta de marzo de 1967, posterior a la visita de una Misión a Colombia. El argumento fue que el país continuaba con un esquema de cinco tasas de cambio, por lo cual de nuevo se recomendaba eliminar las tasas múltiples. No hubo, sin embargo, ningún indicio de que “las autoridades económicas

⁵¹ Espinosa Valderrama (1970) hace una descripción detallada de las medidas adoptadas mediante el Decreto 2867 de 1966 (pp. 18-24).

⁵² Para Wiesner (1978), la complejidad de las medidas adoptadas por el Gobierno en esta oportunidad muestra “la incapacidad del sistema para enfrentar el desafío de un ajuste estable. El conjunto de medidas es lo relevante. Su naturaleza toda era similar pues se trataba, en esencia, de administrar lo imposible y atajar lo inevitable. El Decreto 2867 de noviembre de 1966 dio tiempo para la próxima devaluación” (p. 191).

estaban *ad portas* de expedir un nuevo esquema cambiario” (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 581). Porque el mandatario Lleras Restrepo, preocupado porque las decisiones se habían adoptado al amparo de las disposiciones del Estado de Sitio y no de unas facultades extraordinarias otorgadas al presidente de la República, quería dotar de permanencia a las nuevas normas y renovar el Estatuto de Comercio y Cambios Internacionales. Así lo solicitó al Congreso en las últimas semanas del año (López-Mejía, 1987).

2.9 EL DECRETO 444 Y EL MANEJO CAMBIARIO, 1967-1975

Los episodios de finales de 1966 y la voluntad del gobierno del presidente Lleras Restrepo de poner fin a la inestabilidad económica que había sufrido el país por más de diez años condujeron a la expedición en marzo de 1967 del Decreto 444 de 1967, conocido como Estatuto Cambiario, que habría de dotar a las autoridades de reglas de juego claras y estables dentro de las cuales conducir la política económica y, particularmente, la relación económica con el exterior.

El Estatuto constituyó un hito importante en la historia de la economía colombiana de la segunda parte del siglo XX. Estuvo vigente hasta 1990 cuando, una ley expedida por el Congreso de la República estableció un nuevo régimen cambiario. Con base en sus disposiciones, los distintos gobiernos, la Junta Monetaria y el Banco de la República hicieron frente a choques externos sobre la economía de Colombia, tanto de aquellos de bonanza como de crisis. Así sucedió en la segunda mitad de los años setenta, al sobrevenir un alza extraordinaria de los precios del café (como ocurrió en los años ochenta cuando se desató la crisis de la deuda externa en América Latina, y Colombia enfrentaba un severo desajuste macroeconómico).

El presidente Lleras Restrepo insistió, a comienzos de 1967, en obtener la autorización para expedir, al amparo de facultades extraordinarias, un nuevo régimen de cambios internacionales y de comercio exterior. El 18 de enero, el Gobierno presentó a consideración del Congreso el correspondiente proyecto de ley. Se trataba, en palabras del presidente, de establecer

[un] control de cambios, de acuerdo con el convenio internacional de Bretton Woods que creó el Fondo Monetario Internacional, para evitar los movimientos especulativos de capital de lo que se llama el dinero caliente y

las fugas de capitales, los gastos inútiles, las salidas de divisas que no se justifican. (citado por López-Mejía, 1987, p. 30)

Al lado del control de cambios habría un control de las importaciones y desaparecería el que Lleras Restrepo llamaba el *cambio libre* que, en su opinión, había permitido “tantas especulaciones y tanta fuga de capital”, lo cual no implicaba que no habría movimientos de capital. Y, desde luego, un conjunto de normas para promover las exportaciones y la creación de un Fondo de Comercio Exterior adscrito al Banco de la República (López-Mejía, 1987, pp. 30, 31 y 32).

El presidente presionó al Congreso mediante una serie de charlas televisadas en las cuales explicó a la opinión pública la situación creada a finales del año anterior; la tensión con el Fondo Monetario Internacional y con los acreedores extranjeros del país; y la importancia de la soberanía nacional y la capacidad de las autoridades nacionales para diseñar un plan colombiano que fuera aceptable para esas entidades y con el que se restableciera el flujo de préstamos hacia el país, interrumpido a raíz de los desacuerdos del mes de noviembre anterior. El 14 de febrero se aprobó en el Congreso el proyecto de ley y el 13 de marzo se expidió la Ley 6 de 1967, lo que permitiría al Gobierno expedir, una semana más tarde, el día 22, el Decreto 444. Su espíritu fue encontrar la solución al desequilibrio estructural del sector externo y, sus pilares, “el control de cambios, la restricción selectiva de importaciones y el fomento a las exportaciones” (López-Mejía, 1987, p. 37)⁵³.

La Resolución núm. 13 de la Junta Monetaria del mismo 22 de marzo, definió los ingresos y egresos de cada uno de los dos mercados de cambio exterior, siguiendo la autorización del Estatuto:

- El mercado de Certificados de Cambio, cuyos ingresos dependerían de los reintegros de las exportaciones, incluida la de café, y de los préstamos recibidos por particulares o por entidades oficiales, estableciendo que el

⁵³ En el mensaje del presidente Lleras Restrepo al Congreso Nacional del 20 de julio de 1967, el presidente enumeró los objetivos del Decreto 444: “a) fomento y diversificación de las exportaciones, b) aprovechamiento adecuado de las divisas disponibles, c) control de la demanda de cambio exterior, particularmente para prevenir la fuga de capitales y las operaciones especulativas, d) estímulo a la inversión de capitales extranjeros en armonía con los intereses de la economía nacional, e) repatriación de capitales y reglamentación de las inversiones colombianas en el exterior, y f) logro y mantenimiento de un nivel de reservas suficientes para el manejo normal de los cambios internacionales” (López-Mejía, 1987, p. 37).

servicio de la deuda se llevaría a cabo por el mismo canal⁵⁴. A su vez, los egresos serían los pagos de las importaciones de mercancías, los giros por concepto de intereses y amortizaciones de la deuda pública externa, el servicio de la deuda de los préstamos externos

vendidos al Banco de la República con anterioridad a marzo 22 de 1967; los pagos de los préstamos registrados en el Banco de la República y los necesarios para el sostenimiento en el exterior de los estudiantes patrocinados por el Icetex (Resolución núm. 13 de la Junta Monetaria 22 de marzo de 1967).

- El mercado de capitales, por donde se canalizarían las divisas que adquiriera el Banco de la República por los servicios obtenidos por las personas naturales y jurídicas con posterioridad al 22 de marzo de 1967 y las compras de oro. Los egresos estarían constituidos por el pago de fletes, las remesas por conceptos de utilidades y reembolso de capitales, el servicio de los préstamos externos contratados por los particulares a partir de la vigencia del Estatuto y “el servicio de los préstamos externos de particulares que no se hubieran vendido al Banco de la República” (Steiner, 1987, pp. 201-202).

La misma Resolución fijó las tasas de cambio con respecto al dólar de Estados Unidos: COP 16,25 para la compra y COP 16,30 para la venta de divisas del mercado de capitales; COP 13,50 para la contabilización de las reservas internacionales; COP 9,00 para la venta de divisas destinadas a la adquisición de petróleo crudo refinado en Colombia; COP 7,67 para la compra por el Banco de la República de los dólares ofrecidos por las compañías petroleras extranjeras para los gastos en pesos colombianos que tuvieran que hacer para desarrollar sus actividades en el país⁵⁵ (gráficos 2.26 y 2.27).

⁵⁴ En adelante los reintegros de las exportaciones cafeteras se convertirían a la misma tasa de las exportaciones menores y los pagos de importaciones, menos un impuesto *ad valorem*.

⁵⁵ El nuevo régimen mantuvo la tasa del mercado de capitales que venía desde 1966, suspendió el diferencial cafetero y lo reemplazó por un impuesto *ad valorem*, fijándolo en 26% y estableció una tasa de cambio fija para las importaciones de petróleo (Steiner, 1987, p. 202).

En el mercado de certificados de cambio, la tasa era de COP 13,50 en marzo de 1967. Pero no se fijó una tasa de cambio, como en los otros casos. En uno de los artículos del Estatuto se estableció que la Junta Monetaria tendría “en cuenta los presupuestos de divisas y la necesidad de lograr y mantener un adecuado nivel de reservas internacionales” (Steiner, 1987, p. 202), y en un discurso el ministro de Hacienda informó que la tasa de los certificados “podría oscilar suavemente en una u otra dirección, bajo las presiones graduadas de la demanda, sin derivar a los bruscos sacudimientos que el Gobierno de Colombia considera inconvenientes para el país” (Steiner, 1987, p. 203). La tasa de cambio no era libre; se fijaría periódicamente por parte de las autoridades estimando el comportamiento de la oferta y la demanda de divisas. Según señala Steiner, para Díaz-Alejandro se trataba de una tasa flexible “fijada diariamente por el gobierno y modificada cada pocos días”.

En el área de control de importaciones se compatibilizaron las medidas vigentes con reglas estrictas sobre posesión de divisas y oro, y controles sobre la IED y el pago de regalías y patentes. Se tenía el propósito de liberar un poco más las importaciones, pero la coyuntura no permitió mucho avance. Sin embargo, se redujeron en algo las listas de prohibida importación y se rebajaron los depósitos previos. El 20 de abril de 1967 se decidió crear un recargo al valor CIF (*cost, insurance and freight*) de las importaciones de 1,5 % con destino a la solución de los problemas creados por las regulaciones vigentes sobre el mercado del café y mejorar el ingreso de los caficultores. Este impuesto se mantendría hasta 1991 y en 1969 pasaría a financiar al Fondo de Promoción de Exportaciones administrado por el Banco de la República.

Las que vinieron a conocerse un tiempo después como *minidevaluaciones* no estaban contempladas como tales en el Estatuto. De acuerdo con Steiner (1987), el Decreto 444 de 1967 señaló algunos criterios que deberían tenerse en cuenta para fijar la tasa de cambio de los certificados y fue “más preciso de lo que se había sido en décadas anteriores, pero ciertamente no se estaba estableciendo una regla específica de manejo cambiario” (p. 206)⁵⁶.

Un propósito del Estatuto sí fue claro: unificar los tipos de cambio, es decir, eliminar los distintos mercados cambiarios del pasado. De ahí que, cuando la

⁵⁶ Para Steiner, el régimen de las minidevaluaciones era “el resultado lógico de un régimen de control de cambios en un medio inflacionario. Es más, no existían muchas alternativas en cuanto al manejo de la tasa de cambio, si se querían evitar las crisis periódicas del pasado y lograr una diversificación de las exportaciones no tradicionales del país, como era el objetivo reiterado del nuevo Decreto-Ley”.

tasa de cambio del certificado alcanzó a través de sucesivas minidevaluaciones a la del mercado de capitales en junio de 1968, se dispuso, mediante la Resolución núm. 24 de la Junta Monetaria, el traslado “al mercado de certificados de cambio de la totalidad de los ingresos y egresos de cambio exterior que hoy constituyen el mercado de capitales” (Steiner, 1987, p. 202). Se unificaron las dos tasas de cambio. Con posterioridad a esta decisión, la tasa de cambio del mercado de certificados continuó devaluándose gradualmente. Por esta razón se ha considerado que el Decreto 444 estableció el sistema de las minidevaluaciones, el *crawling peg*, en Colombia.

El FMI opinó favorablemente sobre el Estatuto en sus informes de 1967. Por un lado, consideró positivo haber reemplazado el “gran número de regulaciones emitidas en los últimos siete años” (Junguito-Bonnet 2017b, pp. 581-582). Por otro, que el nuevo sistema representaba un avance frente al establecido en noviembre de 1966, “puesto que el nuevo esquema de tasas de cambio era menos complejo y en varios casos se introducían cambios encaminados a establecer tasas de cambio más ‘realistas’, así como una tasa fluctuante para los principales pagos” (p. 582). De acuerdo con Roberto Junguito (2017b):

las autoridades colombianas habían dado la seguridad de emprender un sistema de tasa de cambio flexible y dar pasos hacia la eliminación de las restricciones vigentes al comercio exterior y los pagos internacionales, para concluir que el FMI no objetaba mantener temporalmente el esquema de tasas múltiples de cambio y restricciones para los pagos y transferencias para las transacciones internacionales. (p. 590)

Por otra parte, el Gobierno, en particular el presidente, consideraban que el Estatuto no debería ser una herramienta aislada de política económica, sino acompañarse de “políticas monetarias, fiscales y crediticias austeras y bien coordinadas”, por lo cual existía un elemento muy importante de convergencia con los planteamientos del FMI. Es interesante observar, sin embargo, la diferente interpretación sobre las razones de las frecuentes crisis cambiarias del pasado inmediato pues, al tiempo que para el Fondo se trataba de “problemas y transitorios causados por los desajustes en las políticas fiscales y monetarias, el Gobierno colombiano las veía como reflejo de desequilibrios más permanentes del sector externo” (López-Mejía, 1987, p. 61). El Fondo apoyó en 1967 la solicitud presentada por la Administración Lleras Restrepo de un nuevo programa de *stand by* con ese organismo, quedando así superadas las tensiones que se habían registrado a fines de 1966, entre el Gobierno y el organismo internacional.

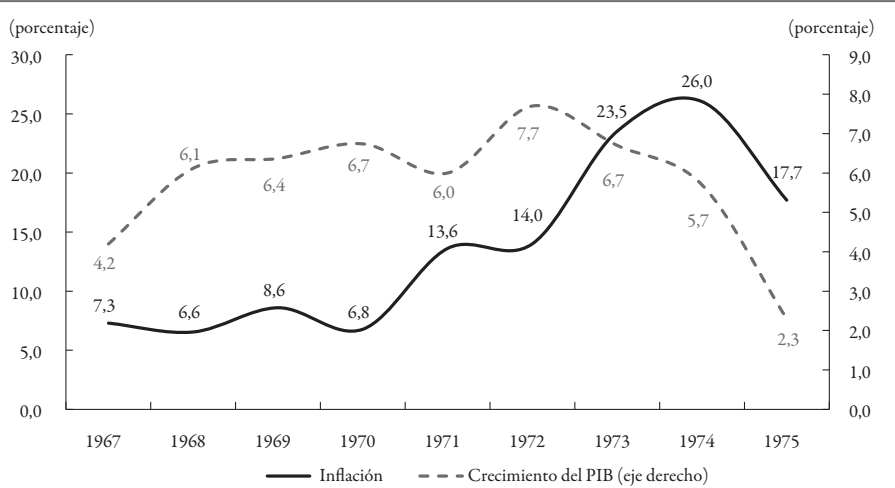
El presidente Lleras Restrepo defendió, en su mensaje al Congreso del 20 de julio de 1967, la expedición del Decreto 444 y enfatizó en que la devaluación no podía ser el único instrumento para diversificar y promover las exportaciones, que se consideraba crucial en el empeño de resolver el problema estructural de la balanza de pagos colombiana. Por esta razón era necesario la creación de nuevas herramientas para estimular las exportaciones y por ello en el Estatuto se había incorporado la creación del Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo), adscrito al Banco de la República, lo mismo que los denominados *certificados de abono tributario* (CAT), un subsidio que se otorgaría a los exportadores en cuantía equivalente al 15 % del valor reintegrado por concepto de todas las exportaciones distintas del petróleo, los cueros de res y el café. Proexpo se financiaría con una sobretasa de 1,5 % sobre el valor CIF de las importaciones a partir de 1969.

El presidente se refirió igualmente al tratamiento cambiario de las divisas reintegradas por las compañías petroleras internacionales, por cuanto se había establecido una tasa de cambio fija para el denominado *capital petróleo* cuando antes del Estatuto las compañías vendían sus dólares a la tasa del mercado libre, lo cual había generado críticas en los círculos internacionales bajo el argumento de que se desestimulaba la inversión petrolera en el país. Para el resto de la inversión extranjera en Colombia, Lleras consideraba importante atraerla cuando se tratara de proyectos grandes para los cuales fuera insuficiente el ahorro nacional, pero, en general, no pensaba en que el capital internacional fuera necesario para corregir el desequilibrio estructural de la balanza de pagos. Para este propósito juzgaba que los flujos de capital “tomaran prioritariamente la forma de préstamos a largo plazo. De ahí la importancia de la regulación de estos flujos y de evitar los de corto plazo por su naturaleza especulativa” (López-Mejía, 1987, pp. 55-59).

La economía creció a un ritmo promedio de 6,48 % entre 1968 y 1974, y registró déficits variables en la cuenta corriente de la balanza de pagos (veáse el Gráfico 2.30). El PIB no agrícola registró un crecimiento promedio anual de 7,1 %. El precio del café mejoró gradualmente desde 1970, acercándose a los COP 0,70 por libra en 1974 y 1975. Aparte del dinamismo exportador se presentó un impulso de la inversión pública y la privada. La inflación, sin embargo, se aceleró a partir de 1971 cuando subió a 13,6% y llegó a 26 % en 1974 (Gráfico 2.28). Pero las crisis cambiarias quedaron en el pasado; no se presentó ninguna durante este periodo, ni tampoco modificación alguna en el régimen de cambios. El ritmo de la devaluación también fue variable sin que pudiera detectarse una tasa anual constante, aunque al elevarse la inflación también se incrementó la devaluación, si bien en menor grado, en 1974 y 1975. Y, como lo anotó Wiesner,

[fue] sorprendente que a pesar de la aceleración de la inflación y de la expansión de los medios de pago, el manejo cambiario logró ser estable precisamente cuando, en comparación con los periodos anteriores, más adversas le eran las circunstancias. En efecto, si entre 1951 y 1967 la inflación de dos dígitos tan solo se presentó en cuatro años, a partir de 1971, se mantuvo por encima de tal nivel en todos los años. (Wiesner, 1978, p. 202)

GRÁFICO 2.28
INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PIB
1967-1975



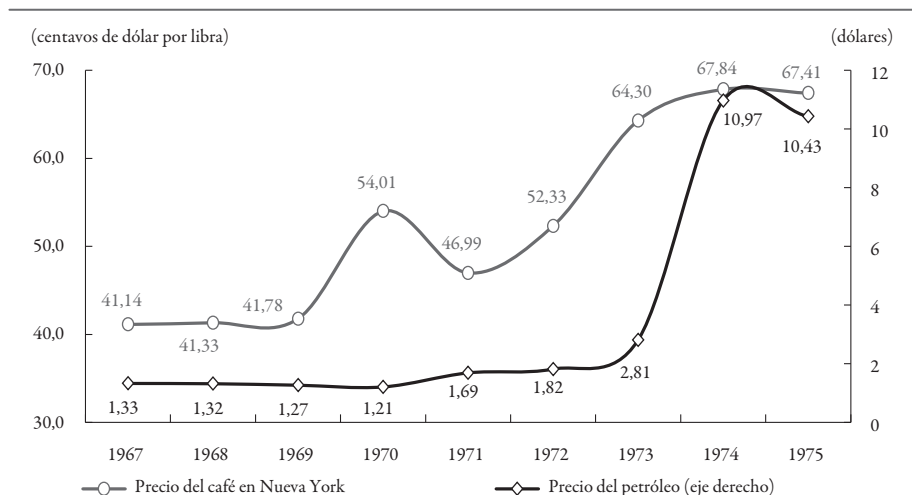
Fuente: elaboración de los autores.

El índice de la tasa de cambio real se mantuvo estable en niveles relativamente altos, de tal forma que la devaluación compensó en parte la inflación interna (Gráfico 2.27). El nuevo sistema, además, probó ser resistente a eventos cruciales en la economía internacional que pusieron en jaque la estructura de los acuerdos de Bretton Woods, como la eliminación de la convertibilidad del oro en agosto de 1971, cuando el precio oficial del oro se estableció en USD 42,22 la onza troy, después de permanecer estable en USD 35 desde 1945, al tiempo que el precio no oficial del oro se triplicaba en los mercados internacionales. El dólar se devaluó entonces con respecto al oro en 12 % y en otro 1 % quince meses después (Wiesner 1978, p. 20). El esquema de tasas fijas y el patrón dólar oro entró en crisis en el mundo, y la demora de los países en adoptar un nuevo régimen de tasas fluctuantes

“significó una inundación de dólares en los mercados internacionales” (p. 20), en un muy poco tiempo se presentó un incremento muy grande en las reservas internacionales en el mundo y la inflación mundial fue “inevitable” (p. 20).

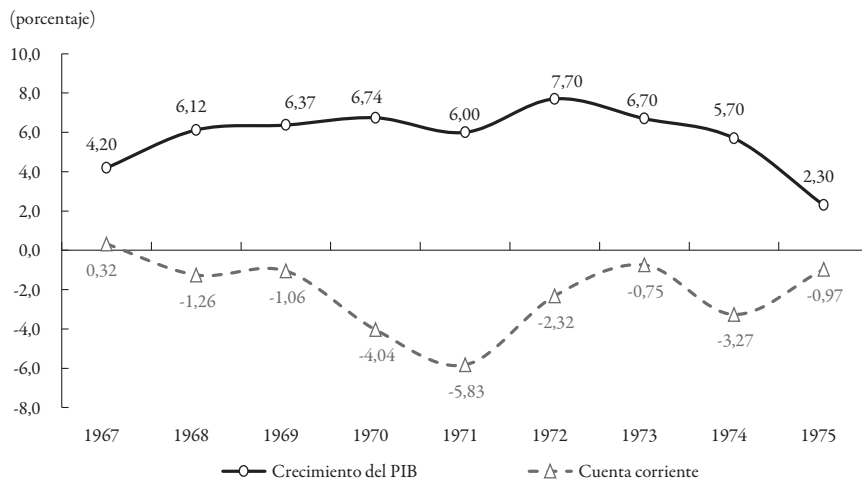
A los eventos monetarios y cambiarios de principios de los años setenta y la inevitabilidad de la inflación vino a sumarse en 1973 un remezón económico sin precedentes en el mundo cuando la elevación brusca del precio internacional del petróleo por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) alteró drásticamente el funcionamiento de las economías de Occidente y la geopolítica mundial. Como puede observarse en el Cuadro 2.7 y en el Gráfico 2.29, la cotización del petróleo subió de USD 1,21 por barril en 1970 a USD 2,81 en 1973, USD 10,97 en 1974 y a USD 36,87 en 1980. El alza del petróleo tuvo, además, un efecto deflacionario y recesivo en Estados Unidos. En Colombia el impacto inicial de la elevación del precio del petróleo no fue negativo, por cuanto en 1973 y 1974 el país era exportador del crudo, condición que perdería un par de años más tarde cuando, simultáneamente, el precio del café ascendió a niveles muy altos debido a una fuerte helada en los cafetales brasileños.

GRÁFICO 2.29
PRECIO DEL CAFÉ Y DEL PETRÓLEO
1967-1975



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.30
CRECIMIENTO DEL PIB Y CUENTA CORRIENTE
1968-1975



Fuente: elaboración de los autores.

Un aspecto relevante en el periodo 1967-1974 fue el dinamismo de las exportaciones diferentes al café. Su crecimiento promedio fue de 12,7 % en términos reales, su participación dentro de las exportaciones totales del país subió de 37 a 58 % y aquella en el PIB pasó de 8 % a 14 %. Diferentes estudios confirman que este auge estuvo relacionado con las medidas adoptadas en 1967, con la política cambiaria y los incentivos a la exportación por medio de estímulos fiscales, las facilidades de crédito y los acuerdos de importación/exportación conocidos como Plan Vallejo (Carrasquilla y Suescún, 1987, p. 254).

De 1973 en adelante, además, el mercado venezolano de bienes de consumo comenzó a crecer rápidamente por el impacto positivo de los precios del petróleo. Todo ello contribuyó a acelerar la diversificación de la base exportadora colombiana. El periodo 1967-1974 registró el mayor auge sostenido del crecimiento económico de la posguerra. El PIB no agrícola registró un crecimiento promedio anual de 7,1 %. Aparte del crecimiento de las exportaciones, se vio un impulso a la inversión pública y privada. Aquello ocurrió en un ambiente de creciente liquidez externa.

CUADRO 2.7
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1967-1975

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PESOS/DÓLARES)	ITCR (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES)
1967	14,54	70,56	4,20	149,40	0,32	7,30	41,14	660,36	879,00	464,31	1,33
1968	16,29	79,41	6,12	218,00	-1,26	6,55	41,33	839,60	1158,62	615,06	1,32
1969	17,32	81,84	6,37	257,00	-1,06	8,60	41,78	1469,15	988,15	647,87	1,27
1970	18,44	86,62	6,74	258,00	-4,04	6,78	54,01	681,82	1235,78	796,00	1,21
1971	19,93	85,68	6,00	265,00	-5,83	13,62	46,99	1272,45	574,36	892,00	1,69
1972	21,87	85,34	7,70	393,00	-2,32	14,01	52,33	392,97	-176,92	843,00	1,82
1973	23,64	79,21	6,70	524,00	-0,75	23,53	64,30	1669,55	1351,56	976,00	2,81
1974	26,06	76,97	5,70	448,00	-3,27	26,04	67,84	8128,19	4659,91	1502,00	10,97
1975	30,93	84,94	2,30	553,00	-0,97	17,70	67,41	3234,78	1599,06	1415,00	10,43

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República. Se refiere a la cotización de venta hasta 1969. A partir de 1970, se refiere a la cotización de compra y se conocía como la “tasa de cambio oficial”.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(11) Fuente: Banco Mundial, precio promedio anual.

En gran síntesis, en el periodo 1967-1975, Colombia inició un proceso sostenido de inserción en la economía internacional gracias a la ausencia de crisis cambiarias, a las reglas del Estatuto Cambiario (Decreto 444 de 1967) y a su estabilidad, lo cual permitió, además, aprovechar una coyuntura de expansión de la economía en el mundo occidental. Por primera vez fue posible en Colombia compatibilizar el manejo de corto plazo de la economía con la búsqueda de objetivos de más largo alcance, como la diversificación de las exportaciones y la menor dependencia del café como producto de exportación.

2.10 LA BONANZA Y DESTORCIDA CAFETERA, 1976-1982

El periodo que transcurrió entre 1976 y 1982 fue testigo de una gran e imprevista bonanza externa de gran dificultad en su manejo y que puso a prueba el sistema cambiario vigente desde 1967. Terminó cuando el choque externo positivo llegó a su fin y se iniciaba otro, negativo, cuando las acciones contra la inflación en Estados Unidos, en particular el alza nunca conocida en la tasa de interés, dieron lugar a una recesión económica y desembocaron en la crisis de la deuda externa latinoamericana.

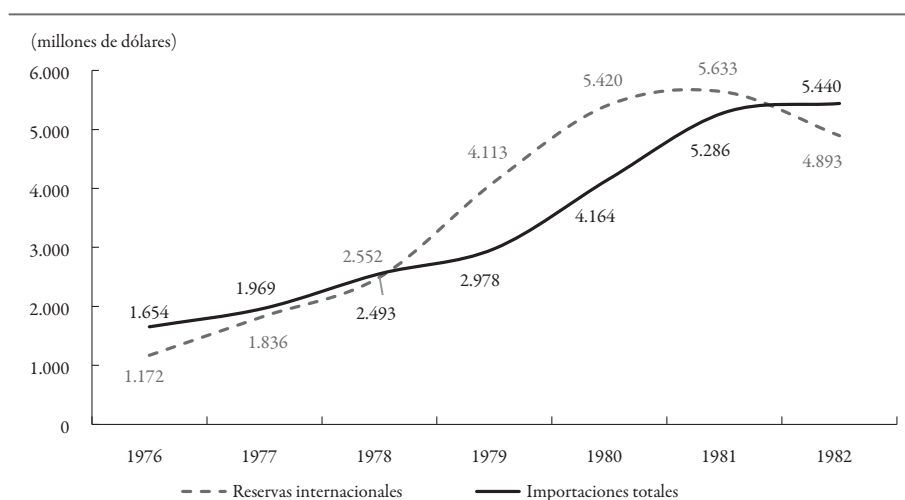
En agosto de 1974, Alfonso López Michelsen asumió la Presidencia de la República con un programa económico orientado a la estabilización de la economía para rebajar el ritmo inflacionario de los últimos dos años que superaba el 25 % anual. El programa incluía la reducción del déficit fiscal, el control de la oferta monetaria y el ordenamiento del sistema financiero. Su primera actuación fue decretar el Estado de Emergencia Económica –una figura incorporada en la Constitución mediante la reforma de 1968– bajo el cual se expidió una reforma tributaria estructural. Al mismo tiempo, se puso en práctica una política de austeridad en el gasto público, se aceleró el ritmo de la devaluación del peso y se redujo el subsidio tributario otorgado a los exportadores.

No habían surtido efecto las medidas de estabilización de la segunda parte de 1974 cuando se alteró de forma dramática el entorno externo, al sobrevenir la helada de los cafetales del Brasil a mediados de 1975 (véase el Gráfico 2.33). El precio internacional del café subió de USD 0,678 en 1974 a USD 2,366 en 1977. Las exportaciones del grano pasaron de USD 664 millones en 1975 a USD 1.470 millones en 1977 (véase el Gráfico 2.33). Y las reservas internacionales del país, que habían caído en 1974, empezaron a aumentar desde junio de 1975 para alcanzar cuantías nunca vistas en el país, USD 2.493 millones en 1978 y USD 5.633 millones en 1981, montos muy superiores a las importaciones totales del país (Gráfico 2.31). La acumulación de reservas trajo consigo una expansión de la base monetaria sin que las autoridades contaran con instrumentos efectivos para neutralizar el impacto sobre la inflación.

Las medidas iniciales para manejar los mayores ingresos de divisas se centraron en la política cafetera interna y en ampliar la importación de bienes. En febrero de 1976, el ministro de Hacienda recomendaba al presidente de la República ajustar el manejo de la política económica a la nueva realidad externa, “con el fin de asegurar que la mayor disponibilidad de divisas constituyera un estímulo al

crecimiento económico más bien que un factor de perturbación” (Botero-Montoya, 1976, p. 210-211) y recomendaba trasladar un número importante de productos del régimen de licencia previa al de libre importación, como elemento básico para racionalizar el manejo del sector externo, “eliminando un mecanismo de control de importaciones diseñado para circunstancias cambiarias totalmente diferentes” (p. 210).

GRÁFICO 2.31
RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES
1976-1982



Fuente: elaboración de los autores.

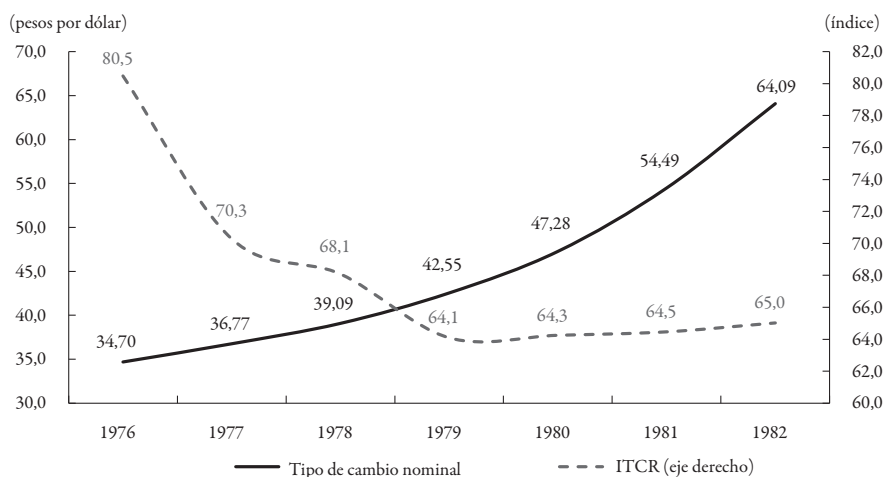
A pesar de los esfuerzos desplegados entre agosto de 1974 y diciembre de 1976 para controlar la inflación, el alza de los precios fue de 25,7 % en 1976 frente a 17,7 % en 1975, y la de expansión de los medios de pagos alcanzó el 35 % en 1976 (véase el Gráfico 2.34). La perspectiva para 1977 era de un desbordamiento de los precios a niveles del 40 % y más altos, debido al enorme ingreso de divisas y a las deficiencias en el abastecimiento de alimentos originadas en gran parte por una intensa sequía en el país.

En este contexto, comenzó entonces un debate sobre el sistema cambiario colombiano y, en general, sobre el manejo macroeconómico, sin que se pudiera evitar la aceleración de la inflación y la sobrevaluación cambiaria. La conclusión

de este debate fue que esta era una situación totalmente atípica y transitoria, y que, por tanto, no valía la pena desmontar el sistema de minidevaluaciones para hacer frente a la coyuntura. La verdad es que el país no había tenido en su historia un periodo con tal cantidad de reservas internacionales.

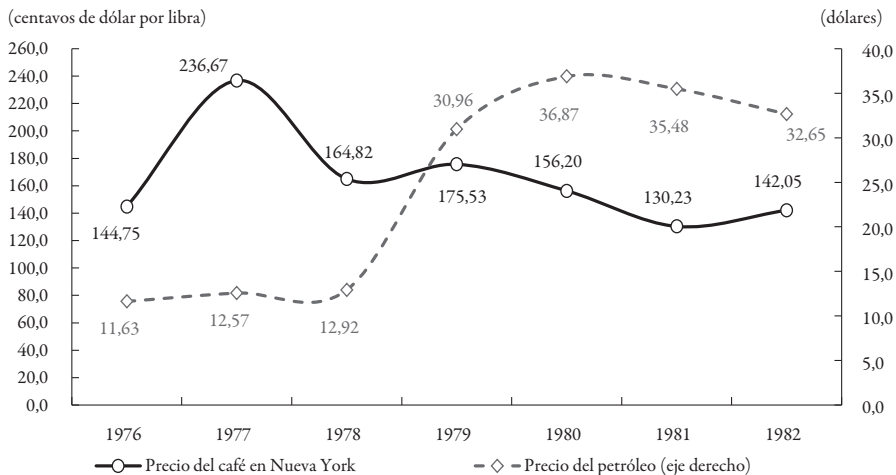
Vino, entonces, el relevo del ministro de Hacienda al finalizar 1976 y un cambio abrupto en el manejo de la política económica. En particular, el Gobierno desaceleró de manera sustancial el ritmo de devaluación del peso e introdujo, en abril de 1977, el mecanismo de los certificados de cambio con descuento para las exportaciones de café y de servicios, con el fin de diferir, primero por treinta días y después por noventa, la monetización de las divisas (Gráfico 2.32); con esto se redujo el costo efectivo de las divisas para la importación a un nivel inferior al de la tasa de cambio nominal; en la práctica no solamente se revaluó el peso en términos reales, sino que hubo una revaluación nominal. De hecho, como se consigna en el Gráfico 2.32, el índice de la tasa de cambio real (1994=100), que había subido a 84,94 en 1975, se desplomó a 64,10 en 1979.

GRÁFICO 2.32
TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
1976-1982



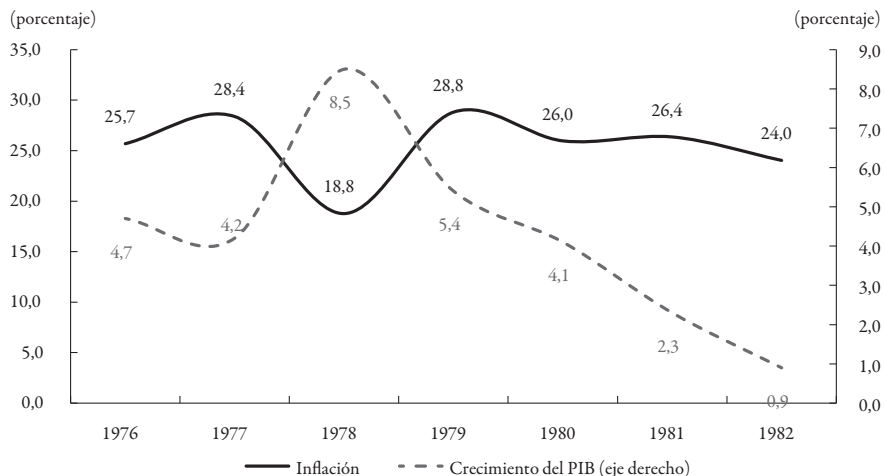
Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.33
PRECIO DEL CAFÉ Y DEL PETRÓLEO
1976-1982



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.34
INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)
1976-1982



Fuente: elaboración de los autores.

A su turno, se estableció un encaje marginal del 100 % sobre los depósitos en cuenta corriente en los bancos comerciales para neutralizar completamente la expansión secundaria de los medios de pago, lo mismo que un encaje marginal del 100 % sobre las deudas en moneda extranjera. Y se dio marcha atrás en materia de política financiera al controlarse administrativamente las tasas de interés en las entidades financieras. La política monetaria también contempló el estímulo a los giros al exterior, la no contratación de nueva deuda externa pública y el control de los flujos de capital privado hacia el país, por la vía de mayores costos y de restricciones administrativas.

Por su parte, la política cafetera fue objeto de modificaciones en la retención y en el impuesto *ad valorem* para morigerar su impacto sobre la tasa de cambio, las reservas y la demanda interna. De hecho, como se analiza más adelante, los instrumentos de la política cafetera fueron los únicos efectivamente capaces de neutralizar los impactos monetarios de la bonanza externa.

El tratamiento del choque permitió compensar parcialmente el efecto monetario de la acumulación de reservas internacionales y rebajar gradualmente el crecimiento de los índices de precios después de que, tanto los medios de pago como los precios, alcanzaran un pico en junio de 1977 (Caballero-Argáez, 1987, pp. 139-140).

Las autoridades no contemplaron reformar el sistema cambiario vigente desde 1967, aunque en esta época se comenzaron a poner en duda las bondades del Decreto 444. No tuvo lugar, además, una discusión de fondo sobre la conveniencia de modificar, aunque fuera temporalmente, los mecanismos cambiarios, aun cuando algunos de los economistas de Fedesarrollo consideraban desde mediados de 1976 que “en una estrategia centrada en dejar operar las fuerzas del mercado no se podía mantener un rígido control de cambios”⁵⁷.

El temor del Gobierno, sin duda, fue el impacto de una revaluación nominal del peso sobre las exportaciones, situación que se dio de todas maneras por la vía de la revaluación real que tuvo lugar. Para Eduardo Wiesner (1978), la revaluación, producto del abandono del control de cambios, corría “el riesgo de valorizar una moneda cuya estructura económica subyacente no había sido mejorada realmente por causa permanente” (p. 207), por lo cual, si bien al mantener el control se corría el riesgo de “fuertes presiones inflacionarias al monetizarse el aumento

⁵⁷ Carta enviada en enero 15 de 1977 por Roberto Junguito a Carlos Caballero, quien para la época se encontraba estudiando en Estados Unidos.

de las reservas internacionales [...]. Colombia decidió pensando más en el largo plazo que en el corto y asumió así el riesgo de la inflación manteniendo el control de cambios” (p. 207). En retrospectiva, una consecuencia de haber adoptado la estrategia que se siguió fue su impacto sobre la operación del sistema financiero, que daría lugar en los años ochenta a una profunda crisis financiera.

En el análisis del incremento notable de los ingresos de divisas al país, entre 1975 y 1979, no puede dejarse de lado el hecho de que al tiempo que las entradas al Banco de la República, por concepto de exportaciones de café, se multiplicaron por tres entre 1975 y 1979, las generadas por otras exportaciones prácticamente lo hicieron por dos veces. A su vez, en 1975, los ingresos de exportaciones de bienes fueron de USD 1.414 millones, en 1979 alcanzarían USD 3.050 millones y en 1980 la suma de USD 3.400 millones (Cuadro 2.8). Algo similar ocurrió con las exportaciones de servicios registradas en la balanza cambiaria del Banco de la República que se multiplicaron por seis veces entre 1974 y 1979, como resultado de los reintegros por ventas ilegales al exterior de productos originarios de Colombia (café, ganado, cemento y bienes de origen agrícola e industrial transados en las fronteras con Venezuela y Ecuador), de crecientes exportaciones de marihuana y cocaína, y de entradas subrepticias de capitales atraídos por las altas rentabilidades del mercado local, en especial desde 1977, cuando se desaceleró la tasa de devaluación (Junguito-Bonnet y Caballero-Argáez, 1978)⁵⁸. Todos estos comportamientos incidieron para que la relación entre las exportaciones y el PIB, que había registrado su nivel más bajo de 11,4 %, en 1965, subiera gradualmente hasta superar el 18 % en la segunda mitad de los años setenta y para que la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojara un superávit promedio de 1,36 % del PIB entre 1976 y 1980 (Caballero-Argáez, 1987, p. 155).

En medio de la abundancia inusitada de ingresos de divisas, la bonanza externa no condujo a mayores tasas de crecimiento de la economía colombiana. Con excepción de la cifra de 1978, cuando el PIB se incrementó en 8,5 %, el promedio anual del crecimiento en el periodo 1975-1982 fue de 4,05 %, inferior al del periodo 1967-1974, que estuvo impulsado por la expansión de las exportaciones menores. La fuerte contracción fiscal compensatoria que se puso en vigencia en 1977, 1978 y 1979, y la crisis del sector productor de alimentos, se combinaron para generar este paradójico resultado. El superávit en la cuenta

⁵⁸ En este trabajo se construyó una balanza cambiaria *negra* para el periodo 1970-1977 que mostró, también, una creciente acumulación de reservas.

corriente de la balanza de pagos se destinó al pago de la deuda externa y a la acumulación de reservas internacionales, es decir, al ahorro en el exterior.

Con posterioridad al pico del precio del café en 1977, se presentó una tendencia a la baja, a pesar de que durante 1978 y 1979 se registraron pequeñas heladas en los cafetales de Brasil, por lo cual el precio no se descolgó como sí había ocurrido después del alza del precio en 1954. Además, en los años cafeteros 1978-1979 y 1979-1980, el país exportó volúmenes de café sin precedentes y pudo rebajar las existencias. Adicionalmente, en 1979 Colombia lideró la conformación de un acuerdo de productores y de un esquema de intervención en el mercado de futuros de café que tenía como propósito mantener, en lo posible, la cotización externa del grano. El esquema no pudo mantenerse sino hasta el primer semestre de 1980, cuando el precio comenzó a descender más rápidamente. La situación propició la búsqueda de un nuevo convenio entre productores y consumidores para el año cafetero 1980-1981 en el seno de la Organización Internacional del Café, restableciéndose el Pacto, que había dejado de operar en 1976. Llegó así a su fin la bonanza cafetera. En 1981 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró nuevamente un déficit, que se amplió de manera notable en 1982, alcanzando el 7,4 % del PIB. El aumento de reservas de 1980 y 1981 tendría su origen en endeudamiento externo público y privado, por lo cual se alertaba sobre la necesidad de “emprender un nuevo esfuerzo de promoción de las exportaciones” (Fedesarrollo, 1981, p. 76).

La administración de Julio César Turbay Ayala, que se inauguró en agosto de 1978, diseñó una estrategia económica diferente a la de su predecesor; su elemento fundamental fue poner en marcha un amplio programa de obras públicas. Sin embargo, la estructura de las finanzas públicas no permitía cubrir los gastos de inversión del Gobierno con ingresos tributarios. Por ello, fue necesario financiar un creciente déficit fiscal con recursos del endeudamiento externo, que eran amplios en la banca internacional de ese momento por el *reciclaje* de los recursos de los países productores de petróleo por medio del sistema financiero de Occidente, cuyos centros más importantes se encontraban en Nueva York y en Londres.

La política económica se concentró en usar todas las herramientas para compensar la expansión monetaria generada otra vez por el incremento de las reservas internacionales. Con este propósito se aceleró la liberación de las importaciones y se ejecutó una política monetaria contraccionista con elevación de las tasas de interés. La consecuencia fue la aceleración de la inflación que había logrado reducirse a 18,8 % en 1978, pero alcanzaría niveles superiores a

25 % entre 1979 y 1981 (Gráfico 2.34). Adicionalmente, la actividad productiva perdió su dinamismo a partir de 1981, se amplió el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, se gestó un déficit fiscal que en 1980 equivalía al 2,8 % del PIB y el saldo de la deuda pública externa más que se duplicó entre 1978 y 1982, pues pasó de representar un 20 % del PIB en el primero de estos años a constituir un 35 % en el segundo (Caballero-Argáez, 1987, p. 141).

CUADRO 2.8
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1976-1982

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES)
1976	34,70	80,49	4,70	1.172,0	1,23	25,68	144,75	7.187,0	3.509	1.654	11,63
1977	36,77	70,29	4,20	1.836,0	2,00	28,37	236,67	1.955,0	4.994	1.969	12,57
1978	39,09	68,09	8,50	2.493,0	1,42	18,77	164,82	19.508,0	14.600	2.552	12,92
1979	42,55	64,10	5,40	4.113,0	1,83	28,80	175,53	7.412,0	7.369	2.978	30,96
1980	47,28	64,25	4,10	5.420,0	0,31	25,96	156,20	2.883,0	5.710	4.164	36,87
1981	54,49	64,47	2,30	5.633,0	-4,73	26,35	130,23	-1.394,0	-1.525	5.286	35,48
1982	64,09	65,03	0,90	4.892,6	-7,40	24,03	142,05	-13.932,0	-12.255	5.440	32,65

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(11) Fuente: Banco Mundial (2022), precio promedio anual.

En este sentido, la bonanza cafetera y la acumulación de reservas internacionales en la segunda mitad de los años setenta, en medio de las dificultades propias

de la conducción de la economía sin modificar el sistema cambiario vigente desde 1967, requirieron de las autoridades una concentración en el manejo de corto plazo que vino a interponerse en la continuidad del modelo adoptado en la administración Lleras Restrepo que buscaba, en 1974, un funcionamiento más libre del mercado, el equilibrio en las finanzas del sector público y la intervención del Estado para apoyar a los grupos más pobres de la población. El sistema cambiario no era, ciertamente, el apropiado para el manejo de una coyuntura externa de bonanza, como sí lo había sido para enfrentar los problemas generados por la situación opuesta; es decir, la de bajos precios internacionales del café, no disponibilidad de recursos externos de crédito o ayuda internacional, y estrechez de reservas internacionales.

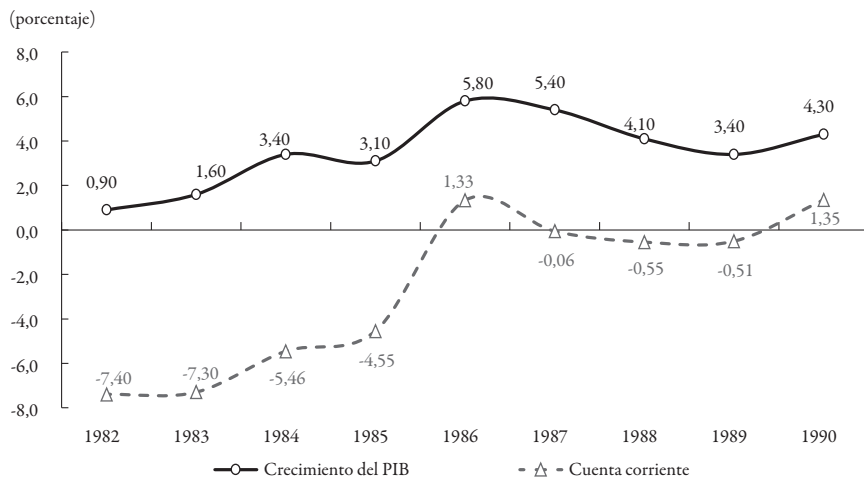
2.11 1982-1990: LA CRISIS DE LA DEUDA Y EL AJUSTE CAMBIARIO

La economía de Colombia, como la de América Latina, sufrió un nuevo choque externo, de signo contrario al que había experimentado en los años setenta, al iniciarse la década de los ochenta del siglo XX. La decisión de la autoridad monetaria de Estados Unidos de poner fin al proceso inflacionario que se venía registrando desde finales de los años 1960 dio lugar a que el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) pusiera en marcha en 1979 una política monetaria contraccionista, con la elevación notable de las tasas de interés y la consecuente recesión en la actividad económica en el país del norte y en los industrializados.

El impacto de la nueva política irradió con fuerza en toda la región. Cayeron los precios de los productos básicos como el café, el cuál bajó de USD 1,76 en 1979 a USD 1,30 en 1981 (véase el Gráfico 2.37). Y se incrementó el costo del servicio de la deuda de los países de América Latina, que se habían endeudado en los setenta aprovechando la liquidez generada por los excedentes de los países petroleros y ofrecida con avidez por la banca internacional. En 1981 se reforzó el ciclo alcista de las tasas de interés. Esto agravó los déficits en la cuenta corriente de los países endeudados, al disparar los pagos al exterior por concepto de intereses (Gráfico 2.35). El flujo de capitales cambió de dirección; comenzaron a salir los capitales de la región, lo cual dificultaba, aún más, cumplir con los compromisos externos. Estalló entonces la que se conocería como la crisis de la deuda externa de América Latina: dieciocho países se encontraron en una situación en

la cual les era imposible pagar su deuda. Crisis que, a su vez, dio lugar a que la de los años ochenta se convirtiera en una *década perdida* para la región⁵⁹.

GRÁFICO 2.35
CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE
1982-1990



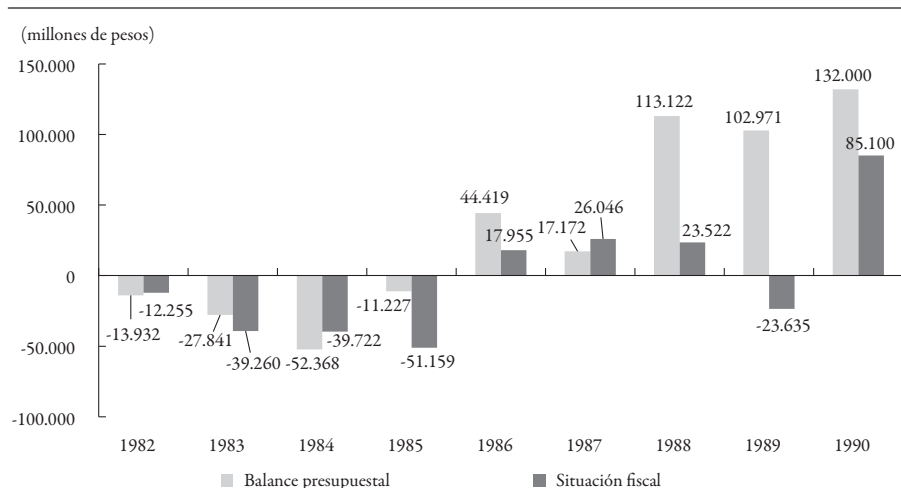
Fuente: elaboración de los autores.

La administración Turbay, que había previsto como necesario ejecutar un programa económico para mantener el nivel de la demanda agregada al finalizar la bonanza, aplicó, en efecto, una política expansionista. Pero, en lugar de mejorar las condiciones, se deterioraron: el déficit fiscal se amplió (Gráfico 2.36); la tasa de cambio continuó revaluada; la cuenta corriente de la balanza de pagos, que había sido superavitaria desde 1976 y se encontraba en equilibrio en 1980, se desajustó enormemente abriéndose hasta 7,4% del PIB en 1982 por el crecimiento de las importaciones –que se habían liberado en la bonanza–; la economía comenzó a depender excesivamente del crédito externo; y “se desató

⁵⁹ Aunque dentro de los dieciocho países se cuenta a Colombia, para José Antonio Ocampo (2014) la crisis colombiana no fue tanto de endeudamiento externo sino una perturbación fuerte de la balanza de pagos y una crisis financiera.

una crisis financiera de proporciones insospechadas y completamente desconocidas en el país” (Caballero-Argáez, 1987, p. 177).

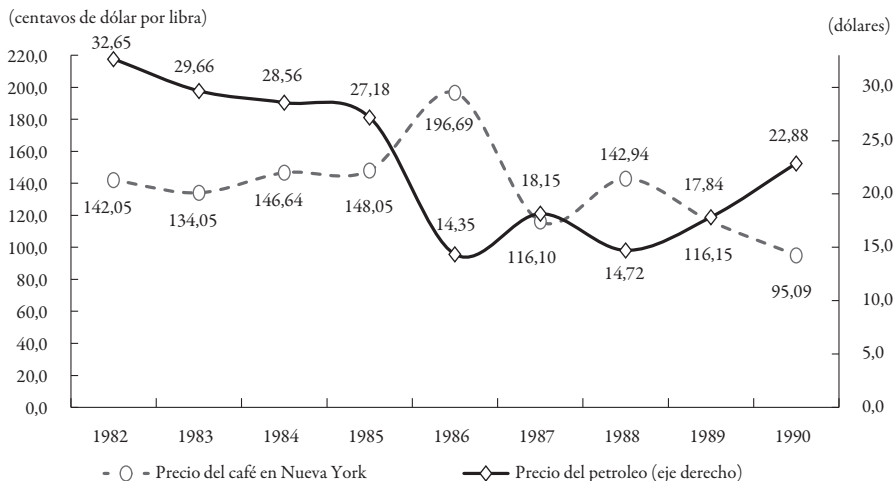
GRÁFICO 2.36
BALANCE PRESUPUESTAL Y SITUACIÓN FISCAL
1982-1990



Fuente: elaboración de los autores.

En medio de la crisis financiera doméstica, exacerbada por el cierre del Banco Nacional en junio de 1982 por la Superintendencia Bancaria, el 7 de agosto se posesionó Belisario Betancur como presidente de la República. Una semana más tarde México declaró la moratoria de su deuda externa. De esta manera se conjugaron las dos crisis: la financiera interna y la económica externa. El ejemplo de México se extendió a otros países –Brasil, Argentina y Venezuela, entre otros– que iniciaron procesos de reestructuración de sus deudas con la banca internacional. Esta situación obligó al nuevo gobierno a actuar en varios frentes simultáneamente. Sin embargo, tardó en asimilar la magnitud de la crisis externa. Tal vez porque todavía se contaba con un alto nivel de reservas internacionales, cerca de USD 5.000 millones, y porque era difícil para un país que había experimentado la bonanza externa más espectacular de su historia, caer en cuenta de que las circunstancias habían cambiado dramáticamente y que los planes de un nuevo gobierno no podrían desarrollarse como se deseaba.

GRÁFICO 2.37
PRECIO DEL CAFÉ Y DEL PETRÓLEO
1982-1990



Fuente: elaboración de los autores.

En los meses iniciales de la nueva administración, la política económica se orientó a la promoción de las exportaciones, a revertir el proceso de liberación de importaciones del gobierno anterior y a acelerar el ritmo de la devaluación del peso frente al dólar⁶⁰. En febrero de 1983, otro choque externo se hizo sentir: Venezuela adoptó un programa de ajuste de su economía que incluyó la devaluación del Bolívar y el establecimiento de tasas de cambio diferenciales. Ecuador procedió de manera similar⁶¹.

⁶⁰ En 1982 se aprobó la Ley 97 de 1982, una ley marco de comercio exterior con un conjunto de disposiciones para fomentar las exportaciones y controlar las importaciones. Se sustituyeron los certificados de abono tributario (CAT) por los certificados de reembolso tributario (CERT), más acordes con la normatividad del GATT, acuerdo al cual Colombia se había adherido en 1973. Se modificó, igualmente, el régimen de zonas francas, poniéndoles requisitos de exportación y evitando que los productos fabricados en ellas pudieran comercializarse en el mercado interno. Se hizo más ágil el Plan Vallejo y se crearon los derechos compensatorios para enfrentar prácticas desleales de comercio. Y mediante una serie de decretos reglamentarios se fijaron los niveles del CERT por productos buscando compensar con los porcentajes de 15 %, 10 % y 5 % la devaluación del dólar en el precio final del producto.

⁶¹ Ecuador devaluó 56 % durante 1982 y Venezuela 40 % en 1983.

Los eventos de los países vecinos hicieron más visible el problema externo. No obstante, la política continuó recayendo en el uso de un sinnúmero de instrumentos mientras se llevaba a cabo el ajuste gradual de la tasa de cambio. Se reforzaron los mecanismos del control de cambios, se incrementaron los subsidios a las exportaciones, se elevaron los aranceles, se impuso un tope mensual a la aprobación de licencias de importación y, en abril de 1983, el Gobierno transfirió en forma masiva productos de lista de libre importación a la de licencia previa y prohibida importación. Igualmente, el Gobierno intentó obtener nuevos recursos de crédito externo con la banca internacional haciendo un esfuerzo por diferenciar el caso de Colombia del resto de países, pero se enfrentó a la dura realidad del cierre del mercado internacional de capitales. La contratación de un préstamo por USD 210 millones fue tortuosa y desgastó al primer ministro de Hacienda del presidente Betancur.

En el campo del café también se llegó a una situación crítica en 1983 por la acumulación de existencias que tuvo que realizar el Fondo Nacional del Café lo cual implicó una pesada carga financiera para la entidad que acudió al endeudamiento externo de corto plazo, el cual se elevó a USD 550 millones en diciembre de 1984, después de no contabilizar pasivos externos a principios de 1981. Entre este último año y 1983 se debilitaron fuertemente las finanzas del Fondo por la baja de los precios internacionales del café, la revaluación del peso y el aumento de la deuda tanto externa como interna. En estas circunstancias fue necesario rebajar el precio interno de compra del café.

Todas las acciones del Gobierno durante 1983 no lograron reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que apenas disminuyó marginalmente ubicándose al finalizar el año en 7,3 % del PIB (Gráfico 2.35). La cuenta de capitales fue negativa en 1983, en gran parte

como resultado de la falta de confianza de los acreedores internacionales y de unas expectativas exacerbadas de devaluación dentro y fuera del país. [...] No pudo entonces contenerse la aparatosa caída de las reservas internacionales: USD 1.723 millones en 1983, equivalentes a un 35 % con respecto al nivel al concluir 1982. (Caballero-Argáez, 1987, p. 189)⁶²

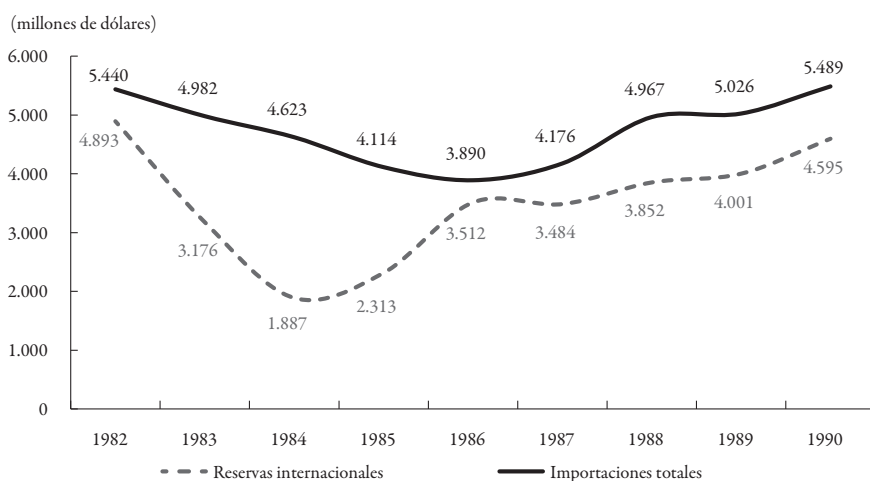
A principios de 1984 era generalizado el clamor de la opinión pública para que se actuara más agresivamente en la reducción del déficit externo, en frenar la baja de las reservas internacionales y en evitar una ‘anunciada’ crisis cambiaria. Las reservas continuaron cayendo a lo largo del primer semestre de 1984; a mediados

⁶² Al finalizar 1983 las reservas internacionales eran USD 3.175,7 millones.

del año se ubicaban alrededor de USD 1.700 millones, lo cual acentuó la desconfianza (Gráfico 2.38):

se amplió la diferencia entre la tasa de cambio paralela y la oficial, se aumentaron los giros de las importaciones ante las expectativas de devaluación y la banca internacional hizo más intenso el recorte de las líneas de crédito de corresponsales a la banca nacional. (Caballero-Argáez, 1987, p. 190)

GRÁFICO 2.38
RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES
1982-1990



Fuente: elaboración de los autores.

En julio de 1984 tuvo lugar el cambio del ministro de Hacienda y el replanteamiento de la política económica global, dentro del cual el refuerzo del ajuste externo pasó al primer lugar en la agenda pública, siempre en adecuada coordinación con la política fiscal, con la política monetaria y con el fortalecimiento del sector financiero. Para el nuevo ministro:

Antes que fundamentarse en bases teóricas, la secuencia escogida obedecía a principios políticos y pragmáticos. Primero que todo se consideró que la experiencia colombiana con las minidevaluaciones era buena y que resultaría efectivo hacer, por lo tanto, un ajuste cambiario más acelerado, pero gradual. Iniciar con una devaluación masiva podría tener impactos adversos en las expectativas y aún dificultar el proceso de negociación de la política fiscal en el Congreso. De otro lado, la concentración del equipo económico tenía

que ejercerse en el área fiscal pues el 20 de julio se iniciaban las labores del Congreso y allí debería presentarse el presupuesto para 1985 así como los proyectos de tipo fiscal requeridos [...]. La secuencia de las medidas adoptadas resultó excepcionalmente efectiva y digna de estudiarse desde el ámbito teórico económico. (Junguito-Bonnet, 1986, pp. 10-11)

Se optó, entonces, por una etapa inmediata de aumento de los ingresos tributarios y de control estricto del gasto público para, en una segunda, acelerar el ritmo de la devaluación del peso, y mantener el mecanismo de los ajustes graduales del sistema cambiario vigente. Al tiempo, se abrieron conversaciones con los bancos internacionales para obtener nuevos recursos de crédito externo y se reforzaron las políticas de restricción de las importaciones, de control de los giros al exterior, de estímulo a las exportaciones y de aceleración de los reintegros de divisas al Banco de la República.

Siguiendo la secuencia, en el segundo semestre de 1984 se elevaron los aranceles en un 15 % en agosto, y al finalizar el año, como parte de la legislación fiscal en el Congreso, se aprobó una sobretasa del 8 % sobre las importaciones de manera generalizada, incluyendo las empresas del Estado, con excepción única de los fertilizantes y los alimentos. Se redujo a un mínimo el presupuesto de licencias de importación y se convino con el Banco Mundial un crédito de USD 300 millones para financiar las importaciones requeridas para producir bienes destinados a la exportación, liberando del régimen de licencias todas esas materias primas. En noviembre, la Junta Monetaria estableció plazos mínimos para los giros al exterior, lo cual obligaba a los importadores a obtener crédito por un mínimo de seis meses y, en el caso de los bienes de capital, por tres años⁶³.

Gran parte del ajuste económico recayó sobre el manejo de la tasa de cambio (véase el Gráfico 2.40). Aunque el ritmo de la devaluación se había acelerado desde el segundo semestre de 1982 y el índice de la tasa de cambio real había comenzado a recuperarse en 1983, la revaluación del dólar y las devaluaciones en Venezuela y en Ecuador compensaban el esfuerzo que se estaba haciendo para volver a niveles altos de la tasa de cambio real. Era necesario, por tanto, acelerar el ritmo de la devaluación.

La meta de las autoridades se fijó, “de manera relativamente arbitraria”, en palabras del ministro Junguito-Bonnet (1986),

[en] lograr la paridad real cambiaria de 1975 en el curso de 1985, nivel que correspondía a la mayor competitividad que se había logrado en Colombia en las últimas décadas. Además, se acordó utilizar como

⁶³ De acuerdo con el ministro, “parecía necesario reforzar las medidas de control al comercio exterior para dar el tiempo necesario a que operara la tasa de cambio como instrumento de control” (Junguito-Bonnet, 1986, p. 30).

critorio para el ajuste el ir gradualmente, en el curso del año, incrementando la tasa real. (p. 30)

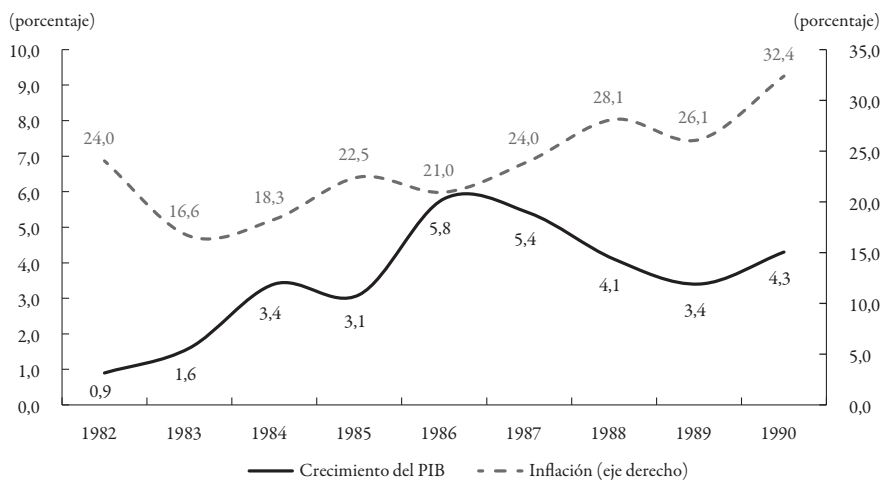
Esta estrategia se decidió entre el presidente de la República, el ministro de Hacienda y el gerente del Banco; debería ejecutarse por parte del Emisor mediante ajustes diarios que tuvieran en cuenta en cada mes la tasa de inflación interna, la internacional y las paridades entre el dólar y las monedas que comerciaban con Colombia (p. 30).

De acuerdo con los cálculos del ministro, la meta se cumplió en octubre de 1985 cuando el índice de la tasa de cambio real llegó a 100. La devaluación real durante los doce meses del año fue cercana al 30 % mediante el ajuste nominal de 51,2 % y una inflación interna de 22,45 % (gráficos 2.39 y 2.40). Al concluir el año la balanza comercial era superavitaria por primera vez desde 1980, el déficit en cuenta corriente se había reducido a 4,55 % del PIB y las reservas internacionales registraban un incremento de USD 445,7 millones en el curso del año, como puede verificarse en el Cuadro 2.9.

Al tiempo, con el diseño y la ejecución de la política económica era urgente, a mediados de 1984, recuperar la credibilidad internacional del país y lograr la consecuente reapertura del crédito externo requerido para financiar en particular el proyecto carbonífero del Cerrejón Zona Norte y los programas de inversión de Ecopetrol. A pesar de la mejor posición de Colombia en cuanto a su situación económica y su endeudamiento externo en comparación con los otros países en crisis en la región, la realidad era que la desconfianza de la banca multilateral del FMI y de los bancos comerciales del exterior se había agudizado y, a mediados de 1984, era muy grande debido a la erosión de las reservas internacionales, la debilidad del sistema financiero y las dificultades que enfrentaban las principales empresas del país para cumplir oportunamente con el pago de sus deudas externas. Por esta razón, era indispensable adoptar las medidas de ajuste fiscal, monetario y cambiario y, simultáneamente, establecer algún tipo de relación con el FMI para asegurar que los bancos y las mismas entidades multilaterales facilitaran a Colombia los recursos financieros que se requerían⁶⁴.

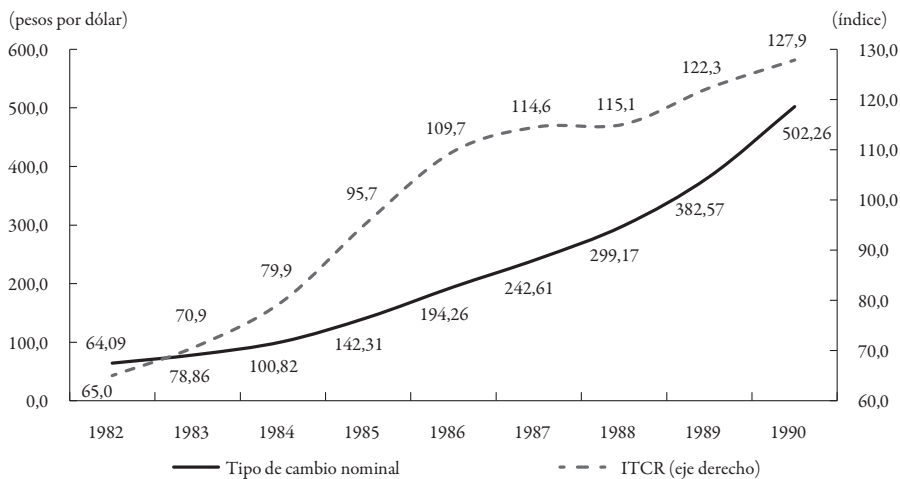
⁶⁴ El presidente Betancur, quien recordaba las tensiones con el FMI al iniciarse el gobierno del presidente Lleras Restrepo, era reacio a negociar un programa de *stand by* con el FMI. Por su parte, una misión de la entidad visitó a Colombia en julio de 1984 y entregó su informe al Gobierno en septiembre, en el cual respaldó el programa recién adoptado y, particularmente, el ajuste gradual de la tasa de cambio, motivo del conflicto histórico de 1966-1967. En la *Memoria del ministro*, Junguito-Bonnet presenta un completo relato y análisis sobre las relaciones con el Fondo, la banca multilateral, la banca comercial y el Banco de la Reserva Federal.

GRÁFICO 2.39
CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN
1982-1990



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.40
TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
1982-1990



Fuente: elaboración de los autores.

CUADRO 2.9
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1982-1990

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PESOS/DÓLARES)	ITCR (1994 = 100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO USD (DÓLARES)
1982	64,09	65,03	0,90	4.892,6	-7,40	24,03	142,05	-13.932,0	-12.255,0	5.439,5	32,65
1983	78,86	70,95	1,60	3.175,7	-7,30	16,64	134,05	-27.841,0	-39.260,0	4.981,9	29,66
1984	100,82	79,85	3,40	1.887,4	-5,46	18,28	146,64	-52.368,0	-39.722,0	4.623,2	28,56
1985	142,31	95,70	3,10	2.313,1	-4,55	22,45	148,05	-11.227,0	-51.159,0	4.113,6	27,18
1986	194,26	109,66	5,80	3.511,5	1,33	20,95	196,69	44.419,0	17.955,0	3.890,1	14,35
1987	242,61	114,58	5,40	3.483,5	-0,06	24,02	116,10	17.172	26.046	4.176,1	18,15
1988	299,17	115,07	4,10	3.851,8	-0,55	28,12	142,94	113.122	23.522	4.966,5	14,72
1989	382,57	122,30	3,40	4.001,0	-0,51	26,12	116,15	102.971	-23.635	5.026,5	17,84
1990	502,26	127,85	4,30	4.595,0	1,35	32,37	95,09	132.000	85.100	5.489,0	22,88

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(11) Fuente: Banco Mundial (2022), precio promedio anual.

En las primeras reuniones de las autoridades colombianas en Washington con el FMI y la banca multilateral en octubre de 1984, se evidenció la preocupación por la velocidad a la cual deberían realizarse los ajustes económicos para evitar una profunda crisis cambiaria. El Fondo, por su parte, recomendó negociar un programa formal, tipo *stand by*, con Colombia, lo cual condujo a explorar las implicaciones de un acuerdo de esa naturaleza sobre la economía colombiana y a establecer contactos políticos para explicar la estrategia de endeudamiento externo y sus restricciones. Al finalizar el año, el ministro y el equipo económico del Gobierno se reunieron en Nueva York con el comité

de los bancos acreedores del país y la banca insistió mayoritariamente en la necesidad del acuerdo *stand by*.

A lo largo del proceso de conversaciones, tanto en Washington como en Nueva York fue claro, sin embargo, que la estructura de la deuda externa y la conformación de deudores y acreedores no daban lugar, en ese momento, a plantear la reestructuración de sus plazos y condiciones. Tampoco se veía el país abocado a una crisis de liquidez. Lo que era crítico era la financiación de los proyectos mineros y petroleros, el fortalecimiento del sector financiero, y mantener la reputación de buen deudor de Colombia.

En estas condiciones, no resultaba urgente obtener el crédito del FMI; había margen de acción antes de llegar a un programa *stand by* con esta institución. Debía encontrarse, sin embargo, el mecanismo mediante el cual la banca suministrara los recursos, que contara con un esquema de vigilancia de la marcha de la economía en Colombia en 1985 y 1986. Después de prolongadas conversaciones entre las autoridades colombianas con las de Estados Unidos, con el Fondo Monetario, con el Banco Mundial y con el comité conformado por los bancos comerciales –que incluyeron al presidente de la República, quien visitó Washington en abril de 1985 para apoyar al ministro de Hacienda y a los delegados colombianos en la búsqueda de una solución que se ajustara a los requerimientos económicos y políticos colombianos–, el FMI aceptó la propuesta del gobernador del Banco de la Reserva Federal, el señor Paul Volcker, de llevar a cabo “una ‘monitoría’ del comportamiento de la economía junto con la declaración de intención de negociar eventualmente un *stand by* en caso de que la economía no se comportara según las previsiones, aceptándose así, implícitamente, la condicionalidad basada en resultados objetivos” (Junguito-Bonnet, 1986, pp. 75-76)⁶⁵. Esta era la alternativa preferida por Colombia, pues no requería la firma de un acuerdo formal con el FMI, restricción política impuesta por el propio presidente Betancur.

Acordada la monitoría, el paso siguiente fue la negociación del préstamo con la banca internacional por valor de USD 1.000 millones, que se conoció popularmente como el *crédito Jumbo*, con destino principalmente a Carbocol (USD 423 millones), Ecopetrol (USD 200 millones), pero, también, para apoyo del sector financiero (USD 100 millones para el Banco de la República destinados a fortalecer el sector financiero) y de varios proyectos de inversión pública

⁶⁵ En esta *Memoria*, el ministro agradece al presidente de la República, al gobernador Volcker y a quienes apoyaron, hasta el último momento, la viabilidad de la monitoría como solución al problema que se enfrentaba.

(USD 277 millones)⁶⁶. La firma del préstamo se realizó en diciembre de 1985, y su desembolso, a partir de 1986 cuando los bancos contaron con la información sobre el cumplimiento de los indicadores contemplados en la monitoría por parte del FMI.

A todas estas, un nuevo evento externo surgió de manera súbita: el alza en la cotización internacional del café provocada no por una helada, sino por una sequía que afectó los cafetales en el Brasil (Gráfico 2.37). El precio se disparó en diciembre de 1985 y enero de 1986, lo que planteaba una perspectiva para el nuevo año diametralmente opuesta a la que se había previsto, y la necesidad de acuerdos con los cafeteros para distribuir los excedentes que obtendría a lo largo del año el Fondo Nacional del Café y de replantear la política económica de corto plazo. Se diseñó, entonces, un nuevo programa acudiendo a los recursos de la inesperada bonanza “para financiar pagos anticipados de deuda externa de las entidades públicas, obtener dinero para el recién creado Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín), y para facilitar el esfuerzo de contracción monetaria” (Caballero-Argáez, 1986, pp. 193-194).

La economía colombiana, cuyo crecimiento se había reducido a 3,10% en 1985, se reanimó en 1986 en las nuevas circunstancias, y el PIB se incrementó 5,80% (Gráfico 2.39). Si bien el nuevo auge externo no alcanzó la magnitud que se preveía al iniciarse el año, los reintegros por exportaciones de café experimentaron un aumento del 60% con respecto a los de 1985, y fue posible rebajar la deuda externa del Fondo Nacional del Café. Por otro lado, se recuperó la autosuficiencia petrolera y se reinició la exportación del crudo. La cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un saldo en superávit por primera vez desde 1980 y las reservas internacionales aumentaron en cerca de USD 1.200 millones – superando la meta de USD 900 millones acordada en la monitoría con el FMI, esquema que llegó a su final en diciembre de 1986– y, al terminar 1986 se ubicaban en USD 3.511,5 millones (Gráfico 2.38).

A pesar de la recuperación de la economía, era evidente en 1986 la necesidad de poner en marcha una política de promoción de las exportaciones no tradicionales para evitar nuevas crisis externas. La realidad era que el comercio

⁶⁶ En la *Memoria*, el ministro recuerda también que, “paralelamente con las negociaciones del Gobierno con los bancos y los organismos internacionales de crédito, se estaban llevando a cabo las reestructuraciones de la deuda del Banco de Colombia y de empresas como Avianca, Coltejer, Paz de Río, etc., para las cuales resultaba crucial la utilización del mecanismo de la denominada Resolución 33 de la Junta Monetaria, después de los sucesivos ajustes a que esta fuera sometida a finales de 1984 y principios de 1985” (Junguito-Bonnet, 1986, p. 79).

exterior estaba muy regulado, con altos aranceles y controles a las importaciones. La economía era muy cerrada, lo cual se reflejaba en que la participación del comercio exterior en el producto era sensiblemente inferior a la de países similares –a razón exportaciones/PIB, era apenas de 12 %, mientras en Perú o Venezuela superaba el 20 %–. De ahí que Colombia no hubiera aprovechado el aumento de los flujos de comercio que trajo consigo la salida de la crisis de la deuda de América Latina.

Desde la segunda mitad de los años 1985, la economía creció a un buen ritmo: entre 1986 y 1989 el incremento promedio del PIB fue de 4,68 % (Gráfico 2.39). El precio internacional del café, que había alcanzado USD 1,96 por libra en 1986, comenzó a descender desde 1987 cuando logró reestablecerse el acuerdo internacional de cuotas, suspendido a raíz de la elevación de los precios en 1985 y 1986. Con todo esto, la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo hasta finales de la década con pequeños déficits que pudieron financiarse gracias a la exportación de petróleo y carbón, y a los ingresos por concepto de inversión extranjera directa. El régimen del ajuste gradual de la tasa de cambio –las minidevaluaciones–, se mantuvo hasta 1991 y el índice de la tasa de cambio real continuó elevándose. La inflación, sin embargo, que había subido a 24 % en 1987, alcanzó 28 % en 1988 (Gráfico 2.39). Al final de la década se debatía sobre la necesidad de abrir la economía no solamente para controlar la inflación, sino porque diversos estudios señalaron el rezago en la productividad.

En 1989 cayó el Muro de Berlín y se aceleró el proceso de globalización de la economía mundial; el comercio se expandía a tasas altas y Colombia permanecía cerrada con una perspectiva de bajo crecimiento futuro de la actividad productiva. En varios países de la región el debate era parecido ante el desarrollo exitoso de las economías asiáticas con crecimiento extraordinario de sus exportaciones; tanto, que en noviembre de 1989 un grupo de economistas de Estados Unidos y de América Latina se reunió para analizar el futuro de la región después de la crisis y se llegó al denominado Consenso de Washington, que contemplaba cambios en el modelo económico que había seguido la región para dejar atrás las crisis económicas y beneficiarse del comercio internacional. Entre los elementos de la estrategia que los expertos recomendaron ejecutar en los años noventa se contaban: mantener tasas de cambio *competitivas* y *estables*, llevar a cabo una apertura comercial para estimular las exportaciones, atraer inversión extranjera directa, privatizar las empresas del Estado, desregular para promover la competencia y respetar los derechos de propiedad.

En Colombia, entonces, se inició un proceso gradual de apertura comercial en la parte final del gobierno de Virgilio Barco, dentro del plan se contemplaban dos fases: durante la primera,

se llevarían al régimen de libre importación las posiciones arancelarias que no representan mayores problemas de competencia para la producción nacional, debido a la inexistencia de producción nacional o la alta protección natural de tales bienes. Adicionalmente, mediante el mecanismo de las subastas arancelarias se introduciría en forma controlada y gradual la competencia a la producción nacional en las demás posiciones, obteniendo adicionalmente, información útil para definir el nivel arancelario a aplicarse en el momento de su liberación definitiva. Se veía en las subastas las ventajas adicionales de eliminar la discrecionalidad y de permitirle al Gobierno captar por lo menos una parte de las rentas percibidas por los importadores. En la segunda fase, una vez culminado el proceso de liberación, se profundizaría el grado de competencia externa mediante una reducción sostenida del arancel hasta alcanzar el nivel de protección deseado. (Alarcón, 1994, p. 445)

En 1989, además, se puso fin al pacto internacional entre los países productores y consumidores de café, y el comercio del grano quedó sometido a las fuerzas del mercado, lo cual condujo al derrumbe del precio internacional que en 1990 fue de USD 0,95 por libra después de catorce años de cotizarse en un nivel promedio de USD 1,38 por libra (Gráfico 2.37). El Gobierno colombiano decidió acelerar el ritmo de la devaluación del peso para estimular las exportaciones diferentes al café, compensar la caída de los ingresos cafeteros y crear condiciones que facilitarían la reducción de aranceles que traería consigo la apertura comercial. El índice de la tasa de cambio real subió a 128 en 1990 y la inflación, que venía en ascenso, se elevó en ese año a 32,3 % (Gráfico 2.40 y Cuadro 2.9).

Concluyó de esta manera la década turbulenta de los ochenta en Colombia. Se había superado exitosamente la crisis externa de la primera mitad de la década, lo mismo que la profunda crisis financiera cuyo manejo había implicado tanto la creación del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras como la nacionalización de algunas entidades financieras. La economía se había ajustado en sus cuentas internas y externas, y los cambios regionales y mundiales imponían nuevas condiciones para su manejo en los años por venir.

2.12 LOS AÑOS 1990: LA TRANSICIÓN HACIA LA FLEXIBILIDAD CAMBIARIA

Los años 1990 constituyeron un periodo de cambios institucionales, reformas y modificaciones en el manejo de la política económica del país, con consecuencias muy profundas de corto, mediano y largo plazo. Si bien en el primer semestre del gobierno de César Gaviria, en la legislatura que se inició en 1990, se adoptaron en el Congreso y en el Ejecutivo un conjunto de reformas estructurales que modificaban en su esencia la manera de formular y conducir la política económica; la expedición de la nueva Constitución en 1991 constituiría el mayor de todos los cambios y, en particular, el hecho de que la nueva Carta hubiera ordenado la reforma de la estructura institucional y las competencias del Banco de la República.

Desde 1991 hay, entonces, un mandato constitucional al Banco de la República que le permite desarrollar sus funciones de banco central con autonomía e independencia frente al Gobierno Nacional, y gracias al cual se han obtenido, con mayor eficacia, resultados en materia macroeconómica, bien en el control de la inflación, bien en la formulación y ejecución de política monetaria anticíclica, posibilidad con la cual no había contado en su historia anterior y que le iba a ser de gran utilidad en los siguientes treinta años para responder al impacto de los choques externos de una u otra índole, negativos y positivos, sobre la economía colombiana.

En su discurso de posesión el 7 de agosto de 1990, el presidente Gaviria explicó las razones por las cuales el país debería “avanzar en un proceso de internacionalización de la economía colombiana” y planteó la necesidad de la “apertura” de la economía con el fin de apoyar “el crecimiento de las exportaciones”, para, “exportar más, importar más, producir más, hacer más rica nuestra economía y así generar más empleo”. El proceso de apertura sería gradual, y no se aplicaría “el tratamiento de choque de otros países latinoamericanos porque no tenemos la crisis que allí ha impuesto situaciones de tal naturaleza” y, en segundo lugar, porque una política de esa naturaleza, “que trae efectos tan benéficos en el mediano plazo, puede tener, a corto plazo, consecuencias sobre el crecimiento y el empleo, que ni queremos ni se justifica asumir” (Gaviria-Trujillo, 1992, pp. 22-23).

A renglón seguido, el mandatario anunció la reforma del Estatuto Cambiario “que le ha brindado al país un marco que ha contribuido significativamente al desarrollo del comercio exterior y a la estabilidad cambiaria” y añadió que se abandonaría

la pretensión de controlarlo todo en este campo, ajena a la realidad de una economía que es ahora más grande, más diversificada y más sólida que aquella que fue objeto del estatuto vigente. Así lo impone el desarrollo de nuestro comercio exterior y el de los mercados financieros de bienes y servicios. (Gaviria-Trujillo, 1992, p. 23)

La verdad es que el proceso había comenzado desde el gobierno anterior. En febrero de 1990, el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) aprobó un cronograma para la liberación comercial que, como paso inicial, incrementó las posiciones arancelarias en libre importación y eliminó de manera definitiva la licencia previa de importación (Departamento Nacional de Planeación [DNP], 1990). Por su parte, el programa de reducción de aranceles contemplaba alcanzar gradualmente un arancel nominal del 16% en el término de cuatro años, cuando en los inicios de 1990 esa tarifa era de 38,6%. Así, en el cuarto trimestre de 1990 se dictaron las primeras medidas de rebaja arancelaria, de reducción de la dispersión y de eliminación de la sobretasa sobre las importaciones (Hommes, Montenegro-Trujillo y Roa, 1994, pp. 34-36).

Simultáneamente con las anteriores medidas de apertura comercial, el Congreso Nacional aprobó la Ley 9 de 1991 que derogó el Decreto-Ley 444 de 1967 y que, de cierta manera, lo reemplazó como norma cambiaria fundamental y otorgó “a la autoridad monetaria una gran autonomía para utilizar de manera amplia los instrumentos y el régimen de tipo de cambio necesario para ejercer sus actividades” (Wiesner, 1978, p. 56). Fue una liberación cambiaria en el sentido de que el régimen cambiario dependería de las decisiones adoptadas por la autoridad para responder a las circunstancias de cada coyuntura.

El espíritu de la ley fue generar un marco flexible y preservar la potestad del Estado sobre el régimen cambiario. De ahí que no se hubieran eliminado posteriormente todas las disposiciones del control de cambios, aunque claramente la ley suprimió el monopolio del Banco de la República sobre las transacciones cambiarias, se eliminó la licencia de cambio requerida por los agentes para realizar cualquier transacción en moneda extranjera, y se descentralizó el régimen, al vincular al sector financiero a la realización de la mayoría de las operaciones de cambio exterior. La Ley 9 de 1991 estableció, igualmente, el régimen para la inversión extranjera, al consagrar la igualdad entre los inversionistas nacionales y los extranjeros, lo mismo que nuevas normas de utilidades y otros pagos en divisas por parte de las empresas multinacionales para mejorar la competitividad de las inversiones extranjeras en Colombia. Adicionalmente, la Ley puso orden en el tratamiento tributario cafetero que se había ido aplicando de manera informal, con posterioridad a la bonanza cafetera de los años setenta mediante disposiciones de la Junta Monetaria.

Las nuevas circunstancias internacionales después de la caída del Muro de Berlín en noviembre de 1989, del Plan Brady para poner fin a la crisis de la deuda de América Latina adoptado en 1989, de la recesión de la economía de Estados Unidos, y la confianza que generó el programa económico del nuevo gobierno en Colombia, junto con las reformas introducidas en sus primeros meses, condujeron a un notable incremento del flujo de capitales hacia el país, estimulado, además, por el diferencial de las tasas de interés entre el exterior y las internas. Las reservas internacionales, que habían alcanzado en 1989 los USD 4.001 millones se elevaron a USD 6.499,9 millones al terminar 1991. La cuenta corriente, ligeramente negativa entre 1987 y 1989, cambió de signo y en 1991 fue positiva en 5,6% del producto interno bruto (PIB), al tiempo que el precio internacional del café descendía a USD 0,90 por libra en 1991 y a USD 0,69 en 1992.

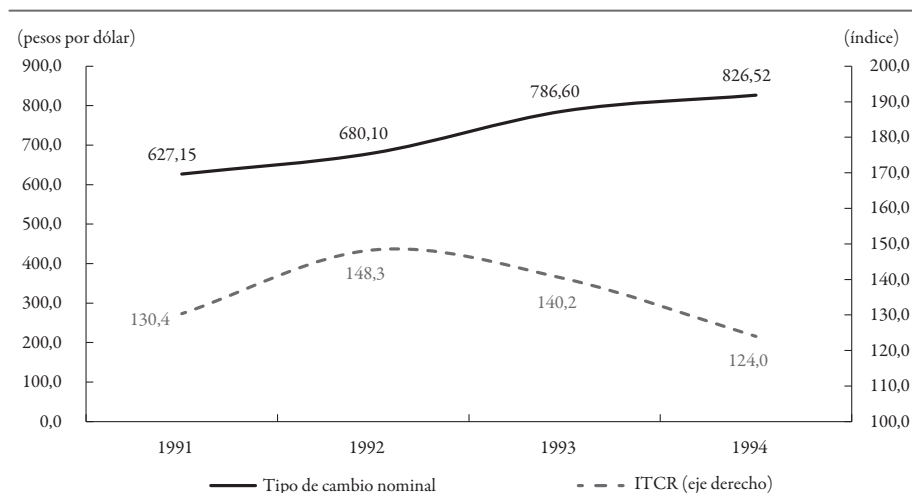
A todas estas, en el primer semestre de 1991, las importaciones estaban completamente estancadas. Una interpretación de lo que pasaba era que la incertidumbre que generaba en el sector privado el esquema gradual de la apertura frenó las decisiones de comprar en el exterior. Otra es que la incertidumbre surgía por los permanentes anuncios de que el esquema diseñado para la liberación se podía acelerar, con lo cual había un incentivo a esperar. En todo caso, los empresarios especulaban acerca de posibles reducciones futuras en los niveles arancelarios y preferían darse un margen de espera para realizar sus compras al exterior. Al tener en cuenta lo que ocurría con la entrada de capitales, el incremento de las reservas internacionales y el crecimiento de los medios de pago, el Gobierno llegó a la conclusión de que la apertura no podía ser gradual y “preparó, entonces, una reforma tributaria para compensar los efectos de la apertura en los recaudos fiscales y tomó la decisión de aplicar, simultáneamente, todas las medidas del programa de apertura” (Hommes, Montenegro-Trujillo y Roa, 1994, p. 36). Entonces, se decidió rebajar de inmediato los aranceles en vez de continuarlo de manera gradual hasta 1994. El Decreto 2095 de septiembre de 1991 redujo la protección nominal promedio al 11,4% y el número de niveles arancelarios a cinco.

En la preparación para un proceso de apertura comercial, que se vislumbraba como *inevitable* a principios de 1990, las autoridades habían incrementado el ritmo de la devaluación de la tasa de cambio en 1990 (Gráfico 2.41) y continuó en 1991 con un impacto desfavorable sobre la inflación, que se elevó de 24% en 1987 a 32,4% en 1990 y 26,8% en 1991⁶⁷ (Cuadro 2.10). Y es que, una vez aprobada la Ley 9 de 1991, no se optó por “un régimen completamente

⁶⁷ A pesar de la inflación interna, el índice de la tasa de cambio real llegó a un pico en 1992, si se tiene en cuenta que el dólar cayó con respecto a otras monedas en ese año. Por tanto, a pesar de las medidas de apertura comercial, la tasa de cambio real facilitó la protección de la actividad productiva en Colombia (Avella, 2016, p. 132).

libre para el mercado de divisas” por el temor con respecto al “desorden que podría generar una liberación abrupta”; se consideró “que una mayor libertad solo podría ocurrir cuando se consolidaran completamente los cambios que se estaban llevando a cabo y, en consecuencia, el primer paso fue tímido, gradual y moderado” (Hommes, Montenegro-Trujillo y Roa, 1994, p. 57).

GRÁFICO 2.41
TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL
1991-1994



Fuente: elaboración de los autores.

De esta manera se establecieron dos mercados legales de divisas: uno controlado y el otro libre. En el primero se transarían la gran mayoría de las divisas y su operación recaería en los intermediarios financieros –que ahora serían también intermediarios cambiarios–; la tasa de cambio continuaría siendo determinada por el Banco de la República. En el segundo, el valor de la divisa lo fijaría el mercado mediante la figura de los profesionales de cambio, en el cual se llevaría a cabo la compraventa de divisas entre particulares. Se autorizaron, igualmente, las cuentas corrientes en moneda extranjera en bancos del exterior y se regularizó la situación de aquellas cuentas poseídas antes de septiembre de 1990; así se

simplificaron los requisitos de información al Banco de la República por parte de los agentes económicos y las personas naturales⁶⁸.

CUADRO 2.10
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
1991-1999

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD (CTS./LB))	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES)
1991	627,15	130,36	2,00	6.499,9	5,64	26,82	90,80	406.600	92.100	5.102,9	19,37
1992	680,10	148,28	4,00	7.728,0	1,78	25,14	69,00	364.600	-234.100	6.464,1	19,02
1993	786,60	140,21	5,40	7.932,4	-3,98	22,61	75,78	121.295	205.400	9.477,3	16,84
1994	826,52	123,99	5,80	8.103,6	-4,50	22,60	157,28	456.200	320.200	11.646,5	15,89
1995	912,5	122,2	5,8	8.453,2	-4,9	19,5	158,4	1.783.900	-2.616.181	13.768,1	17,18
1996	1.036,7	113,4	1,6	9.938,8	-4,8	21,6	131,2	-634.900	-4.812.181	13.775,9	20,42
1997	1.140,5	106,2	3,2	9.908,0	-5,4	17,7	194,3	1.034.700	-5.388.087	15.122,8	19,17
1998	1.426,6	113,5	0,6	8.740,5	-4,9	16,7	142,8	-3.132.400	-7.407.262	15.010,2	13,06
1999	1.758,1	126,3	-5,2	8.103,4	0,8	9,2	116,5	-1.528.300	-11.511.657	10.604,0	18,07

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(11) Fuente: Banco Mundial (2022), precio promedio anual.

⁶⁸ En una conferencia en Washington en 1993 se comentó que una vez se levantaron los controles de cambios, la única reacción negativa provino de los exportadores, quienes pensaban que los controles servían para disminuir el flujo de capitales repatriados tanto legales como ilegales, lo cual, entonces, daría lugar a presiones de revaluación de la tasa de cambio. Anotó, asimismo, que el banco central no tenía argumentos sólidos para defender los controles de cambios y que la burocracia oficial tampoco los defendía (Urrutia, 1993, pp. 285-315).

En esas condiciones, la devaluación del peso y la entrada de capitales impusieron una complejidad muy grande en el manejo monetario, que recurrió a las operaciones de mercado abierto y a la imposición de un encaje marginal del 100 %, con un efecto perverso: la elevación consecuyente de las tasas de interés condujo a reforzar el atractivo para el ingreso de capitales. De cierta manera se revivieron los dilemas de la política económica enfrentados en la bonanza cafetera de 1976-1977 y, de nuevo, se quiso evitar una abrupta revaluación del peso por su impacto negativo sobre las exportaciones. A mediados de 1991, la recién posesionada Junta Directiva del Banco de la República acudió, como lo había hecho la Junta Monetaria en 1977, al mecanismo del *certificado de cambio* para posponer la monetización de las reservas internacionales e introducir un mínimo de flexibilidad en el manejo cambiario.

Al adoptarse en junio de 1991 los certificados con descuento y con intervención del Banco de la República, el *crawling peg* –sistema de las minidevaluaciones– dejó de existir (Gamba-Tiusabá y Gómez-González, 2017). De acuerdo con la *Revista del Banco de la República*,

al establecerse la compra de los certificados por parte de los exportadores, y para evitar que ocurriese una caída significativa en el precio del certificado en contra de los intereses de los exportadores, el Banco definió que compraría los certificados en el momento de su emisión con un descuento, que originalmente fue de 10 % a partir de junio de 1991 y en octubre aumentó al 12,5 %, cuando la maduración del título se extendió de tres meses a un año. (Avella, 2016, p. 139)

El objetivo de la política era mantener la tasa de cambio real en un nivel en el cual las exportaciones fueran competitivas; así, la tasa fluctuaría dentro de una banda, de acuerdo con la oferta y demanda de divisas⁶⁹. Para el gerente del Banco se había generado un “mecanismo similar al de una banda de flotación sucia a través del cual el Banco ha preestablecido un rango de oscilación, pero se reserva el derecho a intervenir incluso en el interior de dicha banda” (p. 140).

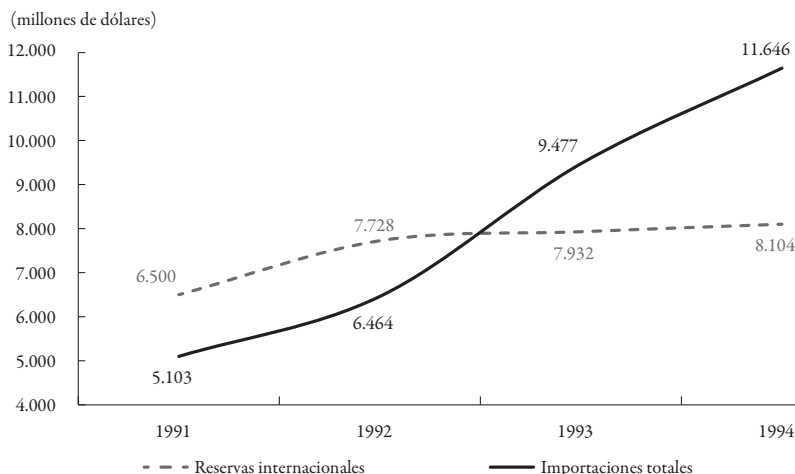
En último término se perseguían dos objetivos: uno de política monetaria, para esterilizar las reservas internacionales, y otro de política cambiaria, para mantener la tasa de cambio real. De hecho, las colocaciones de certificados se multiplicaron por tres a lo largo de 1992, y llegaron a representar el 40 % de la base monetaria. El mecanismo se desgastó en 1993 en la medida en que los

⁶⁹ El techo de la banda era la tasa oficial fijada por el Banco de la República y el piso un 87,5 % del techo debido al descuento del 12,5 %, al cual el Banco debía pagar los certificados redimidos en el momento de su emisión.

certificados comenzaron a madurar y en que la tasa de cambio tendió a pegarse al piso de la banda, lo que obligaba al Banco a compras crecientes de divisas y se perdía el propósito de posponer la emisión. De ahí que, como el flujo de capitales continuó, la Junta del Banco de la República se vio forzada a tomar medidas cambiarias adicionales en 1993, entre estas, los depósitos o encajes al endeudamiento externo para moderar la entrada de capitales, para evitar la apreciación de la tasa de cambio y para modificar la estructura de plazos del endeudamiento externo desestimulando las deudas de corto plazo (Gamba-Tiusabá y Gómez-González, 2017, p. 428).

En julio de 1993 se declaró la comercialidad de los yacimientos petroleros de Cusiana y Cupiagua en el piedemonte llanero, por lo cual se preveía un flujo abultado de divisas en los siguientes años, por las inversiones requeridas para desarrollar los campos, con la perspectiva de la revaluación de la tasa de cambio y, de paso, más estímulo a los flujos de capitales desde el exterior. Rápidamente el nivel de reservas se acercó a USD 8.000 millones al finalizar 1993 y el índice de la tasa de cambio real comenzó a deteriorarse (véase Gráfico 2.42 y Cuadro 2.10).

GRÁFICO 2.42
RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES
1991-1994



Fuente: elaboración de los autores.

En enero de 1994 la Junta del Banco de la República modificó el esquema cambiario y adoptó un sistema de bandas cambiarias con el propósito de

aumentar los grados de libertad de la política monetaria [...]. Para cumplir el mandato constitucional de controlar la inflación, el Banco de la República tenía que abandonar el compromiso de comprar todas las divisas que se le ofrecían en cualquier momento. (Urrutia y Llano, 2012, p.6)

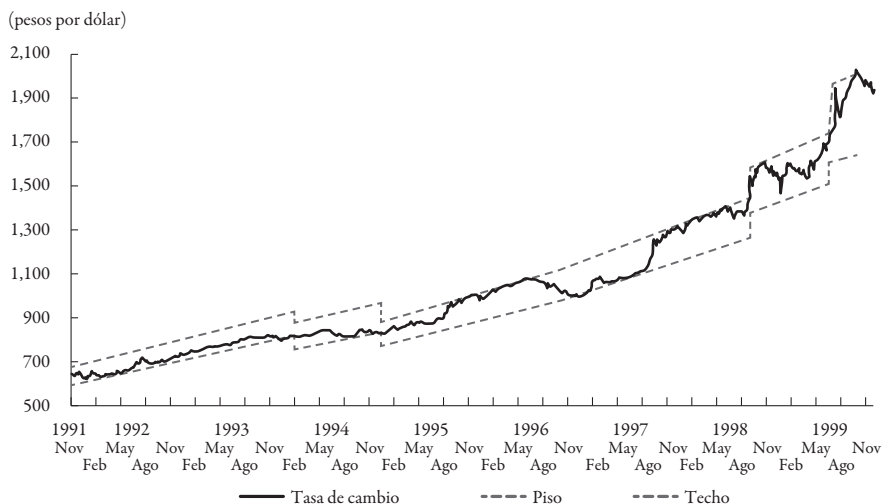
Ante la imposibilidad de liberar la tasa de cambio,

[dada] la tradición gradualista de la política económica colombiana, se resolvió adoptar un sistema que daba mayor independencia a la política monetaria con respecto a los flujos de capital: el sistema de bandas cambiarias originalmente recomendado por Paul Krugman y ya adoptado en Chile. (Urrutia y Llano, 2012, p. 6)

El paso del sistema de certificados de cambio al de bandas cambiarias suscitó las críticas de los exportadores; el centro de la banda se fijó en el descuento del 12,5 % establecido para los certificados, por lo cual tuvo lugar una baja de la tasa de cambio nominal. Sin embargo, como lo señaló Echavarría (2019), la banda incorporaba cuatro parámetros relevantes: el primero, el centro y sus movimientos por la Junta del Banco de la República; el segundo, la amplitud de la banda, la distancia entre el piso y techo; el tercero, la pendiente, que enviaba una señal a los agentes, la forma en la cual el Banco apreciaba los fundamentales del sector externo; y el cuarto, la política de intervención del Banco dentro de la banda, pues claramente el Banco estaría obligado a comprar en el momento en que la tasa se pegara al piso y a vender cuando lo hiciera al techo, pero no tendría que hacerlo si la tasa se movía dentro de la banda. Esta, entonces, liberó parcialmente la tasa de cambio y, por primera vez en décadas el Banco dejó de fijarla y de intervenir para mantener un precio fijo.

Entre enero de 1994, cuando la banda se creó, y septiembre de 1999, cuando se eliminó, la Junta del Banco de la República introdujo modificaciones en la banda (Gráfico 2.43). La desplazó hacia abajo en diciembre de 1994 y generó una revaluación del 7 %; hacia arriba en septiembre de 1998 con una devaluación de 9 %; y nuevamente la desplazó para devaluar 9 % en junio de 1999. Del mismo modo, modificó en cinco oportunidades la pendiente y la amplitud (Gamba-Tiusabá y Gómez-González, 2017, p. 430).

GRÁFICO 2.43
TASA DE CAMBIO NOMINAL Y BANDA CAMBIARIA
1991-1999



Fuente: Banco de la República (2020).

La banda fue objeto de un fuerte debate por la relación entre su forma de operación y la política monetaria. Por ejemplo, cuando la tasa de cambio se pegaba al techo, como ocurrió especialmente en el segundo semestre de 1997 y el primero de 1998, el Banco se veía forzado a vender reservas, lo cual tenía efectos sobre la tasa de interés, por lo cual llegó a acusársele de causar la reducción en el ritmo de crecimiento económico en 1998 y la fuerte contracción de la actividad productiva de 1999⁷⁰. Sin embargo, la banda contribuyó tanto a evitar una revaluación pronunciada en 1996, cuando la privatización de empresas estatales generó una masiva entrada de dólares, como a evitar una devaluación masiva durante la crisis política en el gobierno de Ernesto Samper.

⁷⁰ En algunos días de 1998, las tasas de interés alcanzaron niveles del 50%. Se configuró lo que en los libros de texto de economía se conoce como la *trilogía imposible*: la tasa de cambio se pega al techo de la banda porque la existencia de la banda implica mantenerla en un nivel dado y la tasa de interés sube para detener la salida de capitales. La política monetaria pierde su margen de acción, no se puede actuar de manera contracíclica y la economía cae en recesión. En Colombia, el impacto fue mayor, porque en 1994 el Banco de la República había decidido ligar la corrección monetaria del sistema de valor constante UPAC, a la tasa de interés DTF del sistema bancario.

A raíz de la crisis asiática en 1997 y de la de Rusia en 1998, con el respectivo cierre del crédito externo en momentos en los cuales se registraba un enorme déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (5,4% del PIB en 1997 y 4,9% en 1998), se modificaron los fundamentales, entre estos, la que se consideraba *tasa de cambio de equilibrio*. Entre mayo y junio de 1999, la defensa del techo de la banda le implicó al Banco la pérdida de USD 359 millones de las reservas internacionales y a finales de junio volvió a devaluar la banda en 9%⁷¹. Esos movimientos condujeron, por tanto, a una devaluación gradual entre 1998 y 1999, por lo cual, al eliminarse la banda el 25 de septiembre de 1999 y adoptarse el esquema de flotación cambiaria, la devaluación fue menor a la que preveían la mayoría de los agentes, incluyendo algunos miembros de la Junta Directiva del Banco⁷².

Ahora bien, ¿qué había ocurrido con posterioridad a 1996? El ritmo de crecimiento de la economía, superior al 5% entre 1993 y 1995, se redujo en los tres años siguientes y llegó a ser negativo en 1999, cuando el PIB se contrajo 5,2%, una cifra que no se había registrado en Colombia a lo largo del siglo XX, a pesar de que el país había enfrentado crisis tanto en los años treinta como en los ochenta. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos había venido ampliándose desde 1993, dependiendo de los flujos de capital para su financiación, incluyendo la colocación de bonos de la República en los mercados externos en años en los cuales hubo amplia disponibilidad de crédito. Simultáneamente, el déficit fiscal fue en ascenso. Es decir, la economía había entrado en un proceso de desajuste, con una fuerte dependencia de los recursos externos para financiar los déficits (Cuadro 2.10).

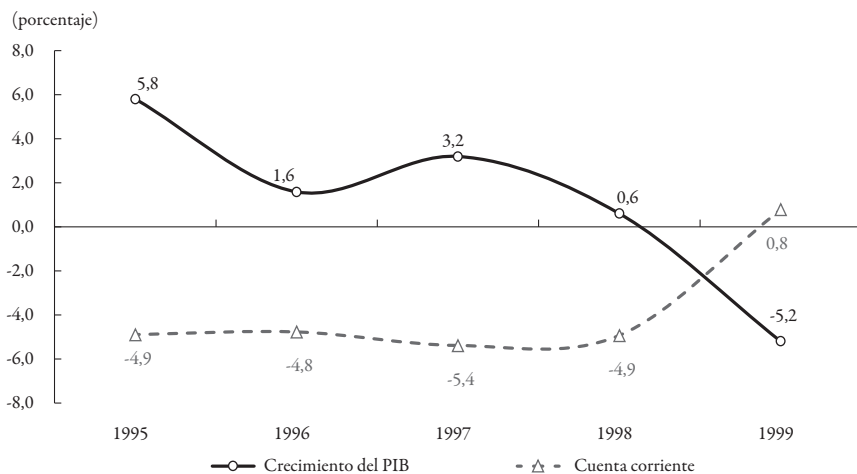
De hecho, entre 1992 y 1998,

el país se endeudó en el exterior a un ritmo solo comparable con el episodio de los años veinte. No solo creció la deuda pública, debido en buena parte al creciente déficit fiscal generado por los derechos económicos de la Constitución de 1991, sino que el sector privado también aumentó su deuda en divisas. En los años noventa el mercado de capitales internacional multiplicó la financiación a los países emergentes y la apertura comercial en Colombia

⁷¹ Entre 1998 y 1999 el Banco de la República vendió USD 1.700 millones (Urrutia y Llano, 2012, p. 6).

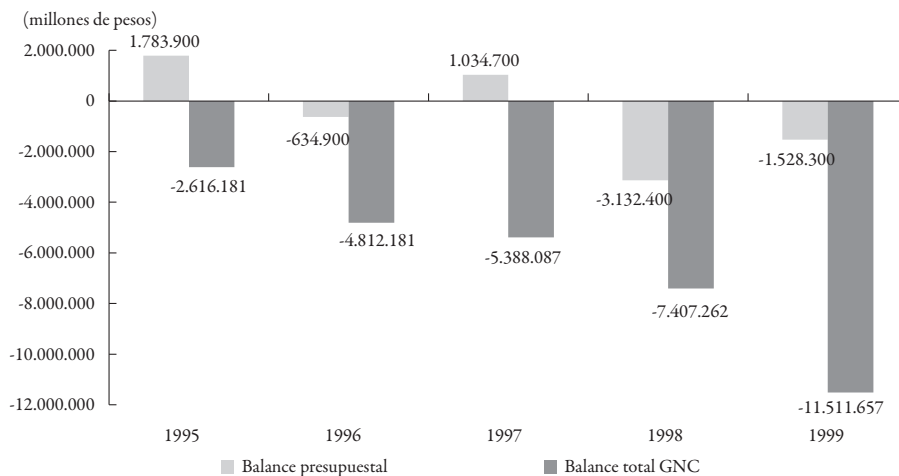
⁷² En uno de los episodios del libro *Cien episodios de la historia económica de Colombia*, Roberto Junguito-Bonnet, quien era miembro en ese momento de la Junta Directiva del Banco, relata las razones que llevaron a la eliminación de la banda cambiaria, a pesar del apoyo que recibía de los miembros de la Junta del Banco de la República; las conversaciones con el Gobierno colombiano y con el Departamento del Tesoro al respecto, y las negociaciones encaminadas a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional ante la preocupación de que la eliminación de la banda prolongara el ataque contra el peso colombiano (Junguito-Bonnet, 2018a, pp. 505-510).

GRÁFICO 2.44
CRECIMIENTO DEL PIB Y CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE)
1995-1999



Fuente: elaboración de los autores.

GRÁFICO 2.45
BALANCE PRESUPUESTAL Y TOTAL DEL GNC
1995-1999



Fuente: elaboración de los autores.

generó un fuerte estímulo a las empresas para aumentar la inversión en maquinaria y equipo para lograr una competitividad que las hiciera capaces de subsistir en una economía más abierta. Buena parte de las importaciones de maquinaria y equipo se hizo con crédito externo comercial. Este endeudamiento hacía peligrosa cualquier decisión que generara una devaluación abrupta, pues esto podría llevar a la quiebra de muchas de las empresas endeudadas en moneda extranjera. (Urrutia y Llano, 2012, pp. 19-21)

La contracción de la economía en 1999, el cierre de los mercados internacionales de capitales y la falta de credibilidad entre los agentes económicos en Colombia, con respecto a la sostenibilidad de la política económica, señalaron, a mediados de 1999, la necesidad de negociar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y un crédito *stand by* cuantioso, para lo cual el ministro de Hacienda, Juan Camilo Restrepo; el gerente del Banco de la República, Miguel Urrutia, y los miembros de la Junta recibieron la autorización del presidente Andrés Pastrana (Gráfico 2.44). En la presentación de la solicitud al Fondo se planteaban como objetivos del programa macroeconómico recuperar el ritmo de crecimiento, continuar con el proceso de reducción anual de la inflación, reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y un gran esfuerzo por rebajar el déficit fiscal y el déficit del sector público no financiero (Gráfico 2.45). Con respecto a la tasa de cambio, la aprobación del programa se supeditó a la eliminación del sistema de bandas cambiarias. La mayoría de la Junta del Banco de la República estaba de acuerdo con la eliminación, pero consideraba mejor hacerlo una vez el programa hubiera sido aprobado.

Ante la necesidad de hacerlo como condición previa a la finalización de la negociación con el Fondo, la Junta decidió proceder el 25 de septiembre de 1999, regresando la mayoría de sus miembros de Washington –en donde se encontraban en las reuniones anuales del FMI y del Banco Mundial– a Bogotá para, en una reunión formal de la Junta, adoptar la decisión⁷³. En los siguientes meses terminaron las conversaciones y se llegó a un pleno entendimiento entre las partes, lo cual permitió al Directorio del Fondo aprobar un Acuerdo de Facilidad Extendida, por tres años, con recursos de crédito hasta por USD 2.700 millones, el 20 de diciembre de 1999 (Junguito-Bonnet, 2018a, pp. 513-514).

⁷³ Miguel Urrutia comenta en su libro con Jorge Llano (2011) que, al volar a Bogotá, “en el avión se hizo una polla sobre el tamaño de la devaluación que ocurriría una vez se soltara la banda y la ganó el gerente del Banco prediciendo muy poca variación en la tasa de cambio” (p. 16).

Visto en retrospectiva, el sistema de la banda cambiaria representó una transición hacia la flotación del tipo de cambio. Sirvió además en el esfuerzo de reducir los ritmos de inflación, muy elevados a principios de la década de los noventa y que, al desatarse la crisis de fin de siglo, se ubicaría entre 16% y 17%. Y, como concluyen Miguel Urrutia y Jorge Llano (2011),

la historia de la política cambiaria desde 1991 refleja un intento permanente de lograr mayor autonomía monetaria, pero tomando consideración en lo posible, sin abandonar la meta de inflación, los efectos de la tasa de cambio sobre el desarrollo real de la economía. (p. 24)

2.13 LA FLEXIBILIDAD CAMBIARIA, 2000-2020

Al iniciarse el nuevo siglo, la economía colombiana se recuperó lentamente después de su dramática contracción en 1999. El PIB creció 2,57% en 2001 y 1,68% en 2002, a pesar de las medidas adoptadas, lo cual generó preocupación en el Gobierno y en el Banco de la República por la dificultad que mostraba la economía para reactivarse.

Con la eliminación de la banda cambiaria al finalizar septiembre de 1999, se crearon las condiciones para que la política monetaria se enmarcara en un esquema de meta de inflación con flexibilidad cambiaria. Se trataba de alcanzar “la meta fijada por las autoridades para cada año y lograr, en el largo plazo, una tasa de inflación que oscilara alrededor de 3%. Todo ello propugnando el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo” (Urrutia y Llano, 2012, p. 170).

Gracias a la adopción de la estrategia de meta de inflación, o *inflación objetivo*, el país ganó, por fin, la posibilidad de aplicar efectivamente políticas macroeconómicas contracíclicas. La tasa de cambio flexible contribuiría a suavizar los efectos de los choques externos sobre la trayectoria del producto y el Banco de la República tendría el control sobre la tasa de interés interna. La tasa de cambio sería la variable de ajuste. El Banco podría intervenir en el mercado cambiario, siempre y cuando tal intervención fuera consistente con la política monetaria y no amenazara el cumplimiento de la meta de inflación. De hecho,

los principios básicos para el diseño de los mecanismos de intervención fueron su transparencia, la definición clara de los objetivos y que, además, las intervenciones fueran anunciadas previamente. Las subastas de opciones se definieron en tres modalidades: i) para desacumular reservas internacio-

nales; ii) para acumular reservas internacionales; iii) para el control de la volatilidad. (López, Vargas y Rodríguez, 2017, p. 483)⁷⁴

La economía recuperó un ritmo de crecimiento cercano al 4% anual a partir de 2003. La política monetaria desempeñó un papel importante en ese proceso: la tasa de interés de intervención del Banco de la República disminuyó en ocho oportunidades en 2001 y en cinco ocasiones en 2002, con lo cual cayó a un nivel históricamente bajo. Por su parte, la situación fiscal también comenzó a mejorar como consecuencia de las reformas adoptadas, en particular la de las transferencias a los gobiernos locales en 2000 y el impuesto al patrimonio, que se estableció al posesionarse el presidente Álvaro Uribe en 2002 y decretarse el estado de conmoción interior, con el fin de obtener recursos para enfrentar la delicada situación de inseguridad pública. Desde 2003, la tendencia del déficit fiscal fue hacia el equilibrio, que finalmente se obtendría en 2008, con una importante reducción del indicador de la deuda externa sobre el producto, que se ubicó por debajo de 40% en 2006 (López, Vargas y Rodríguez, 2017, pp. 483-492)⁷⁵.

Entre 2003 y 2007, la economía mundial experimentó un ciclo de expansión originado por varios factores, entre estos el rápido crecimiento de India y China que dio lugar a la elevación de los precios de los productos básicos⁷⁶ (Gráfico 2.46). El precio internacional del petróleo subió de USD 28,90 por barril en 2003 a USD 71,12 en 2007 y USD 96,99 en 2008. Los términos de intercambio mejoraron para Colombia puesto que, simultáneamente, los precios internacionales de los productos manufacturados disminuyeron, al desplazarse su producción a países con menores costos de producción. Para Colombia fue importante, igualmente, la expansión de la economía venezolana, impulsada por los precios del petróleo, lo que hizo posible incrementar las exportaciones industriales y agroindustriales a ese país. Por último, el choque de confianza positivo generado por las acciones del Gobierno contra la guerrilla dio lugar a flujos importantes de

⁷⁴ López, Vargas y Rodríguez (2017) se ratifican en que, “en teoría, la estrategia de inflación objetivo (IO) debe eliminar una fuente de choques a la tasa de cambio; en particular, anula la asociada a las expectativas de inflación, un factor importante en la volatilidad del precio de un activo como la tasa de cambio. El mecanismo responde a la necesidad de anclar las expectativas de inflación a fin de que sean coherentes con la meta de inflación y se alcance un funcionamiento adecuado de la estrategia de IO” (p. 483).

⁷⁵ El déficit fiscal de 5,1% del PIB en 2002 se redujo gradualmente hasta bajar a 2,3% del PIB en 2008.

⁷⁶ Después de que China fue admitida como miembro de la Organización Mundial del Comercio (OMC), su economía comenzó a crecer a tasas muy elevadas y a participar intensamente en el comercio internacional.

capitales externos hacia el país, “en buena proporción asociados a la inversión extranjera directa, destinada a la financiación de sectores exportadores como el carbón y el petróleo” (p. 493)⁷⁷.

GRÁFICO 2.46
ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
2000-2022



Fuente: Banco de la República (2023).

El auge externo condujo a una importante acumulación de reservas internacionales en el Banco de la República; su nivel se multiplicó por tres en el curso de la primera década del siglo, al pasar de USD 9.006 millones en 2000 a USD 28.464 millones en 2010, y se dobló de nuevo en la segunda década, alcanzando USD 59.039 millones en 2020. El país experimentó una nueva bonanza externa, con un incremento notable de la inversión privada y pública que, de representar el 16,2 % del PIB en 2001, subió a 22,6 % en 2007-2008, y con ritmos de crecimiento económico que, entre 2004 y 2008, fueron en promedio de

⁷⁷ Debe recordarse que en 2003 se realizó la reforma de la estructura estatal en el área de los hidrocarburos que creó la Agencia Nacional de Hidrocarburos, encargándola del manejo de la política petrolera y dejando a Ecopetrol como una compañía de petróleos que competiría en pie de igualdad con las compañías privadas nacionales y extranjeras. Esta reforma tuvo el efecto de estimular la inversión en el sector de los hidrocarburos.

5,44 % anual (véase Caballero-Argáez y Machado-Rodríguez, 2020, pp. 18-19). A su turno, la inflación cedió: de 8,75 % en el año 2000, bajó a 3,17 % en 2010, y se estabilizó alrededor de la meta de la Junta del Banco de la República hasta 2015. La cuenta corriente de la balanza de pagos, tradicionalmente deficitaria, se redujo hasta 1,5 % del PIB en 2005 y se ubicó alrededor de 3,0 % hasta 2013.

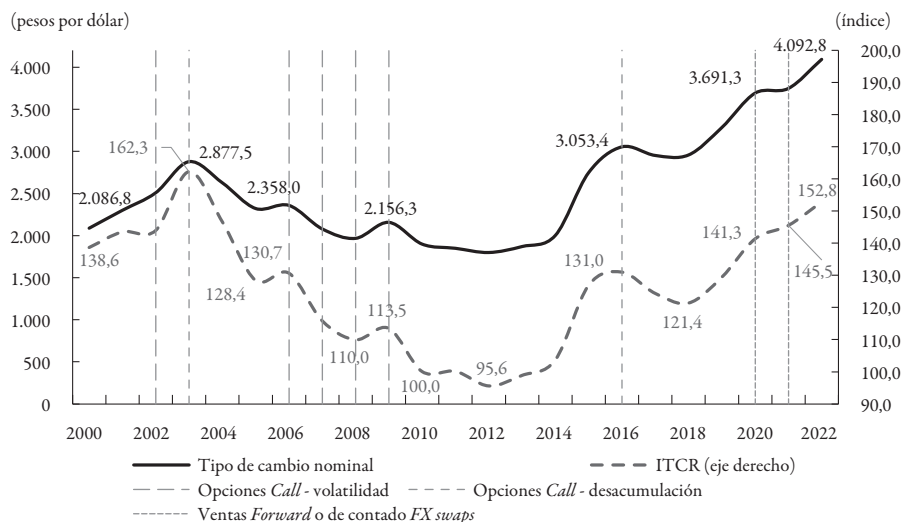
La consecuencia del cambio en las circunstancias externas, de la mayor confianza en el futuro del país y de los flujos de capital del extranjero fue la apreciación real del peso (Gráfico 2.47). Para muchos analistas, e incluso para miembros de la Junta Directiva del Banco de la República, el país sufrió el fenómeno de la enfermedad holandesa. El índice de la tasa de cambio real, que había alcanzado un pico en 2003 descendió hasta el final de la primera década del siglo⁷⁸.

En esos primeros diez años del siglo, el Banco intervino en el mercado cambiario en varias oportunidades. Entre los años 2000 y 2004, lo hizo para acumular reservas y mitigar la volatilidad, al ofrecer opciones de desacumulación y de volatilidad⁷⁹. En septiembre de 2004, la Junta “anunció su decisión de intervenir de forma discrecional en el mercado cambiario por un monto y un tiempo limitado y, luego, antes de terminar el año, anunció que la intervención continuaría por un monto y un tiempo indefinidos” (López, Vargas y Rodríguez, 2017, pp. 495-496). Las intervenciones fueron cuantiosas en 2005 y menores en 2006, pero se reactivaron en 2007 cuando resurgieron las presiones hacia la revaluación del peso. Sin embargo, a mediados de 2007 la Junta Directiva del Banco, en el *Informe al Congreso*, reportó que las intervenciones no habían sido efectivas (Gráfico 2.47). Por ello, decidió cambiar la estrategia de las intervenciones discrecionales y continuó haciéndolo únicamente por medio de las opciones, primero, y, posteriormente, en junio de 2008, realizó una compra de USD 20 millones diarios, a través de subastas de compra directa, que se llevarían a cabo por el resto del año (pp. 498-499).

⁷⁸ De hecho, debido a la tendencia a la revaluación del peso, el presidente Uribe consideraba que, después del terrorismo, la mayor amenaza para el sector agrícola era la revaluación, y el 20 de diciembre de 2004 convocó un Consejo de Ministros para estudiar medidas de emergencia que facultaran al Ejecutivo para modificar el régimen cambiario vigente y, de esta manera, lograr una tasa de cambio de COP 2.900 por dólar, más alta de la vigente en ese momento. La Junta del Banco de la República trató de frenar la revaluación mediante diferentes intervenciones en el mercado sin éxito, que resultaron en un buen negocio para la banca comercial.

⁷⁹ En el primer semestre de 2003, por ejemplo, se aceleró el ritmo de la devaluación a raíz de la elección del presidente Lula, en Brasil, y la tasa de cambio rozó COP 3.000 por dólar, lo cual obligó al Banco a intervenir mediante el ofrecimiento de opciones de venta. Esta intervención fue exitosa; la tasa de cambio nominal regresó a los niveles de 2001 en septiembre de 2003.

GRÁFICO 2.47
TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL
2000-2022



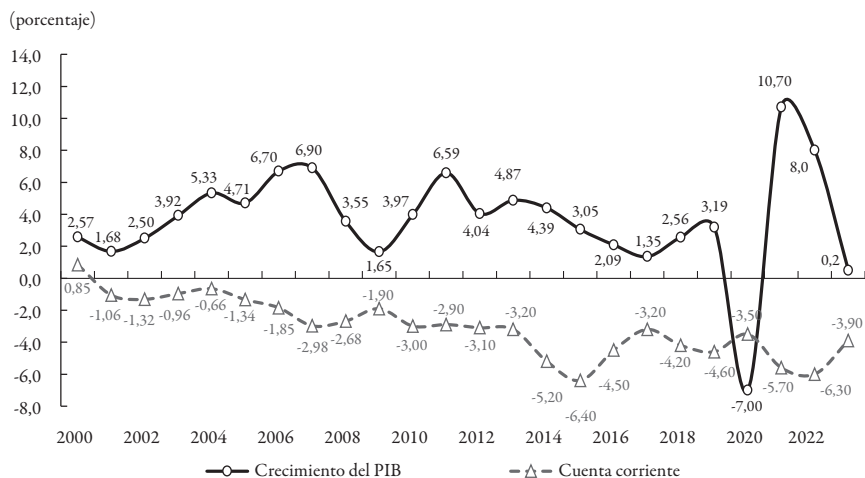
Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.

Fuente: Banco de la República.

El colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el segundo semestre de 2008 desató una crisis financiera internacional de grandes proporciones: se derrumbó parte de la arquitectura financiera mundial, se bloqueó el crédito y aumentó dramáticamente la incertidumbre con respecto al futuro de la economía en los países industrializados. La economía mundial perdió su dinamismo, el precio de los productos básicos cayó, el comercio internacional se contrajo, los flujos de inversión se frenaron y el desempleo aumentó. A nivel global, esta crisis se conoce como la Gran Recesión.

En Colombia, el crecimiento económico bajó a 3,5 % en 2008 y a 1,65 % en 2009 (Gráfico 2.48). Pero el país fue menos afectado por la crisis internacional que otras economías industrializadas y emergentes. Los principales efectos negativos provinieron del deterioro de los precios de los productos básicos, de la caída de la demanda de exportaciones, y de la reducción del envío de remesas por parte de los colombianos en el exterior. Asimismo, se encareció el endeudamiento externo. Sin embargo, gracias al suministro de liquidez en los países desarrollados, a la reanudación del ciclo de precios altos de los productos básicos, y a que el Gobierno y el Banco de la República tuvieron espacio para aplicar medidas contracíclicas, la economía retomó su expansión en 2010, cuando el crecimiento bordeó el 4 %, y se aceleró de nuevo en 2011 alcanzando 6,6 %.

GRÁFICO 2.48
CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE
2000-2022



Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.

Fuente: Banco de la República.

Durante estos años, la flotación del tipo de cambio reforzó la *inflación objetivo* como estrategia de política monetaria, porque otorgó libertad al Banco de la República para el manejo de la tasa de interés. De hecho, la tasa, que se había elevado en los dos años anteriores para hacer frente a un recalentamiento de la economía, se redujo de 9,9% en noviembre de 2008 a 3,0% a finales de 2010. En la antesala de la crisis financiera internacional y al tiempo con el alza de la tasa de interés de intervención del Banco de la República, la Junta había reaccionado preocupada por el efecto de las presiones inflacionarias de 2006 sobre las expectativas de inflación. El aumento de la tasa de interés fue complementado con mayores requerimientos de encaje y con el restablecimiento del encaje al endeudamiento externo, junto con controles al ingreso de capitales de portafolio⁸⁰.

⁸⁰ Se utilizaron, entonces, un depósito obligatorio no remunerado en moneda legal durante seis meses por el 40% de los desembolsos de deuda diferentes a la prefinanciación de exportaciones; un depósito obligatorio no remunerado por doce meses de 11% en el caso de prefinanciación de exportaciones; un límite de apalancamiento del 500% del patrimonio técnico de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados; un depósito en moneda legal del 40% sobre las nuevas inversiones extranjeras de capital de portafolio; y, por último, se exigió que la permanencia mínima de capital de inversión extranjera directa fuera de dos años.

Hubo también intervención del Banco en el mercado cambiario para moderar la volatilidad de la tasa de cambio, lo cual contribuyó al gran aumento de las reservas internacionales.

En 2008 la Junta Directiva del Banco de la República consideró que los controles a las entradas de capital del exterior eran necesarios para permitir un mejor funcionamiento de la flotación de la tasa de cambio y frenar el apalancamiento excesivo y la exposición al riesgo de liquidez externa por parte del sector privado. Por la misma razón, se aplicaron normas macroprudenciales por periodos indefinidos y se buscó restringir los descalces de monedas de los intermediarios financieros. Es oportuno recordar que, desde los años 1930, Colombia mantuvo regulaciones cambiarias para limitar la *posición propia* en moneda extranjera de los intermediarios financieros. En 2008 la norma de posición propia osciló entre el 20% y el -5% del patrimonio neto y sobre los créditos recibidos por los intermediarios en moneda extranjera, y se exigió que estos se financiaran en la misma moneda, con plazos menores o iguales a los del préstamo que se recibía.

Así las cosas, como respuesta al choque externo, la Junta Directiva del Banco de la República cambió la postura de política monetaria a finales de 2008 e inició una fase de reducción de la tasa de interés de intervención, que fue más acelerada en el primer semestre de 2009, “periodo en que el PIB registraba caídas anuales y la inflación disminuía de manera consecutiva y más de lo esperado”. En el segundo semestre de 2008 “también se tomaron otras medidas: algunos controles fueron desactivados, el encaje ordinario promedio se redujo un punto porcentual, la meta de inflación fue definida 1% por encima de la del año anterior” (López, Vargas y Rodríguez, 2017, p. 503).

La política fiscal también contribuyó a amortiguar el impacto del choque externo sobre la economía. A pesar de la caída de los ingresos tributarios por la reducción del crecimiento y del precio del petróleo, había espacio para adelantar una política fiscal contracíclica: el déficit fiscal cerró 2008 en un nivel bajo y el endeudamiento público también había disminuido. El Gobierno decidió entonces mantener el gasto e incrementarlo como proporción del presupuesto nacional, de tal manera que en 2009 tanto el presupuesto total como el destinado a la inversión representaron la mayor proporción del PIB de las primeras dos décadas del siglo XXI. La combinación virtuosa de la política monetaria y de la fiscal fue fundamental para mitigar los efectos de la crisis externa. Como ya se mencionó, la economía colombiana creció 1,65% al tiempo que las grandes

economías de la región lo hicieron a tasas negativas; soportó, adicionalmente, el impacto particular del colapso de la economía venezolana.

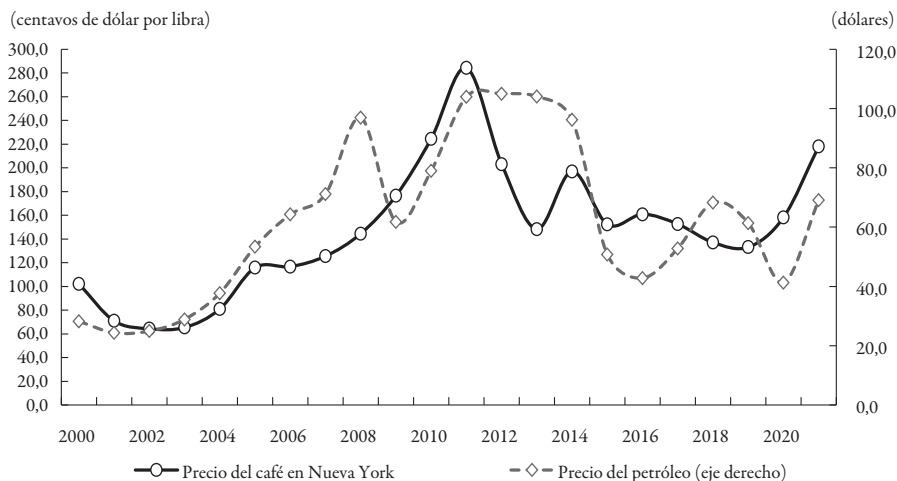
A pesar de que en 2009 el financiamiento externo continuaba disponible –si bien se había encarecido–, las autoridades económicas consideraron prudente y necesario contar con recursos externos adicionales y solicitaron el acceso a la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional (FMI), solicitud aprobada rápidamente. Para el Fondo, la respuesta de Colombia ante la crisis internacional había sido adecuada y la línea “era un reconocimiento para los países con buenas políticas y fundamentos económicos” (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 616). El monto aprobado fue de USD 10.500 millones, con plazo renovable de un año.

La recuperación de la economía colombiana fue muy rápida después del bajonazo de 2009. El precio internacional del petróleo subió en 2010 y en los tres años siguientes, 2011, 2012 y 2013, se mantuvo oscilando entre USD 104 y USD 105 por barril. En consecuencia, en estos tres años el crecimiento del PIB promedió 5,17 % anual con una inflación que, en promedio, fue de 2,7 % anual. Sin embargo, el peso se apreció, por lo cual, a partir de marzo de 2010 el Banco de la República reanudó la compra de reservas internacionales mediante subastas diarias por USD 20 millones, programa que fue extendiendo, con modificaciones e interrupciones, hasta diciembre de 2014, “teniendo en cuenta los niveles alcanzados en varios indicadores de cobertura de riesgo de liquidez externa, así como los cambios en las condiciones del mercado cambiario” (López, Vargas y Rodríguez, 2017, p. 509).

Con todo y la elevación de los precios del petróleo a partir de 2011, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se amplió desde 2010 y alcanzó 5,2 % del PIB en 2014 (gráficos 2.48 y 2.49). En 2015, cuando el precio internacional del petróleo se desplomó, cayendo de USD 96 el año anterior a USD 50,7 por barril, el déficit externo cerró en 6,4 % del PIB. Era evidente que la trayectoria del crecimiento de los últimos años se había basado principalmente en el incremento de la demanda interna, parte de la cual se tradujo en el aumento de bienes y servicios importados, por lo cual

la economía colombiana ha debido acudir al ahorro externo para su financiación, obtenido principalmente bajo la forma de inversión extranjera directa, lo cual ha incrementado los egresos asociados con los costos de utilización de estos recursos externos, lo cual crea una fuente adicional de presión sobre el déficit corriente. (Avella, 2016, p. 83)

GRÁFICO 2.49
PRECIO DEL CAFÉ Y DEL PETRÓLEO
2000-2022



Fuente: Banco Mundial.

El ajuste a las nuevas circunstancias del sector externo dio lugar a una devaluación del peso de 70 % entre septiembre de 2014 y marzo de 2016⁸¹. En este último año se profundizó el ajuste macroeconómico, con un control severo del gasto público y el aumento de impuestos de finales del año, todo lo cual contribuyó a reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que bajó a 4,5 % del PIB (Gráfico 2.48). A todas estas, la inflación aumentó en 2015 y 2016, cuando se acercó al 9 % anual, por lo cual la Junta del Banco de la República se vio obligada a elevar la tasa de interés, que había mantenido inalterada desde septiembre de 2014, para reducirla en 350 puntos básicos entre octubre de 2016 y abril de 2018 y mantenerla posteriormente sin modificación por dieciocho meses en un nivel levemente expansivo. El crecimiento del PIB cayó a 2,0 % en 2016 y a 1,35 % en 2017, para iniciar una trayectoria de recuperación en el año siguiente.

⁸¹ Ante la volatilidad cambiaria que se experimentó entre los últimos meses de 2014 y 2016, el Banco de la República realizó algunas intervenciones en el mercado mediante subastas de opciones para desacumular reservas internacionales y moderar el impacto de la devaluación del peso sobre las expectativas de inflación.

Los informes del FMI sobre Colombia, a partir de 2010 y hasta 2015, realizaron el seguimiento de la economía. En todos se mencionaba el apoyo al país mediante la renovación de la línea de crédito flexible que se había otorgado en 2009. En general se destaca la “fortaleza de la institucionalidad colombiana y el adecuado manejo macro durante la crisis”, pero se manifiesta, también, la preocupación por la apreciación de la tasa de cambio, debido a los flujos de capital hacia el país, y se comentan las intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 620).

En el informe de consulta de 2015 se expresa la inquietud

por el significativo choque ocurrido a raíz del desplome de los precios internacionales del petróleo desde mediados de 2014, el creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y, en general, al efecto adverso de la caída de los precios del petróleo en el crecimiento de la economía. (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 622)

En general, sin embargo, el Fondo consideró que la tasa de cambio flexible, el esquema de inflación objetivo, la aplicación de la regla fiscal, un nivel confortable de reservas internacionales, el bajo nivel de la deuda externa y de la deuda pública, y la línea de crédito flexible proveían la protección necesaria para garantizar la buena marcha de la economía (p. 623).

El precio del petróleo bajó aún más en 2016; promedió USD 42,81 por barril en el año, la cotización más baja desde 2006, antes de iniciar una nueva senda de recuperación a partir de 2017. Las reservas internacionales, que habían aumentado en USD 23.287 millones entre 2008 y 2014 elevándose a USD 47.238 millones en el último año, descendieron en 2015 y solo superaron ligeramente el nivel de 2014 en 2017 al disminuir el déficit en la cuenta corriente. El índice de la tasa de cambio real se mantuvo en un nivel alto con posterioridad a la devaluación de 2014-2015, la tasa nominal de cambio osciló alrededor de COP 3.000 por dólar entre 2016 y 2018, y subió a COP 3.282 por dólar en 2019.

La caída de los ingresos fiscales de 2016 fue la más pronunciada de los treinta y cinco años anteriores; los ingresos del Gobierno Nacional central provenientes del petróleo bajaron hasta el 0,1 % del PIB, de tal manera que, a pesar de una reducción en los gastos de funcionamiento e inversión cercana al 1 % del PIB, el déficit fiscal se amplió a 4 % del PIB. La financiación del déficit recayó sobre el endeudamiento externo e interno para sustituir los ingresos provenientes del sector petrolero, por lo cual la relación deuda/PIB se elevó en los últimos años de la década, cerrando en 2019 ligeramente por encima de 50 %, una cifra muy alta

en Colombia⁸². A finales de 2016 se aprobó una reforma tributaria que incrementó el gravamen del IVA de 16 % a 19 %, lo cual impactó el crecimiento de la actividad productiva en 2017. En el segundo semestre de 2018, el Congreso aprobó otra reforma tributaria que fue declarada inexecutable por la Corte Constitucional, lo que obligó nuevamente al Gobierno a presentar una reforma tributaria al Congreso en 2019, que fue aprobada sin ningún vicio legal.

El ritmo de crecimiento de la economía se aceleró en 2018 y 2019 después de la reducción de 2017. El déficit en la cuenta corriente volvió a abrirse en estos dos años hasta 4,6 % del PIB, debido al desequilibrio en la balanza comercial, caracterizado por el mal comportamiento de las exportaciones y el incremento de las importaciones. El déficit fiscal, por su parte, fue de 2,5 % del PIB al terminar 2019. Estas cifras describen la situación que enfrentaba la economía con anterioridad a propagarse la pandemia del coronavirus en enero de 2020 (Cuadro 2.11).

En otro orden de ideas, el 25 de mayo de 2018 se modificó y compiló la regulación cambiaria con el fin de actualizar e introducir un mayor grado de flexibilidad al régimen vigente. Con la Resolución Externa núm. 1 de 2018 se amplió el grupo de las consideradas *monedas de reserva*; se precisaron las formas de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario incluyéndose instrumentos nuevos como los *swap*, la constitución de garantías y las formas de entrega de la moneda. Se reglamentaron igualmente las sanciones por incumplimiento y en las operaciones de los intermediarios se señaló cuándo sería necesario o no el registro ante la autoridad cambiaria. Asimismo, se reglamentó la posición propia de los intermediarios y se estableció la obligación que tienen de cumplir con indicadores de riesgo cambiario y de reportarlos cada tres meses al Banco de la República. La norma contiene también disposiciones y definiciones sobre la inversión extranjera directa y establece, taxativamente, que la moneda colombiana es obligatoria en las transacciones de la economía.

⁸² En 2003, después de la crisis de 'fin de siglo', el endeudamiento público como porcentaje del PIB era de 43,1 % y en 2010, con posterioridad a la crisis financiera internacional, se ubicó en 37,4 %.

CUADRO 2.11
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS
2000-2023

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR** (1994=100)	(3) CRECI- MIENTO PIB (PORCEN- TAJE)	(4) RESERVAS INTERNA- CIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCEN- TAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCEN- TAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK CTS./LB (USD CTS./ LB)	(8) BALANCE TOTAL GNC (MIL MILLONES DE PESOS)	(9) IMPOR- TACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	(10) PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES)
2000	2086,84	138,65	2,57	9.006,1	0,85	8,75	102,29	-9.683,7	11.576,3	28,23
2001	2299,77	143,51	1,68	10.245,1	-1,06	7,64	71,01	-10.850,2	12.839,0	24,35
2002	2507,96	143,96	2,50	10.844,1	-1,32	6,99	64,39	-12.434,6	12.633,3	24,93
2003	2877,50	162,26	3,92	10.921,4	-0,96	6,49	65,46	-11.528,2	13.618,8	28,90
2004	2626,22	146,64	5,33	13.539,9	-0,66	5,50	81,08	-13.713,2	16.312,5	37,73
2005	2320,77	128,40	4,71	14.956,6	-1,34	4,85	115,96	-13.509,3	20.950,9	53,39
2006	2357,98	130,67	6,70	15.440,4	-1,85	4,48	116,81	-13.068,7	25.827,4	64,29
2007	2078,35	115,84	6,90	20.955,1	-2,98	5,70	125,62	-11.613,6	32.410,3	71,12
2008	1966,26	109,97	3,55	24.041,0	-2,68	7,68	144,57	-11.067,8	39.437,5	96,99
2009	2156,29	113,50	1,65	25.365,0	-1,90	2,00	176,59	-20.715,0	32.895,3	61,76
2010	1897,89	100,05	3,97	28.463,5	-3,00	3,17	224,59	-21.019,2	39.563,8	79,04
2011	1848,17	100,12	6,59	32.302,9	-2,90	3,73	284,31	-17.506,7	53.717,4	104,01
2012	1798,23	95,59	4,04	37.474,1	-3,10	2,44	203,19	-15.441,2	59.067,2	105,01
2013	1868,90	98,85	4,87	43.639,3	-3,20	1,94	148,43	-16.645,4	58.988,3	104,08
2014	2000,68	103,68	4,39	47.328,1	-5,20	3,66	197,07	-18.356,5	63.475,2	96,24
2015	2746,47	126,87	3,05	46.740,4	-6,40	6,77	152,38	-24.268,6	55.387,1	50,75
2016	3053,42	130,99	2,09	46.682,8	-4,50	5,75	160,92	-34.925,5	45.007,7	42,81
2017	2951,15	124,37	1,35	47.637,2	-3,20	4,09	152,68	-33.636,0	46.481,2	52,81
2018	2956,55	121,36	2,56	48.401,5	-4,20	3,18	137,15	-30.315,8	50.685,4	68,35
2019	3282,39	129,40	3,19	53.174,2	-4,60	3,80	133,19	-26.048,5	52.807,2	61,41
2020	3691,28	141,33	-7,00	59.039,3	-3,50	1,61	158,25	-77.763,4	43.424,5	41,26
2021	3747,24	145,52	10,70	58.587,8	-5,60	5,62	218,17	-83.149,0	61.101,4	69,07
2022*	4.092,8	152,83	7,50	57.260,1	-6,30	13,12	-	-	71.561,6	97,10
2023*	4.257,0	-	0,20	-	-3,90	8,71	-	-	-	-

(1) Fuente: Banco de la República. Corresponde a la tasa representativa del mercado

(2) Fuente: Banco de la República. Las ponderaciones totales corresponden a la participación móvil de orden 12 de cada país en el comercio exterior colombiano (importaciones y exportaciones) con los 22 principales socios. Promedio geométrico 2010=100. Índice de tasa de cambio real, utiliza las ponderaciones totales y el IPC como deflactor.

(3) Fuente: Cuentas Nacionales del DANE.

(4) Reservas internacionales brutas reportadas por el Banco de la República a diciembre de cada año.

(5) Fuente: Banco de la República. CC como porcentaje del PIB.

(6) Fuente: Banco de la República. Inflación del IPC a partir de lo reportado por el DANE.

(7) Fuente: Dirección de Investigaciones Económicas, Federación Nacional de Cafeteros. Promedio anual civil.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*.

(9) Fuente: DANE.

(10) Fuente: Banco Mundial, precio promedio anual.

* Proyecciones del *Informe de Política Monetaria* del Banco de la República (octubre, 2022). La inflación de 2022 corresponde a la reportada por el DANE (2022) a noviembre de dicho año.

** A partir de marzo de 2008 se ajustó la tasa de cambio nominal del Bolívar fuerte frente al dólar americano, considerando las restricciones al comercio bilateral.

Si bien esta resolución simplificó algunas de las reglas cambiarias, se mantienen muchas de las regulaciones que vienen desde la reglamentación de la Ley 9 de 1991 y que reflejan la tradición colombiana en materia de controles de cambios. Sobre todo, la limitación de los actores autorizados para intervenir en el mercado cambiario y que pueden en la actualidad realizar el conjunto de operaciones cambiarias posibles, siempre y cuando se encuentren autorizados para ello⁸³.

2.14 EL CHOQUE SANITARIO, 2020-2023

Al iniciarse el año 2020, el mundo recibió un choque sanitario nunca experimentado y que tendría consecuencias profundas en el comportamiento de las economías nacionales y, por consiguiente, en su conducción: la pandemia del coronavirus. Este choque obligó a los países a adoptar medidas drásticas en el primer trimestre del año, incluyendo cuarentenas, cierre de aeropuertos, aislamientos preventivos y suspensión de un gran número de actividades económicas para evitar la propagación del contagio y limitar las muertes.

En Colombia, como en el resto del mundo, las decisiones adoptadas generaron simultáneamente impactos sobre la demanda y la oferta de bienes y servicios, lo que incidió para que, en el mes de abril, con un 30% de la actividad económica bloqueada, se registrara una abrupta contracción del producto interno bruto (PIB). La emergencia sanitaria se prolongó por más tiempo del previsto inicialmente por las autoridades, y los pronósticos de crecimiento fueron empeorando semana tras semana.

Como lo señalan Tenjo, Vargas y Cardozo (2023), aparte del efecto sobre la oferta y demanda de la economía, el choque del covid-19 tuvo impactos sobre la inflación, la oferta y demanda de crédito, aumento del ahorro de los hogares, reducción de la inversión y un golpe a los mercados financieros internos y externos. Todo ello se sumó a las vulnerabilidades previas que tenía la economía colombiana, que venía de ajustarse de un choque de términos de intercambio

⁸³ Un aspecto que no contemplan las regulaciones cambiarias es el de las operaciones con criptomonedas, fenómeno novedoso que se ha venido extendiendo en el mundo como instrumento financiero y de cambio. No se espera que en el futuro inmediato las criptomonedas sustituyan las monedas nacionales, pero muchos países han procedido a regular su utilización y en algunos bancos centrales se experimenta con estas. Utilizar las criptomonedas como unidad de cuenta, intercambio o vehículo financiero podría ofrecer ventajas, pero, de generalizarse, se requerirían normativas distintas a las vigentes referidas a la moneda nacional y a la política cambiaria.

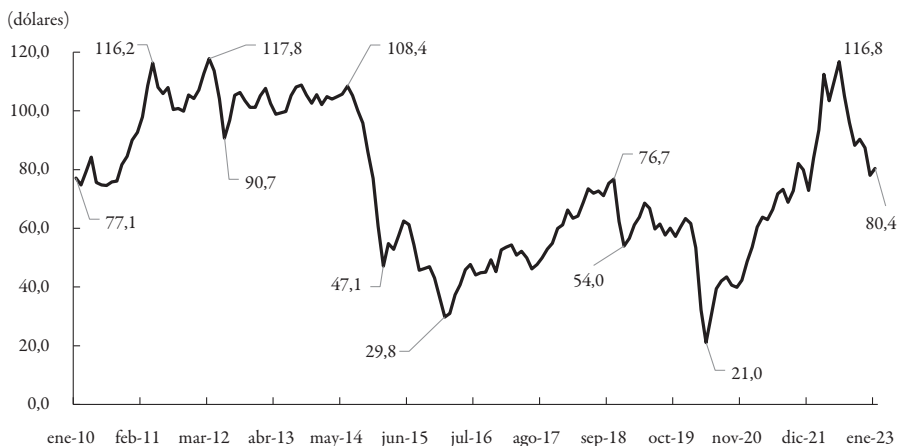
bastante fuerte desde la perspectiva histórica, como fue la caída del precio del petróleo a partir de 2014.

A lo largo de todo 2020 hubo restricciones para la producción, el comercio y los servicios. El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) reveló, en 2022, que la contracción de la economía en ese año había sido del 7 %, mayor que la experimentada en 1999, que fue la peor del siglo XX. Dos años de crecimiento económico fueron borrados de un tajo por la pandemia; el PIB de 2019 se recuperó a finales de 2021.

A principios de marzo de 2020 se rompió el acuerdo vigente entre la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) y Rusia para controlar la oferta de petróleo, lo que dio lugar al inmediato colapso de los precios internacionales del crudo. Con el paso de los días, al declararse las cuarentenas en todo el mundo, la demanda de petróleo cayó en 30 % y se acentuó dramáticamente la reducción de los precios hasta llegarse, el 20 de abril, a la inusitada situación de un precio negativo para los contratos de futuro con entrega en el mes de mayo. La referencia Brent que en febrero se ubicaba en USD 60 por barril, en la tercera semana de abril había caído a USD 21. El precio promedio durante el año fue de USD 41,2 por barril (Gráfico 2.50). Al choque sanitario se sumó entonces un choque externo, lo cual forzosamente traería un cambio en la orientación de la política económica en Colombia desde marzo de 2020.

La crisis del covid-19 tuvo impacto en los mercados financieros locales, dado su alto relacionamiento con los internacionales. La tasa de cambio se devaluó aceleradamente en los primeros meses de la pandemia, pero luego bajó y cerró el año registrando una caída de 12,4 %, gracias al conjunto de medidas adoptadas por la Junta del Banco de la República, que incorporaron las lecciones aprendidas en veinte años de tasa de cambio flotante. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo durante 2020 a 3,4 % del PIB, en gran parte por la caída de las importaciones, consecuencia, a su vez, de la contracción económica.

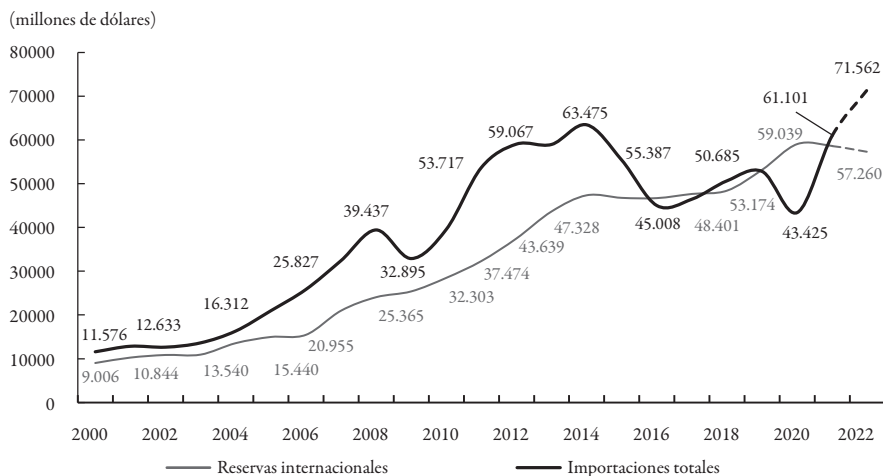
GRÁFICO 2.50
PRECIO PROMEDIO MENSUAL DEL PETRÓLEO
2010-2023



Fuente: Banco Mundial (s. f.).

Entre marzo y septiembre de 2020 la Junta tomó un gran número de decisiones monetarias, cambiarias y crediticias para paliar los efectos de la pandemia. En la fase inicial se concentró en tres objetivos: proteger el sistema de pagos; estabilizar el mercado cambiario y el de títulos públicos y privados; y asegurar el flujo de crédito a la economía por parte de los intermediarios financieros. En marzo se inició una fase de disminuciones de la tasa de interés de intervención: de 4,25 %, nivel en el cual se había mantenido por mucho tiempo, la redujo a 3,75 %, en junio había descendido hasta 2,5 % y para octubre había llegado a 1,75 %, su nivel más bajo histórico. Adicionalmente, el Banco amplió la cartera de títulos aceptables para el redescuento con la banca comercial para incluir, además de títulos de Tesorería (TES), la deuda privada extendida por estos, mediante la ejecución de operaciones transitorias de liquidez con las diferentes entidades por COP 11,4 billones y compras definitivas de activos por COP 9,6 billones (Caballero-Argáez y Machado-Rodríguez, 2020, p. 63). En total, entre febrero y diciembre de 2020, el Banco emitió COP 31,1 billones, que suministró al mercado en diferentes condiciones de plazo.

GRÁFICO 2.51
RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES
2000-2022



Nota: el dato de las importaciones para 2022 corresponde al disponible hasta noviembre de dicho año.

Fuente: Banco de la República.

Para evitar sobresaltos y dificultades para los bancos en sus transacciones y en la operación de las líneas de crédito con sus corresponsales, el Banco intervino en el mercado cambiario mediante la utilización de *non-delivery forwards*, o venta de dólares a futuro con cumplimiento financiero. La utilización de este instrumento no implica un desembolso efectivo de dólares y se cancela en pesos la diferencia entre la tasa de cambio del contrato y la observada a los treinta días, lo que sirve para ofrecer cobertura frente a una devaluación fuerte y evita que los agentes acudan al mercado de contado. Al Banco de la República no le implicaba utilización de reservas internacionales, sino que, en caso de diferencias negativas, se afectaba el estado de pérdidas y ganancias. El mercado financiero en Colombia ya conocía este instrumento, lo cual facilitaba su aplicación; además, la propia experiencia del pasado aconsejaba su uso más que el de otros tradicionales, como las intervenciones directas o mediante opciones que sí conducían a la utilización de reservas. Igualmente, se utilizaron *swaps*, es decir, canjes transitorios de dólares por pesos, lo cual permitió cuidar la liquidez en dólares y prever que la ofrecida desde el exte-

GRÁFICO 2.52
DEUDA NETA DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
2000-2022



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2023). Los valores corresponden a la deuda neta del GNC para el tercer trimestre de cada año, con el fin de hacerlos comparables con los disponibles para 2022.

rior fuera insuficiente; esto finalmente no ocurrió y el Gobierno de Colombia tuvo acceso a la financiación exigida por las necesidades del gasto público. De hecho, las reservas se incrementaron durante 2020 y en diciembre superaron ligeramente los USD 59.000 millones (Gráfico 2.51).

El Gobierno Nacional adoptó también una serie de medidas para enfrentar los efectos sociales y económicos generados por la pandemia. En marzo, el presidente y sus ministros realizaron una primera declaratoria del estado de emergencia económica, y expidieron 72 decretos con fuerza de ley en los primeros 309 días de vigencia del estado de excepción que fue, además, prorrogado por un mes adicional. Y en mayo decretó una segunda emergencia en la cual se expidieron otros 41 decretos en 30 días.

Las medidas de las emergencias abarcaron un amplio frente de acción. En general contemplaron beneficios tributarios específicos, con excepción, por ejemplo, del pago de aranceles e impuestos a la importación de equipos e insumos para la atención hospitalaria de los pacientes. Otras crearon nuevos programas sociales para atender la falta de ingresos de una parte de la población, que no tenía la capacidad de trabajar para atender sus necesidades básicas

diarias, el más importante de los cuales fue el denominado *ingreso solidario* para entregar transferencias no condicionadas a cerca de tres millones de hogares. Y otras más se centraron en diseñar programas de apoyo y líneas de crédito especiales para mitigar los impactos de las cuarentenas en las micro, pequeñas y medianas empresas del país, lo que incluyó el fortalecimiento financiero del Fondo Nacional de Garantías, y en el apoyo a las empresas para mantener las nóminas mediante un subsidio en el pago de los salarios de sus empleados.

Para financiar el aumento del gasto que implicó la ejecución de estos programas, y que triplicó entre un año y otro la magnitud del déficit fiscal, el Gobierno no solamente acudió a la banca multilateral y al mercado internacional de capitales, sino que creó el Fondo de Mitigación de Emergencias (Fome) para acceder a recursos del endeudamiento interno. En consecuencia, la deuda pública, ya alta con anterioridad al choque sanitario, se elevó al nivel más alto en lo corrido del siglo, 60,5 % del PIB y el déficit fiscal cerró el año 2020 en 7,8 % del PIB (Gráfico 2.52).

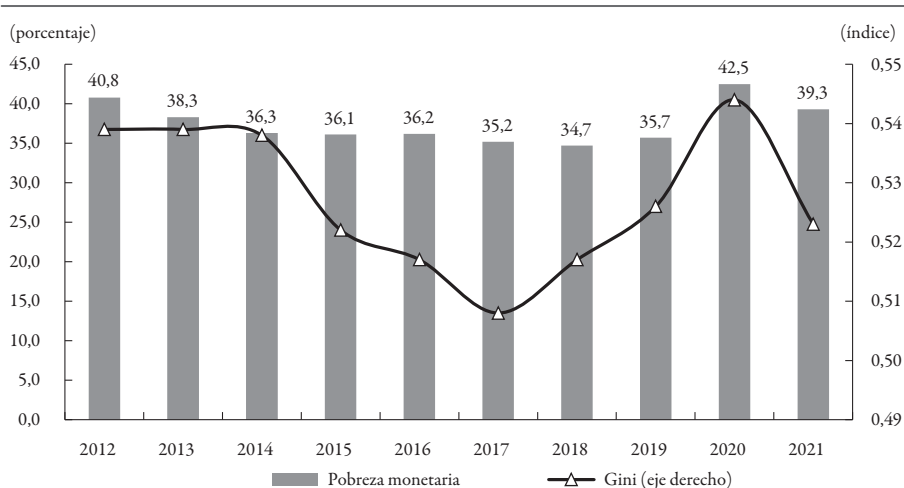
En septiembre de 2020, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó un incremento en la línea de crédito flexible equivalente a 384% de la cuota de Colombia, elevándola a USD 17.000 millones, acuerdo vigente hasta abril de 2022. Como en el pasado más reciente, el FMI consideró sobresaliente el manejo macroeconómico del país, lo cual despejó la incertidumbre de una crisis cambiaria como consecuencia del impacto del choque sanitario.

La banca comercial privada, por su lado, concentró su actividad en el otorgamiento de alivios a los deudores de créditos de consumo e hipotecario, reduciendo las tasas de interés y ampliando los periodos de gracia y los plazos de los préstamos. Con la decisión del Gobierno de cubrir hasta en 90 % las garantías para los préstamos a las empresas medianas y pequeñas, tuvo lugar un incremento considerable de este tipo de créditos durante 2021.

Como era de esperar, el impacto negativo de la pandemia sobre la pobreza y la desigualdad de los ingresos fue rápido y contundente (Gráfico 2.53). La pérdida de ingresos implicó que 3,5 millones de personas cayeran en pobreza, rompiendo la tendencia de disminución que se registraba desde 2012 y que la ubicaba en 34,7% de la población en 2018. El 2020 concluyó con 21 millones de personas en pobreza, el 42,5 % de la población colombiana. En cuanto a la desigualdad, el índice de Gini, que venía deteriorándose desde 2018, saltó de 0,526 en 2019 a 0,544 en 2020. El impacto de la pandemia fue muy desigual entre los diferentes

grupos sociales, siendo el más pobre el más afectado, pues perdió la cuarta parte de sus ingresos en 2020 (Caballero-Argáez y Machado-Rodríguez, 2023).

GRÁFICO 2.53
POBREZA MONETARIA Y COEFICIENTE DE GINI
2012-2021



Fuente: elaboración propia a partir de DANE.

En el segundo semestre de 2020, la contracción de la economía fue revirtiéndose y en 2021 la actividad productiva experimentó un fuerte rebote que elevó su ritmo de crecimiento a 10,7%, el más alto entre los países de América Latina, impulsado por la recuperación del consumo tanto público como privado. La demanda de los hogares se expandió, en gran parte como consecuencia del gasto reprimido durante el año anterior, además de la recuperación de los ingresos por el descenso de la tasa de desempleo, la cual, después de haberse elevado en mayo de 2020 al 21%, cayó en 2021 a 13,4%.

Por otra parte, el subsidio del *ingreso solidario* a los hogares de menores ingresos se mantuvo hasta diciembre de 2022; la dinámica del gasto público se reflejó en el déficit fiscal del 7% del PIB con el cual cerró 2021 y en el incremento del endeudamiento público a 60,8% del PIB. Una contrapartida del fuerte crecimiento de la demanda en 2021 fue la ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se amplió a 7,4% del PIB. La devaluación del peso, sin

embargo, fue de 1,5 % y el índice de la tasa de cambio real se elevó durante 2021. En el mismo año, el país perdió su calificación de grado de inversión debido a la incertidumbre sobre la perspectiva fiscal que se generó por el retiro del proyecto de reforma tributaria presentado por el Gobierno al Congreso, y que dio lugar a las protestas sociales de mediados del año.

En el mundo la recuperación que siguió al año de la pandemia fue acompañada de un fenómeno inflacionario por los aumentos del gasto, la expansión de la demanda y la disrupción de las cadenas de suministro. El cierre del mercado en China condujo a un represamiento de mercancías en los puertos y a la interrupción en la oferta de partes esenciales para la producción de bienes, de tal manera que la demanda se reactivó a un ritmo más acelerado que la oferta mundial.

En Colombia la inflación subió a 5,6 % en 2021 impactada, además, por la realización de un Paro Nacional durante el segundo trimestre de 2021, que generó una disrupción adicional en la oferta de alimentos y materias primas para la producción, fenómeno que se extendió en el tiempo con efectos inflacionarios también en 2022. A estas presiones sobre la inflación se sumó en febrero de 2022 la invasión de Rusia a Ucrania, que desató la guerra que se ha prolongado hasta 2023 y que restringió las exportaciones de granos y fertilizantes de Ucrania, con un impacto sobre las importaciones colombianas de esos productos y el alza de sus precios. Para hacer frente al brote inflacionario, la Junta del Banco de la República inició desde octubre de 2021 el proceso de ajuste al alza de la tasa de intervención que se aceleró en 2022 y se mantiene en 2023 debido al alto registro inflacionario de 2022, cuando el índice de precios al consumidor (IPC) aumentó 13,2 % en los doce meses (Cuadro 2.11).

El dinamismo de la actividad productiva continuó en 2022. Al cierre del año se registró un crecimiento del PIB de 7,5 %, también elevado en comparación con otros países de la región. El déficit en la cuenta corriente se estima en 6 % del PIB y una devaluación de 13,7 % promedio durante el año, explicada, en parte, por la incertidumbre fiscal –que se corrigió con la aprobación de una importante reforma tributaria por el Congreso a finales del año–, en parte, por un año de elección presidencial tenso y una incertidumbre generada en el segundo semestre por los anuncios del nuevo gobierno, referidos a la exploración petrolera y la posibilidad de imponer controles a la salida de capitales y, por otra parte, por la valorización del dólar frente a la mayoría de las monedas en razón de la elevación de la tasa de interés en EE. UU. para hacer frente a la inflación. De esta manera, la tasa de cambio cerró el año 2022 cerca de COP 5.000 por dólar.

El déficit fiscal estimado para el cierre de 2022 era de 5,5 % del PIB y el proyectado para 2023 de 3,8 %. En cuanto al crecimiento de la economía en 2023, hay consenso en la tendencia a la desaceleración, con diferencias sustanciales entre las distintas proyecciones. El Banco de la República, por su parte, calculaba un leve crecimiento de 0,2 % en el año.

Vale resaltar que el régimen cambiario y la tasa de cambio flexible no han sido objeto de ninguna clase de cuestionamiento en los últimos años. Los críticos que en el pasado ponían en duda la bondad del arreglo institucional vigente desde 1999 parecen haber terminado por aceptarlo. Existe en la actualidad, además, evidencia suficiente de que, solo en algunos casos muy específicos y coyunturales –como el de la pandemia del coronavirus–, las intervenciones resultan efectivas pero que, en su gran mayoría, generan efectos perversos, porque implican la pérdida innecesaria de reservas internacionales y afectan los resultados financieros del Banco de la República.

Bien puede afirmarse que las instituciones colombianas para el manejo de la economía mostraron su fortaleza en los últimos tres años al hacer frente a un fenómeno tan complejo y novedoso como el choque sanitario, primero, y a la recuperación con posterioridad a su postración en 2020, después. Tienen por delante, eso sí, el enorme reto de regresar a la senda de inflación adoptada por la autoridad monetaria al establecerse el esquema de Inflación Objetivo que tanto beneficio trajo para el crecimiento de la economía y el bienestar de los colombianos.

REFERENCIAS

- Agudelo-Villa, Hernando (s. f.). “Plataforma económica y social del primer gobierno del Frente Nacional”, en *Obras selectas*, “Tomo I. Ideas económicas”.
- Agudelo-Villa, H. (1960). “Resultados de la política económica y social”, en *Obras selectas*, tomo I. Ideas económicas, Bogotá.
- Alarcón, Luis Fernando (1994). “La política económica de Barco: una visión personal”, en M. Deas y C. Ossa (eds.), *El gobierno Barco: política, economía y desarrollo social, 1986-1990*, Bogotá: Editorial Nomos.
- Arango, L. Á. (1948). “Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República”, Bogotá: Banco de la República.
- Avella-Gómez, Mauricio (2003). “Antecedentes históricos de la deuda colombiana: el proceso de moratoria formal sobre la deuda externa entre 1931 y 1935”, [en línea],

- Borradores de Economía, núm. 271, Banco de la República, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/antecedentes-historicos-deuda-colombiana-el-proceso-moratoria-formal-sobre-deuda-externa-1931-y-1935>
- Avella-Gómez, Mauricio (2016). *La economía colombiana en la Revista del Banco de la República, 1927-2015*, Bogotá: Banco de la República, tomos I y II.
- Banco de la República. (1961). “Notas editoriales”, *Revista del Banco de la República*, vol. 34, núm. 405, Bogotá: Banco de la República, pp. 855-881, julio, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/18580/18992>
- Banco de la República. (s. f.). *Estadísticas económicas*, [en línea], disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas>
- Banco de la República (2022). *Informe de política monetaria*, disponible en <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10504/informe-politica-monetaria-octubre-2022.pdf>
- Banco Mundial. (16 de diciembre de 2022). *Commodity Markets*, [en línea], disponible en <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>
- Botero-Montoya, Rodrigo (1976). *Memoria de Hacienda 1974-1976*, tomo II, Bogotá: Banco de la República, pp. 234-312
- Caballero-Argáez, Carlos Eduardo (1987). *50 años de economía: de la crisis del treinta a la del ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria.
- Caballero-Argáez, Carlos Eduardo (2012). “El desarrollo económico y la planeación en el periodo del Frente Nacional: contexto y realizaciones”, en C. Caballero-Argáez, M. Pachón-Buitrago y E. Posada-Carbó (comp.), *Cincuenta años de regreso a la democracia. Nuevas miradas a la relevancia del Frente Nacional*, Bogotá: Universidad de los Andes, Escuela de Gobierno Albero Lleras Camargo
- Caballero-Argáez, Carlos; Machado-Rodríguez, Germán (2020). “De la crisis de ‘fin de siglo’ a la del ‘coronavirus’. La economía colombiana en el siglo XXI”, Documentos CEDE, núm. 14, Universidad de los Andes, pp. 15-74.
- Caballero-Argáez, Carlos; Machado-Rodríguez, Germán (2023). *Crisis y reformas* [En edición], Bogotá: Ediciones Uniandes.
- Carrasquilla B., A.; Suescún, R. (1987). “El Estatuto Cambiario y la balanza comercial en Banco de la República”, en *Colombia: 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, Bogotá: Banco de la República.
- Congreso de la República (1938). Ley 167 de 1938, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1653273>.

- Congreso de la República (1940). Ley 45 de 1940, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?ruta=Leyes/30019006>.
- Congreso de la República (1948). Ley 90 de 1948, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1631356>.
- Congreso de la República (1963). Ley 21 de 1963, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1631356>.
- Departamento Nacional de Planeación (DNP) (1990). “Documento Conpes núm. 2.465. Programa de modernización de la economía colombiana”, Bogotá, [en línea], disponible en <https://colaboracion.dnp.gov.co/cdt/Conpes/Economicos/2465.pdf>
- Díaz-Alejandro, Carlos (1972) “La economía colombiana y el comercio exterior en el periodo 1950-1970”, *Coyuntura Económica*, vol. 2, núm. 3, Bogotá: Fedesarrollo, pp. 129-45 octubre.
- Díaz-Alejandro, Carlos (2003). *Regímenes de comercio exterior y desarrollo económico: Colombia*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.uexternado.edu.co/gpd-regimenes-de-comercio-exterior-y-desarrollo-economico-colombia-9789586166980.html>
- Echavarría-Soto, Juan José (2019). “Colombia: ventajas y requisitos de la flotación cambiaria”, en *Fedesarrollo: 50 años de influencia en política pública. Reflexiones y retos para los siguientes*, Bogotá: Fedesarrollo.
- Edwards, Sebastián; Steiner, Robert (2008). *La revolución incompleta: las reformas de Gaviria*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, [en línea], disponible en: <https://www.jstor.org/stable/41392141>
- Espinosa-Valderrama, Abdón (1970). *Memoria de Hacienda 1966-1970*, Bogotá: Banco de la República.
- Federación Nacional de Cafeteros (2022). *Estadísticas cafeteras*. [en línea], <https://federaciondefcafeteros.org/wp/estadisticas-cafeteras/>
- Federal Reserve History (30 de enero de 1934). *Gold Reserve Act of 1934*. [en línea], <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-reserve-act>
- Fedesarrollo (1981). “Comercio exterior”, *Coyuntura Económica*, vol. XI, núm. 1, Bogotá, pp. 45-65
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (30 de noviembre de 2022). “Colombia: History of lending commitments”, [en línea], disponible en: <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=190&date1key=2022-11-30>
- Fuentes-Hernández, Alfredo; Villaveces-Pardo, Ricardo (1976). “La liberación actual de importaciones y su perspectiva histórica”, *Coyuntura Económica* julio 1976 Bogotá: Fedesarrollo, pp. 87-98.

- Gamba-Tiusabá, Camila; Gómez-González, José Eduardo (2017). “La política monetaria durante los primeros años del Banco Central Independiente 1992-1998”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, primera edición, Bogotá: Banco de la República, pp. 411-435.
- Garritsende Vries, Margaret (1987). *Balance of payments adjustment, 1945 to 1986: The IMF experience*, primera edición, Washington: International Monetary Fund, [en línea], disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2016/12/30/Balance-of-Payments-Adjustment-1945-to-1986-The-IMF-Experience-21>
- Gaviria-Trujillo, César (1992). Bienvenidos al Futuro. *Economía-Discursos*. Presidencia de la República, Secretaría de Prensa.
- Greco (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano) (1999). “El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997” [en línea], Borradores de Economía, núm. 95, Banco de la República, disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5114>
- Hommes, Rudolf; Montenegro-Trujillo, Armando; Roda, Pablo (1994). *Una apertura hacia el futuro: balance económico, 1990-1994*, Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Departamento Nacional de Planeación.
- Jaramillo, Esteban (1931). *Memoria de Hacienda 1932*, Bogotá: Imprenta Nacional.
- Junguito-Bonnet, Roberto (1986). *Memoria del ministro de Hacienda: julio 1985 a septiembre 1986*, Bogotá: Banco de la República.
- Junguito-Bonnet, Roberto (2017a). *Historia económica de Colombia en el siglo XX*, Bogotá: Universidad Sergio Arboleda.
- Junguito-Bonnet, Roberto (2017b). “El Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, primera edición, Bogotá: Banco de la República, pp. 561-638, [en línea], disponible en <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/7007>
- Junguito-Bonnet, Roberto (2018a). “La adopción del régimen de tasa de cambio flexible”, en *Cien episodios de la historia económica de Colombia*, Bogotá: Editorial Planeta.
- Junguito-Bonnet, Roberto (2018b). “El estado de la economía a fines de la administración Lleras Camargo”, en *Cien episodios de la historia económica de Colombia*, Bogotá: Editorial Planeta.
- Junguito-Bonnet, Roberto; Caballero-Argáez, Carlos (1978). “La otra economía”, *Conyuntura Económica*, vol. 8, núm. 4, Bogotá: Fedesarrollo, pp. 103-139.
- Junta Directiva del Banco de la República (2018). “Resolución núm. 1 de 2018”, [en línea], disponible en: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/compendio-res-ext-1-de-2018_1.pdf

- Junta Monetaria de la República de Colombia (1967). “Resolución núm. 13 de 1967”, [en línea], https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/acta_jdbr_1967.pdf
- Krueger, Anne O. (1983). *Exchange-Rate Determination*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Lleras, Alberto; Lleras-Restrepo, Carlos; Gómez Hurtado, Álvaro; López Michelsen, Alfonso (1963). *Devaluación 1962: sus orígenes y proyecciones, historia documental, de un proceso económico*, primera edición, Bogotá: Tercer Mundo.
- Lleras-Restrepo, Carlos (1987). “Discurso de inauguración, pronunciado por el doctor Carlos Lleras Restrepo, expresidente de Colombia”, *Nueva Frontera*, núm. 638, pp. 22-28.
- López-Mejía, Alejandro (1987), “El Estatuto Cambiario y el Gobierno”, en *Colombia: 20 años del régimen de cambios y comercio exterior*, Bogotá: Banco de la República, pp. 36-69.
- López E., Enrique; Vargas H., Hernando; Rodríguez N., Norberto (2017). “La estrategia de inflación objetivo en Colombia”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 465-539.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2023). *Balance fiscal del Gobierno Nacional Central*, [en línea], disponible en https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/bgg/balancefiscalgobiernocentral
- Ocampo, José Antonio (2014). “La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia”, en J. A. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, H. Belloso y R. Frenkel (eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*, Santiago de Chile: Cepal, pp. 19-49 [en línea], https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/36761/1/S20131019_es.pdf
- Presidencia de la República (1951). Decreto 756 de 1951, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1825825>
- Presidencia de la República (1959). Decreto 1345 de 1959, [en línea], disponible en: https://books.google.com.co/books/about/Arancel_de_aduanas_regimen_legal_de_impo.html?id=wlkcyjgAACAAJ&redir_esc=y
- Presidencia de la República (1967). Decreto 444 de 1967, [en línea], disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=75333>
- Romero, Carmen Astrid (2006). “Los tipos de cambio múltiples en Colombia 1932-1967”, tesis doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona.
- Steiner, Roberto (1987). “El manejo de la tasa de cambio y el Estatuto Cambiario: los objetivos de largo plazo y los desafíos coyunturales”, en *Colombia: 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, Bogotá: Banco de la República.

- Tenjo, F.; Vargas, H.; Cardoso, P. (enero de 2023). “El Banco de la República en la pandemia del covid-19”. En prensa.
- Urrutia, Miguel (1993). “Colombia”, en J. Williamson (ed.), *The political economy of reform*, Washington D. C.: Institute for International Economics.
- Urrutia, Miguel (2012). “Política económica y social en el régimen de coalición (1958-1978)”, en C. Caballero-Argáez, M. Pachón-Buitrago y E. Posada-Carbó (comp.), *Cincuenta años de regreso a la democracia. Nuevas miradas a la relevancia del Frente Nacional*, Bogotá: Universidad de los Andes, Escuela de Gobierno Alberto Lleras Camargo.
- Urrutia, Miguel; Llano, Jorge (2011). “La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 67, Bogotá: Universidad de los Andes, pp. 11-48, [en línea], disponible en <https://doi.org/10.13043/dys.67.1>
- Urrutia, Miguel; Llano, Jorge (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Universidad de los Andes, Facultad de Economía.
- Wiesner-Durán, Eduardo (1978). *Política monetaria y cambiaria en Colombia*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia (Asobancaria).

Anexos

ANEXO 2.1

HISTÓRICO DE LOS COMPROMISOS CREDITICIOS DE COLOMBIA CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

CUADRO A2.1.1

HISTÓRICO DE LOS COMPROMISOS CREDITICIOS DE COLOMBIA CON EL FMI MILES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO 1957-2022

TIPO DE ACUERDO	FECHA DE ARREGLO	VENCIMIENTO FECHA 4/	MONTO ACORDADO	MONTO RETIRADO	MONTO PENDIENTE
Línea de crédito flexible	29 de abril de 2022	28 de abril de 2024	7.155.700	0	0
Línea de crédito flexible	01 de mayo de 2020	28 de abril de 2022	12.267.000	3.750.000	3.750.000
Línea de crédito flexible	25 de mayo de 2018	30 de abril de 2020	7.848.000	0	0
Línea de crédito flexible	13 de junio de 2016	24 de mayo de 2018	8.180.000	0	0
Línea de crédito flexible	17 de junio de 2015	12 de junio de 2016	3.870.000	0	0
Línea de crédito flexible	24 de junio de 2013	16 de junio de 2015	3.870.000	0	0
Línea de crédito flexible	06 de mayo de 2011	05 de mayo de 2013	3.870.000	0	0
Línea de crédito flexible	07 de mayo de 2010	05 de mayo de 2011	2.322.000	0	0
Línea de crédito flexible	11 de mayo de 2009	06 de mayo de 2010	6.966.000	0	0
Acuerdo de reserva	02 de mayo de 2005	02 de noviembre de 2006	405.000	0	0
Acuerdo de reserva	15 de enero de 2003	02 de mayo de 2005	1.548.000	0	0
Facilidad ampliada del Fondo	20 de diciembre de 1999	19 de diciembre de 2002	1.957.000	0	0
Acuerdo de reserva	06 de junio de 1973	05 de junio de 1974	20.000	0	0
Acuerdo de reserva	01 de mayo de 1972	30 de abril de 1973	40.000	0	0
Acuerdo de reserva	21 de abril de 1971	20 de abril de 1972	38.000	30.000	0
Acuerdo de reserva	21 de abril de 1970	20 de abril de 1971	38.500	23.000	0
Acuerdo de reserva	19 de abril de 1969	18 de abril de 1970	33.250	33.250	0
Acuerdo de reserva	19 de abril de 1968	18 de abril de 1969	33.500	33.500	0
Acuerdo de reserva	15 de abril de 1967	14 de abril de 1968	60.000	60.000	0
Acuerdo de reserva	01 de enero de 1966	31 de diciembre de 1966	36.500	31.500	0
Acuerdo de reserva	14 de febrero de 1964	13 de febrero de 1965	10.000	7.500	0
Acuerdo de reserva	14 de enero de 1963	13 de enero de 1964	52.500	48.500	0
Acuerdo de reserva	01 de enero de 1962	31 de diciembre de 1962	10.000	7.500	0
Acuerdo de reserva	01 de noviembre de 1960	31 de octubre de 1961	75.000	65.000	0
Acuerdo de reserva	22 de octubre de 1959	21 de octubre de 1960	41.250	0	0
Acuerdo de reserva	19 de junio de 1958	18 de junio de 1959	15.000	0	0
Acuerdo de reserva	19 de junio de 1957	18 de junio de 1958	25.000	10.000	0
Total			60.787.200	4.099.750	3.750.000

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2022).

ANEXO 2.2

TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES

CUADRO A2.2.1

TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES Y TASA DE CAMBIO REAL 1923-2021

AÑO	(1)	(2)		(3)		(4)	(3)	(5)		(6)	(7)
	PROMEDIO ANUAL EMPALMADO TASA CAMBIO NOMINAL PROMEDIO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL TO COMPRA TO VENTA		TIPO DE CAMBIO-CAFÉ CAFÉ-COMPRA TASA EFECTIVA DE DÓLARES CAFETEROS		IMPORTACIONES PREFERENCIAL-VENTA	MERCADO DE CAPITALES O LIBRE ML-COMPRA ML-VENTA	PETRÓLEO IMPORTADO	ÍNDICE DE TASA REAL		
1923	1,049										44,4
1924	1,007										39,1
1925	1,016										36,9
1926	1,017										33,0
1927	1,024										29,2
1928	1,022										26,9
1929	1,033										30,8
1930	1,035										38,2
1931	1,035										40,4
1932	1,049			1,133	0,9625						45,7
1933	1,245			1,228	1,2271						52,1
1934	1,626			1,552	1,5408						60,0
1935	1,783			1,685	1,4470						68,8
1936	1,752	1,74	1,75		1,5011						62,2
1937	1,768	1,74	1,75		1,5330						57,9
1938	1,788	1,745	1,755		1,5419						56,8
1939	1,752	1,745	1,755		1,6231						52,8
1940	1,752	1,745	1,755		1,6798						55,0
1941	1,754	1,745	1,755		1,7450						58,7
1942	1,753	1,745	1,755		1,6580		1,7526				59,6
1943	1,748	1,745	1,755		1,7450		1,7449				54,4
1944	1,746	1,745	1,755		1,7450		1,7463				45,9
1945	1,752	1,745	1,755		1,7450		1,7520				42,4
1946	1,751	1,745	1,755		1,7450		1,7513				42,1
1947	1,755	1,745	1,755		1,7450		1,7545				40,8
1948	1,761	1,762	1,772	1,862	1,7671	1,772	1,7605	2,80453			37,8
1949	1,960	1,950	1,960	1,950	1,9500	1,950	1,9595	3,02092			39,0
1950	1,960	1,950	1,960	1,950	1,9500	1,950	1,9600	3,11054			32,9
1951	2,390	2,363	2,373	2,124	2,0737	2,373	2,3884	2,72027			39,4
1952	2,510	2,500	2,510	2,247	2,2403	2,510	2,5100				43,3
1953	2,510	2,500	2,510	2,346	2,3390	2,510	2,5100				40,8
1954	2,510	2,500	2,510	2,385	2,3850	2,510	2,5100				37,7
1955	2,510	2,500	2,510	2,500	2,4904	2,510	2,5100	3,38625			36,7
1956	2,510	2,500	2,510	2,500	2,5000	2,510	2,5100	5,05455			34,6

CUADRO A2.2.1 (CONTINUACIÓN)
TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES Y TASA DE CAMBIO REAL
1923-2021

AÑO	(1)	(2)		(3)		(4)	(3)	(5)		(6)	(7)
	PROMEDIO ANUAL EMPALMADO TASA CAMBIO NOMINAL PROMEDIO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL TO COMPRA TO VENTA		TIPO DE CAMBIO-CAFÉ CAFÉ-COMPRA TASA EFECTIVA DE DÓLARES CAFETEROS		IMPORTACIONES PREFERENCIAL-VENTA	MERCADO DE CAPITALES O LIBRE ML-COMPRA ML-VENTA	PETRÓLEO PETRÓLEO IMPORTADO	ITCR ÍNDICE DE TASA REAL		
1957	3,840	3,986	3,997	3,986	3,7837	3,997	6,0157	6,02571			45,6
1958	6,410	6,052	6,413	6,052	5,1440	6,413	7,5675	7,57750			72,2
1959	6,400	6,100	6,400	6,100	5,1850	6,400	7,6796	7,68875			67,5
1960	6,650	6,352	6,577	6,352	5,3989	6,577	6,9146	6,92167			66,2
1961	6,700	6,492	6,700	6,492	5,9150	6,700	8,3059	8,31517			63,7
1962	6,780	6,551	6,901	6,551	6,5508	6,901	9,1192	9,13375	7,6700		62,6
1963	9,000	7,100	9,000	7,100	7,1000	9,000	10,0188	10,02917	7,6700		62,1
1964	9,000	7,294	9,000	7,300	7,2775	9,000	10,4326	10,44183	7,6700		57,8
1965	10,500	9,564	10,500	8,026	7,8534	9,000	16,8194	16,85925	9,0000		55,7
1966	13,500	13,500	13,500	9,183	9,1558	9,000	16,9523	16,98208	9,0000		58,4
1967	14,540	14,504	14,531	9,940	11,1634	9,000	16,2500	16,30000	9,0000		70,6
1968	16,290	16,284	16,325		12,8062		16,2500	16,30000	9,000		79,4
1969	17,320	17,323	17,355		13,8586				9,000		81,8
1970	18,440	18,442	18,487		14,7530				9,000		86,6
1971	19,930	19,933	19,983		15,9475				12,300		85,7
1972	21,870	21,866	21,917		17,4925				20,000		85,3
1973	23,640	23,634	23,689		18,9083				20,000		79,2
1974	26,060	26,057	26,111		20,8450				20,000		77,0
1975	30,930	31,174	30,982		25,0475				20,670		84,9
1976	34,700	34,690	34,753		28,4458				25,500		80,5
1977	36,770	36,851	36,430		29,7380		35,6300	35,54667			70,3
1978	39,090										68,1
1979	42,550										64,1
1980	47,280										64,3
1981	54,490										64,5
1982	64,090										65,0
1983	78,860										70,9
1984	100,820										79,9
1985	142,310										95,7
1986	194,260										109,7
1987	242,610										114,6
1988	299,170										115,1
1989	382,570										122,3
1990	502,260										127,9
1991	627,150										130,4
1992	680,100										148,3
1993	786,600										140,2
1994	826,520										124,0

CUADRO A2.2.1 (CONTINUACIÓN)
TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES Y TASA DE CAMBIO REAL
1923-2021

AÑO	(1)	(2)		(3)		(4)	(3)	(5)		(6)	(7)
	PROMEDIO ANUAL EMPALMADO TASA CAMBIO NOMINAL PROMEDIO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL		TIPO DE CAMBIO-CAFÉ		TASA EFECTIVA DE DÓLARES CAFETEROS	IMPORTACIONES PREFERENCIAL-VENTA	MERCADO DE CAPITALES O LIBRE		PETRÓLEO IMPORTADO	ÍNDICE DE TASA REAL
		TO COMPRA	TO VENTA	CAFÉ-COMPRA				ML-COMPRA	ML-VENTA		
1995	912,470										122,2
1996	1036,680										113,4
1997	1140,450										106,2
1998	1426,570										113,5
1999	1758,110										126,3
2000	2086,840										138,6
2001	2299,770										143,5
2002	2507,960										144,0
2003	2877,500										162,3
2004	2626,220										146,6
2005	2320,770										128,4
2006	2357,980										130,7
2007	2078,350										115,8
2008	1966,260										110,0
2009	2156,290										113,5
2010	1897,890										100,0
2011	1848,170										100,1
2012	1798,230										95,6
2013	1868,900										98,9
2014	2000,680										103,7
2015	2746,470										126,9
2016	3053,420										131,0
2017	2951,150										124,4
2018	2956,546										121,4
2019	3282,390										129,4
2020	3691,275										141,3
2021	3747,244										145,5

(1) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) para 1932-1998 y Banco de la República (2022) para el período 1999-2022.

(2) Fuente: tomado de Wiesner (1978).

(3) Fuente: elaboración de los autores a partir de Wiesner (1978) y Romero (2006).

(4) Fuente: Romero (2006).

(5) Fuente: elaboración de los autores a partir de Wiesner (1978). Los datos previos a 1957 corresponden a la cotización promedio en el mercado bancario (compra) y a la cotización de certificados de cambio en la Bolsa (venta). Los datos posteriores a 1957 corresponden a los de compra y venta en el mercado de capitales (libre).

(6) Fuente: Wiesner (1978) y Romero (2006). Tipo de cambio diferencial para la compra de divisas destinadas a la compra de petróleo para refinar dentro del país.

(7) Fuente: elaboración de los autores a partir de principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y Banco de la República (2022).

ANEXO 2.3

RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

CUADRO A2.3.1
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de Cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título I. Banco de la República		
1	Monedas de reserva ¹	AUD, CAD, CHF, CNH/CNY, DEG, DKK, EUR, GBP, HKD, JPY, KRW, NOK, NZD, SEK, SGD, USD.
2	Intervención en el mercado	El Banco de la República podrá intervenir en el mercado cambiario para: regular la liquidez del mercado financiero y garantizar el funcionamiento normal de los pagos internos y externos; evitar fluctuaciones indeseadas de la tasa de cambio y acumular o desacumular reservas internacionales, por medio de la compra o venta de divisas, de contado y a futuro.
3	Operaciones de intervención	<ol style="list-style-type: none"> 1. Compra o venta de divisas a tasas de mercado. 2. Venta de opciones <i>put</i> o <i>call</i> a tasas de mercado, mediante el mecanismo de subasta. 3. Venta de divisas de contado mediante contratos FX Swap, a las tasas que fije el Banco de la República, mediante los mecanismos de subasta o ventanilla. 4. Venta de divisas mediante contratos <i>forward</i> de cumplimiento financiero a tasas de mercado, mediante el mecanismo de subasta.
4	Régimen de las operaciones	Resolución Externa núm. 1 de 2018
5	Sanciones por retraso, incumplimiento y errores de las operaciones de intervención	<ol style="list-style-type: none"> 1. Retrasos operaciones de compra o venta de divisas. El Banco de la República, en la fecha de cumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 1% de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación cumplida con retraso. 2. Incumplimiento de las operaciones de compra o venta de divisas. El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 5% de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación incumplida. 3. Errores en el precio de las ofertas presentadas en las subastas de operaciones de compra y venta de divisas en los últimos 12 meses. En el evento de que el agente autorizado presente un (1) error no podrá acceder a la siguiente subasta de compra o venta de divisas que se convoque dentro de los doce (12) meses siguientes. En el evento de que el agente autorizado acumule dos (2) errores no podrá acceder a las siguientes tres (3) subastas de compra o venta de divisas que se convoquen dentro de los doce (12) meses siguientes. En el evento de que el agente autorizado acumule tres (3) errores no podrá acceder a las siguientes subastas de compra o venta de divisas que se convoquen dentro de los doce (12) meses siguientes. 4. Incumplimiento del pago de la prima de la opción <i>pull</i> o <i>call</i>. El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento del pago de la prima, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República un monto igual al valor de la prima.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título I. Banco de la República		
5	Sanciones por retraso, incumplimiento y errores de las operaciones de intervención	<p>5. Retrasos en el cumplimiento del ejercicio de opciones <i>put</i> o <i>call</i>. El Banco de la República, en la fecha de cumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 1 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación cumplida con retraso.</p>
		<p>6. Incumplimiento del ejercicio de opciones <i>put</i> o <i>call</i>. El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 5 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación incumplida.</p>
		<p>7. Retrasos en el cumplimiento de la venta de divisas de contado mediante contratos FX Swap. El Banco de la República, en la fecha de cumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República, el valor resultante de aplicar los intereses de un día de la tasa de interés mínima de expansión vigente sobre el monto en moneda legal de la operación cumplida con retraso.</p>
		<p>8. Incumplimiento de la información, entrega de garantías y/o de la venta de divisas de contado mediante contratos FX Swap. El Banco de la República, en la fecha de incumplimiento, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal del agente autorizado y/o compensará de las garantías: i) para el primer incumplimiento sobre un período de doce (12) meses, los intereses de cinco (5) días, a la tasa mínima de expansión vigente, sobre el monto en moneda legal de la operación incumplida; ii) para el segundo incumplimiento sobre un período de doce (12) meses, los intereses de diez (10) días, a la tasa mínima de expansión vigente más 1 %, sobre el monto en moneda legal de la operación incumplida, y iii) para tercer y posteriores incumplimientos sobre un período de doce (12) meses, los intereses de quince (15) días, a la tasa mínima de expansión vigente más 1 %, sobre el monto en moneda legal de la operación incumplida.</p>
		<p>9. Retrasos en el cumplimiento de la compra de divisas a futuro mediante contratos FX Swap. El Banco de la República debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 1 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación cumplida con retraso.</p>
		<p>10. Incumplimiento de la compra de divisas a futuro mediante contratos FX Swap. El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 5 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación incumplida.</p>
		<p>11. Retrasos en el cumplimiento de la operación de venta de divisas a futuro mediante contratos <i>forward</i>. Se aplica la misma lógica que para los FX Swap.</p>
		<p>12. Incumplimiento de la operación de venta de divisas a futuro mediante contratos <i>forward</i>. El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República, el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 2 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación incumplida más el valor correspondiente al cumplimiento de la operación.</p>

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título I. Banco de la República		
6	Pagos en moneda extranjera	Los pagos en moneda extranjera que deba realizar el Banco de la República para el normal desarrollo de sus actividades se atenderán con cargo a las reservas internacionales, con sujeción a las cuantías y límites que fije la Junta Directiva.
Título II. Intermediarios del mercado financiero		
7	Intermediarios autorizados ²	Bancóldex, CF, ENTerritorio, FDN, Finagro, Findeter, FNA, Icetex, SCBV, SEDPE, SICSE se sujetarán a la regulación aplicable a los intermediarios del mercado cambiario una vez se inscriban en el Banco de la República, de acuerdo con el procedimiento de carácter general que este señale. Las entidades podrán solicitar al Banco de la República la cancelación de su inscripción, a efectos de no estar obligadas a cumplir con la regulación aplicable a los intermediarios del mercado cambiario.
8	Operaciones autorizadas para los intermediarios del mercado cambiario	1. Los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento, las cooperativas financieras, la FDN y Bancóldex, con patrimonio técnico igual o superior al capital mínimo que debe acreditarse podrán: adquirir y vender divisas y títulos representativos de estas, que deban canalizarse a través del mercado cambiario; celebrar operaciones de compra y venta de divisas y de títulos representativos de estas con el Banco de la República y con los intermediarios del mercado cambiario, así como la compra y venta de saldos de cuentas de compensación; enviar o recibir pagos y giros en moneda extranjera, y efectuar remesas de divisas desde o hacia el exterior, y realizar gestiones de cobro o servicios bancarios similares; recibir depósitos en moneda extranjera de empresas de transporte internacional, agencias de viajes y turismo, almacenes y depósitos francos, entidades que presten servicios portuarios y aeroportuarios, personas naturales y jurídicas no residentes, misiones diplomáticas y consulares acreditadas ante el Gobierno de Colombia, organizaciones multilaterales y los funcionarios de estas últimas, y entidades públicas o privadas que estén ejecutando programas de cooperación técnica internacional con el Gobierno nacional; recibir depósitos a la vista en cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos electrónicos en moneda legal colombiana de personas naturales, jurídicas o asimiladas, no residentes. Adicionalmente, recibir depósitos a término en moneda legal colombiana, incluyendo certificados de depósito a término (CDT) y certificados de depósito de ahorro a término (CDAT), de personas naturales colombianas no residentes; efectuar inversiones de capital en el exterior de conformidad con las normas aplicables y efectuar inversiones financieras en el exterior; realizar operaciones de <i>leasing</i> de exportación y de importación estipuladas en moneda extranjera; manejar y administrar sistemas de tarjetas de crédito y débito para pagos en moneda extranjera; otorgar avales y garantías estipulados en moneda extranjera a residentes, a otros intermediarios del mercado cambiario y a no residentes; actuar por cuenta de los agentes del exterior autorizados para realizar derivados financieros de manera profesional como contrapartes de las cámaras de riesgo central de contraparte; obtener financiación estipulada en moneda extranjera de no residentes, de los intermediarios del mercado cambiario o mediante la colocación de títulos en los mercados internacionales de capitales...

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título II. Intermediarios del mercado financiero		
9	Obligaciones de los intermediarios del mercado bancario	<ol style="list-style-type: none"> 1. Exigir a los residentes y no residentes la información de las operaciones de cambio que canalicen y transmitirla al Banco de la República. 2. Conservar la información que transmitan al Banco de la República de las operaciones de cambio canalizadas. 3. Para aquellas operaciones que requieran el depósito, verificar que se haya acreditado el cumplimiento de dicha obligación. 4. Informar diariamente a la Superintendencia Financiera de Colombia, en los términos que esta señale, sobre las tasas de cambio a las cuales efectúen sus operaciones. 5. Informar trimestralmente a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre el movimiento de sus cuentas corrientes en el exterior. 6. Suministrar la información y la colaboración que requieran las autoridades competentes, entre ellas la Fiscalía General de la Nación, la Unidad de Información y Análisis Financiero y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales, para sus propósitos de prevención de actividades delictivas, control cambiario o cualquier otro de su competencia. 7. Cumplir con las disposiciones del capítulo XVI del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y demás normas aplicables en cuanto a la prevención de actividades delictiva.
10	Pago por compra de divisas	Los pagos que realicen los intermediarios del mercado cambiario por compra de divisas que no sean obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario, en montos iguales o superiores a diez mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 10.000) o su equivalente en otras monedas, se realizarán mediante entrega al vendedor de las divisas de cheque girado a nombre del beneficiario con cláusula que restrinja su libre negociabilidad y para <i>abono en cuenta</i> . Alternativamente, podrá efectuarse el pago al vendedor mediante abono en cuenta corriente o de ahorros de la cual sea titular dicho vendedor.
11	Cuentas en el exterior de intermediarios	Los intermediarios del mercado cambiario podrán poseer y manejar cuentas en el exterior para el normal desarrollo de sus actividades. Estas cuentas no estarán sujetas a registro en el Banco de la República.
12	Posición propia ³	Los intermediarios del mercado cambiario obligados a consolidar estados financieros de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia que tengan inversiones controladas en el exterior, deben excluir del cálculo de la posición propia el valor de las inversiones controladas en el exterior. También deben excluir los derivados y demás obligaciones designadas por el órgano competente del intermediario del mercado cambiario como instrumentos de cobertura de las inversiones controladas en el exterior.
13	Posición propia de contado	Defínase como posición propia de contado en moneda extranjera la diferencia entre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera. Los intermediarios del mercado cambiario calcularán la posición propia de contado de acuerdo con los conceptos y cuentas que señale el Banco de la República.
14	Posición bruta de apalancamiento ⁴	Los intermediarios del mercado cambiario calcularán la posición bruta de apalancamiento de acuerdo con los conceptos y cuentas que señale el Banco de la República.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título II. Intermediarios del mercado financiero		
15	Montos	El promedio aritmético de tres (3) días hábiles de posición propia en moneda extranjera de los intermediarios del mercado cambiario no podrá exceder el equivalente en moneda extranjera al veinte por ciento (20%) del patrimonio técnico del intermediario. El promedio aritmético de tres (3) días hábiles de posición propia en moneda extranjera de los intermediarios del mercado cambiario podrá ser negativo, sin que exceda el equivalente en moneda extranjera al cinco por ciento (5%) de su patrimonio técnico. El promedio aritmético de tres (3) días hábiles de la posición propia de contado y de la posición bruta de apalancamiento no tiene límites.
19	Medidas de recuperación patrimonial	<ol style="list-style-type: none"> 1. Los intermediarios del mercado cambiario que se encuentren adelantando medidas de recuperación patrimonial con Fogafín que impliquen la ejecución de programas de ajuste a la relación de solvencia acordados con la Superintendencia Financiera de Colombia, podrán ajustarse al límite máximo y mínimo de posición propia durante el plazo de dichos programas. 2. Los intermediarios del mercado cambiario que no se encuentren adelantando medidas de recuperación patrimonial con Fogafín, pero cuyo patrimonio técnico disminuya como consecuencia de procesos de castigo y provisión de sus activos seguidos de una capitalización, bien sea adelantados voluntariamente o dentro de programas de ajuste a la relación de solvencia acordados con la Superintendencia Financiera de Colombia, podrán ajustarse al límite máximo o mínimo de posición propia durante un plazo no superior a un (1) año y bajo las condiciones que convenga con dicha Superintendencia.
20	Aplicación	<p>Los intermediarios del mercado cambiario, excluyendo las SICSEFE, las SEDPE y las cámaras de riesgo central de contraparte, deben cumplir con las disposiciones sobre posición propia, posición propia de contado y posición bruta de apalancamiento.</p> <p>Las entidades públicas de redescuento de que trata el artículo 102 de la presente resolución, deben cumplir con las disposiciones sobre posición propia.</p> <p>Los administradores de los sistemas de compensación y liquidación de divisas en su condición de intermediarios del mercado cambiario no están sujetos a los límites de los indicadores pero sí a la obligación de cálculo y de reporte.</p>
Título II, sección II. Indicadores de riesgo cambiario y posición de inversiones controladas en el exterior		
21	Indicadores de riesgo cambiario ⁵	<p>Los intermediarios del mercado cambiario obligados a consolidar estados financieros, de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia, deberán calcular los indicadores a nivel consolidado a pesar de que formen parte de la consolidación que efectúe otro intermediario.</p> <p>Los intermediarios que no estén obligados a efectuar consolidación deberán calcular los indicadores a nivel individual.</p> <p>El Banco de la República señalará la metodología de cálculo de los indicadores de riesgo cambiario en desarrollo de lo establecido en esta resolución.</p>
24	Límites	El promedio aritmético de tres (3) días hábiles del indicador de riesgo cambiario positivo de los intermediarios del mercado cambiario no podrá exceder el equivalente en moneda extranjera al cuarenta por ciento (40%) del patrimonio técnico del intermediario. El promedio aritmético de tres (3) días hábiles del indicador de riesgo cambiario negativo de los intermediarios del mercado cambiario no podrá ser inferior al equivalente en moneda extranjera a menos cuarenta por ciento (-40%) del patrimonio técnico del intermediario. La posición de inversiones controladas en el exterior no podrá exceder el equivalente en moneda extranjera al ciento cincuenta por ciento (150%) del patrimonio técnico para inversiones controladas.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título II, sección II. Indicadores de riesgo cambiario y posición de inversiones controladas en el exterior		
26	Cálculo y reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia	El cálculo de los indicadores de riesgo cambiario se realizará diariamente y los intermediarios del mercado cambiario deberán reportar a la Superintendencia Financiera de Colombia semanalmente, a más tardar el último día hábil de la segunda semana siguiente a la semana que se reporta, el valor diario del indicador de riesgo cambiario positivo y del indicador de riesgo cambiario negativo, y el cálculo de los promedios para el período o los períodos de tres (3) días hábiles que hayan culminado en la semana en cuestión.
27	Cálculo y reporte al Banco de la República	Los intermediarios del mercado cambiario obligados a consolidar estados financieros, de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia, deberán calcular y reportar trimestralmente al Banco de la República los indicadores de riesgo cambiario consolidados, según la metodología de cálculo e instrucciones que el Banco de la República determine mediante reglamentación de carácter general. El Banco de la República enviará a la Superintendencia Financiera de Colombia un informe sobre los intermediarios del mercado cambiario que no reporten la información en el plazo establecido, o cuando el indicador de riesgo cambiario positivo supere el 40% del patrimonio técnico o el indicador de riesgo cambiario negativo se encuentre por debajo del -40% del patrimonio técnico, a efecto que la Superintendencia Financiera de Colombia adopte las medidas que correspondan conforme a sus competencias.
29	Medidas de recuperación patrimonial	Los intermediarios del mercado cambiario que se encuentren adelantando medidas de recuperación patrimonial con Fogafin, que impliquen la ejecución de programas de ajuste a la relación de solvencia acordados con la Superintendencia Financiera de Colombia, podrán ajustarse a los límites de los indicadores de riesgo cambiario durante el plazo de dichos programas. Los intermediarios del mercado cambiario que no se encuentren adelantando medidas de recuperación patrimonial con Fogafin, pero cuyo patrimonio técnico disminuya como consecuencia de procesos de castigo y provisión de sus activos seguidos de una capitalización, bien sea adelantados voluntariamente o dentro de programas de ajuste a la relación de solvencia acordados con la Superintendencia Financiera de Colombia, podrán ajustarse a los límites de los indicadores de riesgo cambiario durante un plazo no superior a un (1) año y bajo las condiciones que convenga con dicha Superintendencia.
30	Indicadores de exposición de corto plazo	Los intermediarios del mercado cambiario deberán calcular los indicadores a nivel individual. Adicionalmente, cuando los intermediarios estén obligados a consolidar estados financieros, de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia, deberán calcular los indicadores a nivel consolidado, a pesar de que formen parte de la consolidación que efectúe otro intermediario. Los sistemas de compensación y liquidación de divisas y las cámaras de riesgo central de contraparte no están sujetas a las regulaciones sobre los indicadores de exposición de corto plazo.
31	Indicador de exposición de corto plazo individual	El indicador de exposición de corto plazo Individual se calculará como la sumatoria de los excesos netos por moneda que presente el intermediario del mercado cambiario, ajustados por un <i>haircut</i> cambiario, y los defectos netos por moneda que presente el intermediario. Los excesos o defectos netos por moneda corresponden a la diferencia entre los activos líquidos por moneda y los requerimientos netos de liquidez por moneda. Este indicador será calculado para horizontes de siete (7) y treinta (30) días calendario.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título II, sección III. Indicadores de exposición de corto plazo		
32	Indicador de exposición de corto plazo consolidado	El indicador de exposición de corto plazo consolidado se calculará como la sumatoria del indicador de exposición de corto plazo individual del intermediario del mercado cambiario, considerando las monedas significativas a nivel consolidado, y de los indicadores de exposición de corto plazo individual calculado por país, donde estén establecidas sus filiales, siempre que estos sean menores a cero (0). El indicador de exposición de corto plazo consolidado será calculado para un horizonte de treinta (30) días calendario.
33	Límites	El indicador de exposición de corto plazo individual calculado para horizontes de siete (7) y treinta (30) días calendario debe ser mayor a cero (0). El indicador de exposición de corto plazo consolidado para un horizonte de treinta (30) días calendario debe ser mayor a cero (0).
34	Cálculo	El cálculo del indicador de exposición de corto plazo individual se debe realizar semanalmente para un horizonte de siete (7) días calendario, contados desde el día lunes de la semana hasta el día domingo de la misma. El reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia se debe efectuar el primer día hábil de cada semana. El cálculo del indicador de exposición de corto plazo individual se debe realizar para un horizonte de treinta (30) días calendario, contados a partir del lunes siguiente al segundo viernes de cada mes y al último viernes de cada mes. El reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia se debe efectuar el primer día hábil siguiente al segundo viernes de cada mes y al último viernes de cada mes. El cálculo del indicador de exposición de corto plazo consolidado se debe realizar para un horizonte de treinta (30) días calendario, contados a partir del lunes siguiente al segundo viernes de cada mes y al último viernes de cada mes. El reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia se debe efectuar dentro de los treinta (30) días calendario siguientes al segundo viernes de cada mes y al último viernes de cada mes.
35	Reglamentación, control y sanciones	Los intermediarios del mercado cambiario que no cumplan con los límites a la posición propia, los indicadores de riesgo cambiario, la posición de inversiones controladas en el exterior o los indicadores de exposición de corto plazo previstos en esta resolución, deberán informar por escrito a la Superintendencia Financiera de Colombia, a más tardar el día hábil siguiente a la fecha de reporte, las razones que originaron la situación, el carácter coyuntural o duradero de la misma y las medidas que el intermediario adoptará para cumplir los límites establecidos. Los intermediarios del mercado cambiario deberán informar al Banco de la República y suministrar periódicamente la información que este determine acerca del esquema definido para el cumplimiento de los límites de la posición propia, los indicadores de riesgo cambiario, los indicadores de exposición de corto plazo, y la posición de inversiones controladas en el exterior. Cuando los intermediarios del mercado cambiario no efectúen el reporte de la posición propia, la posición propia de contado, la posición bruta de apalancamiento, los indicadores o la posición de inversiones controladas en el exterior, previsto en esta resolución, la Superintendencia Financiera de Colombia podrá imponer sanciones de acuerdo con sus atribuciones legales.
36	Definición mercado cambiario	El mercado cambiario está constituido por la totalidad de las divisas que deben canalizarse obligatoriamente por conducto de los intermediarios autorizados para el efecto o a través del mecanismo de compensación previsto en esta resolución. También formarán parte del mercado cambiario las divisas que, no obstante estar exentas de esa obligación, se canalicen voluntariamente a través del mismo.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título III. Mercado de divisas		
37	Mecanismo de compensación	En adición a lo previsto en el artículo 81, los residentes que utilicen cuentas bancarias en el exterior para operaciones que deban canalizarse a través del mercado cambiario deberán registrarlas en el Banco de la República bajo la modalidad de cuentas de compensación. (05/10/2021). Los residentes, si así lo acuerdan, deberán utilizar las cuentas de compensación para girar y recibir divisas correspondientes al cumplimiento de obligaciones derivadas de operaciones internas cuyo pago no está expresamente autorizado en moneda extranjera en esta resolución.
38	Tasas de cambio de los intermediarios	Las tasas de cambio de compra y venta de divisas serán aquellas que libremente acuerden las partes intervinientes en la operación.
39	Monedas de pago y de reintegro	Los intermediarios del mercado cambiario podrán atender solicitudes de venta de cualquier divisa para pagar al exterior obligaciones pactadas en una divisa diferente. Asimismo, los residentes en el país podrán canalizar a través del mercado cambiario una divisa diferente a la originalmente pactada.
40	Tasa de cambio representativa del mercado	Para los efectos previstos en esta resolución, la tasa de cambio representativa del mercado (TRM) es el promedio ponderado por monto de las operaciones de compra y venta de dólares de Estados Unidos de América a cambio de moneda legal colombiana, pactadas para cumplimiento en ambas monedas el mismo día de su negociación, efectuadas por los intermediarios del mercado cambiario dentro del horario que establezca el Banco de la República mediante reglamentación general. Para el cálculo de la TRM se deberán excluir las operaciones de derivados, así como las operaciones efectuadas por los intermediarios del mercado cambiario con entidades diferentes de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y de la Nación - Ministerio de Hacienda y Crédito Público. La TRM será calculada diariamente y certificada por la Superintendencia Financiera de Colombia con base en la información disponible y la reglamentación expedida por el Banco de la República. En aquellos casos en que no se pueda calcular la TRM de acuerdo con los criterios que señale el Banco de la República, la TRM del día corresponderá a la última tasa calculada y certificada por la Superintendencia Financiera de Colombia.
41	Operaciones obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario	Las siguientes operaciones de cambio deberán canalizarse obligatoriamente a través del mercado cambiario: 1. Importación y exportación de bienes. 2. Operaciones de endeudamiento externo celebradas por residentes, así como los costos financieros inherentes a estas. 3. Inversiones de capital del exterior en el país, así como los rendimientos asociados a estas. 4. Inversiones de capital colombiano en el exterior, así como los rendimientos asociados a estas. 5. Inversiones financieras en títulos emitidos y en activos radicados en el exterior, así como los rendimientos asociados a estas, salvo cuando las inversiones se efectúen con divisas provenientes de operaciones que no deban canalizarse a través del mercado cambiario. 6. Aavales y garantías en moneda extranjera. 7. Operaciones de derivados.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título III. Mercado de divisas		
42	Pago de obligaciones	Las divisas correspondientes al cumplimiento de operaciones de cambio del mercado cambiario deben canalizarse por conducto de los intermediarios autorizados para el efecto o a través del mecanismo de compensación previsto en esta resolución.
43	Diferencias	No podrán canalizarse a través del mercado cambiario sumas superiores o inferiores a las efectivamente recibidas, ni efectuarse giros por montos diferentes a las obligaciones con el exterior. Podrán canalizarse a través del mercado cambiario sumas diferentes al valor de las operaciones de cambio obligatoriamente canalizables, siempre y cuando estas diferencias se presenten por causas justificadas.
Título III, sección I. Endeudamiento externo		
44	Crédito externo y canalización ⁶	Los créditos entre residentes o intermediarios del mercado cambiario y no residentes son créditos externos. También son créditos externos los créditos otorgados por los intermediarios del mercado cambiario a los residentes o a otros intermediarios del mercado cambiario estipulados en moneda extranjera. Estos créditos deben canalizarse a través del mercado cambiario, de conformidad con la presente resolución y con la reglamentación de carácter general que señale el Banco de la República.
45	Condiciones de los créditos externos	Los créditos externos entre residentes o intermediarios del mercado cambiario y no residentes podrán estipularse, desembolsarse y pagarse en moneda legal o en moneda extranjera, según lo acuerden las partes. Los créditos externos otorgados por intermediarios del mercado cambiario a residentes o a otros intermediarios del mercado cambiario deberán estipularse en moneda extranjera y podrán desembolsarse y pagarse en moneda legal o en moneda extranjera, según lo acuerden las partes. Los créditos externos serán informados al Banco de la República, de conformidad con la reglamentación de carácter general que este señale. El desembolso de estas operaciones deberá realizarse utilizando cuentas en moneda legal de uso exclusivo para operaciones de crédito externo en los intermediarios del mercado cambiario. Las cuentas de uso exclusivo para operaciones de crédito externo también se deben utilizar para recibir desembolsos de créditos externos y para recibir o efectuar pagos de créditos externos o de operaciones relacionadas con estos.
46	Colocación de títulos en el mercado internacional	Los créditos autorizados en esta sección podrán obtenerse mediante la colocación de títulos en los mercados internacionales de capitales previa la constitución del depósito de que trata el artículo 47 de esta resolución.
47	Depósito	Deberá constituirse un depósito en el Banco de la República en las condiciones que señale esta resolución, como requisito previo para el desembolso y la canalización de las siguientes operaciones: 1. Los créditos externos que obtengan los residentes de no residentes y las transferencias de recursos del exterior que ingresen a las cuentas de no residentes en moneda legal de uso exclusivo para crédito externo. 2. Los créditos externos que obtengan los residentes de los intermediarios del mercado cambiario. 3. Los giros de inversiones no perfeccionadas de que trata el artículo 57 de esta resolución. No se encuentran sujetos al depósito de que trata el presente artículo los créditos externos otorgados a no residentes.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título III, sección I. Endeudamiento externo		
48	Condiciones del depósito	El depósito es de cero por ciento (0 %).
50	Información de los créditos externos	Los créditos externos y las modificaciones de sus condiciones deberán ser informados al Banco de la República en la forma y plazos que establezca esta entidad.
51	Endeudamiento público externo	Los créditos externos que obtengan la nación, las entidades territoriales y las entidades descentralizadas de todas ellas, cualquiera que sea su naturaleza, estarán sujetos a las obligaciones previstas en las normas de la presente sección, incluido el depósito que trata el artículo 47 de esta resolución.
Título III, sección III. Inversión de capital extranjero		
54	Canalización y registro	Las divisas destinadas a efectuar inversiones de capital del exterior en Colombia deberán canalizarse por conducto de los intermediarios del mercado cambiario o de las cuentas de compensación y su registro en el Banco de la República deberá efectuarse de conformidad con la reglamentación de carácter general que expida esta entidad. Deberán canalizarse a través del mercado cambiario los pagos en moneda libremente convertible de los siguientes conceptos, derivados de una inversión de capital del exterior en Colombia, registrada en el Banco de la República:
55	Adquisición de divisas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Las utilidades netas comprobadas que generan periódicamente las inversiones de capital del exterior en Colombia, de conformidad con las normas pertinentes. 2. Las sumas que se obtengan por concepto de la enajenación de la inversión dentro del país, de la liquidación del portafolio, de la liquidación de la empresa, de la reducción de su capital o de la inversión suplementaria al capital asignado, previo cumplimiento de las disposiciones previstas en el Código de Comercio para cada operación.
56	Transferencia de divisas entre una sociedad extranjera y sus sucursales en Colombia	Las transferencias de divisas entre una sociedad extranjera y su sucursal en Colombia sólo podrán hacerse por los siguientes conceptos: <ol style="list-style-type: none"> 1. Transferencia de capital asignado o suplementario. 2. Reembolso de utilidades y capital asignado o suplementario. 3. Pago por concepto de operaciones reembolsables de comercio exterior de bienes, de conformidad con las normas aduaneras y tributarias. 4. Pago por concepto de servicios, de conformidad con las normas tributarias.
57	Inversiones no perfeccionadas	Podrá girarse al exterior el equivalente en moneda extranjera de las sumas en moneda legal originadas en los reintegros de divisas efectuados con el fin de realizar inversiones extranjeras en Colombia, cuando la inversión no se haya perfeccionado. No obstante lo anterior, podrá efectuarse el giro al exterior sin cumplir el requisito de depósito cuando se trate de sumas correspondientes al diferencial cambiario generado por la negociación de las divisas reintegradas y el aporte efectivo en el capital de la sociedad receptora, que no supere el cinco por ciento (5 %) del valor en pesos originalmente canalizado por conducto del mercado cambiario.
58	Inversiones de capital colombiano en el exterior	Los residentes en el país deberán canalizar a través del mercado cambiario las divisas por concepto de inversiones de capital colombiano en el exterior, dentro de los límites y condiciones establecidos por el Gobierno Nacional.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título III, sección IV. Inversiones colombianas en el exterior		
59	Registro	Las operaciones de qué trata esta parte deberán registrarse en el Banco de la República conforme a la reglamentación general que expida la entidad.
60	Inversiones financieras y en activos en el exterior	<p>Los residentes en el país deberán canalizar a través del mercado cambiario las siguientes operaciones, salvo cuando estas se efectúen en el exterior con divisas que no deban canalizarse a través de dicho mercado:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Compra de títulos emitidos o activos radicados en el exterior. 2. Compra en el exterior de la totalidad o parte de las obligaciones privadas externas, deuda externa pública y bonos o títulos de deuda pública externa. Los documentos de deuda a que se refiere este numeral se podrán convertir en deuda interna, en los términos en que voluntariamente lo acuerden las partes. 3. Giros al exterior originados en la colocación a residentes en el país de títulos emitidos por empresas del exterior y de gobiernos extranjeros o garantizados por estos, por parte del emisor o su agente en Colombia, siempre que la respectiva colocación sea autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia.
Título III, sección V. Operaciones de derivados		
61	Autorización de derivados sobre productos básicos	Los residentes e intermediarios del mercado cambiario podrán celebrar operaciones de derivados sobre productos básicos con agentes del exterior autorizados.
62	Cumplimiento y pago	Cuando se trate de operaciones de derivados sobre productos básicos con agentes del exterior autorizados, el cumplimiento podrá ser financiero o efectivo. Las obligaciones dinerarias que resulten de la operación podrán pagarse en moneda legal o en divisas, según lo acuerden las partes.
63	Autorización de derivados financieros	Los residentes e intermediarios del mercado cambiario podrán celebrar con agentes del exterior autorizados operaciones de derivados financieros.
64	Cumplimiento y pago	Cuando se trate de operaciones de derivados financieros celebradas entre residentes o intermediarios del mercado cambiario y agentes del exterior autorizados, el cumplimiento podrá ser financiero o efectivo, y el pago de la operación se realizará en moneda legal o en divisas, según lo acuerden las partes.
65	<i>Credit default swaps</i>	<p>Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia podrán celebrar derivados de crédito con agentes del exterior autorizados, exclusivamente mediante <i>credit default swaps</i>. Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia no podrán emitir <i>credit default swaps</i>:</p> <p>La negociación de los <i>credit default swaps</i> tendrá las siguientes condiciones:</p> <ol style="list-style-type: none"> i) Se podrán negociar únicamente contratos emitidos en moneda extranjera o en moneda legal por emisores externos sobre activos externos o locales. ii) Se autoriza la novación siempre y cuando una de las contrapartes de los <i>credit default swaps</i> sea siempre un agente del exterior autorizado. iii) Se permite la terminación anticipada de los <i>credit default swaps</i>. iv) El pago de los <i>credit default swaps</i>, las primas periódicas y los pagos en caso de ocurrencia de eventos de crédito, se podrán efectuar en moneda legal o en moneda extranjera, según lo acuerden las partes. v) Podrá pactarse la compensación y neteo de las obligaciones. vi) Podrán tener cumplimiento efectivo o financiero.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título III, sección V. Operaciones de derivados		
67	Sector de hidrocarburos y minería	Las sucursales del sector de hidrocarburos y minería sometidas al régimen especial de que trata el artículo 94 de la presente resolución podrán celebrar operaciones de derivados con intermediarios del mercado cambiario cuyo cumplimiento sea efectivo, para cubrir las operaciones a las que tienen acceso al mercado cambiario y las operaciones autorizadas en moneda extranjera
68	Suministro de información	El Banco de la República podrá solicitar información a los residentes y a los intermediarios del mercado cambiario, en la forma y términos que este señale, sobre las operaciones de derivados de que trata este capítulo.
Título III, sección VI. Importación de bienes		
69	Canalización	Los residentes deberán canalizar a través del mercado cambiario los pagos para cancelar el valor de sus importaciones. Las importaciones podrán estar financiadas por los intermediarios del mercado cambiario, el proveedor de la mercancía y otros no residentes. También deberán canalizarse las divisas destinadas a devolver las sumas canalizadas a través del mercado cambiario por concepto de importaciones de bienes cuando se rechace total o parcialmente la mercancía, castigue su precio por defectos de calidad o incumplimiento de cualquiera de las condiciones pactadas.
Título III, sección VI. Importación de bienes		
70	Pago de importaciones en moneda legal	Los residentes podrán pagar el valor de sus importaciones en moneda legal colombiana únicamente a través de los intermediarios del mercado cambiario. Los no residentes podrán adquirir divisas en el mercado cambiario con el producto de sus exportaciones pagadas en moneda legal colombiana.
71	<i>Leasing</i> o arrendamiento financiero	Las importaciones temporales podrán financiarse bajo la modalidad de <i>leasing</i> o arrendamiento financiero.
72	Utilización de donaciones para pago de importaciones	Las divisas recibidas por concepto de donaciones efectuadas por gobiernos extranjeros y sus agencias, por organismos multilaterales o por entidades afiliadas a los mismos, podrán utilizarse directamente en el exterior para el pago de importaciones.
73	Pagos anticipados	Los residentes podrán adquirir divisas en el mercado cambiario para pagar futuras importaciones de bienes. Los pagos anticipados podrán financiarse previa constitución del depósito de que trata el artículo 47 de esta resolución.
Título III, sección VII. Exportación de bienes		
74	Plazo de canalización	Los residentes deberán canalizar a través del mercado cambiario las divisas provenientes de sus exportaciones de bienes dentro de un plazo máximo de seis (6) meses, contados desde la fecha de su recepción. Los exportadores podrán conceder plazo a los compradores del exterior para pagar las exportaciones.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título III, sección VII. Exportación de bienes		
74	Plazo de canalización	Los residentes deberán canalizar a través del mercado cambiario las divisas provenientes de sus exportaciones de bienes dentro de un plazo máximo de seis (6) meses, contados desde la fecha de su recepción. Los exportadores podrán conceder plazo a los compradores del exterior para pagar las exportaciones.
75	Pagos anticipados y prefinanciación de exportaciones ⁷	Las exportaciones podrán estar financiadas bajo la modalidad de pagos anticipados provenientes del comprador del exterior, o bajo la modalidad de prefinanciación de exportaciones en la forma de créditos externos concedidos por los intermediarios del mercado cambiario o por no residentes. 1. Pagos anticipados. Los pagos recibidos de compradores extranjeros por concepto de futuras exportaciones de bienes no constituyen una obligación financiera con reconocimiento de intereses ni generan para el exportador obligación diferente a la entrega de la mercancía. 2. Prefinanciación de exportaciones. Como requisito para el desembolso y canalización de los créditos externos otorgados por los intermediarios del mercado cambiario y por no residentes para prefinanciar exportaciones deberá constituirse un depósito en el Banco de la República de acuerdo con las directrices que señale la Junta Directiva.
76	Información	El Banco de la República podrá solicitar la información que considere pertinente para efectuar el seguimiento de las financiaciones a que se refiere la presente sección.
77	Exportaciones en moneda legal colombiana	Los residentes podrán recibir el pago de sus exportaciones en moneda legal colombiana únicamente a través de los intermediarios del mercado cambiario.
78	Reintegro neto	Los residentes podrán utilizar las divisas provenientes de sus exportaciones para el pago directo de los fletes, seguros y demás gastos en moneda extranjera asociados a la exportación.
79	Venta de instrumentos de pago de exportaciones	Los residentes podrán vender, con o sin responsabilidad de su parte, a los intermediarios del mercado cambiario autorizados conforme al parágrafo 6 del artículo 8 de esta resolución, a entidades del exterior que desarrollen actividades de <i>factoring</i> de exportación o a otros no residentes, los instrumentos de pago en moneda extranjera recibidos del comprador del exterior por sus exportaciones, canalizando a través del mercado cambiario el producto de la venta.
80	Pagos de garantías y devoluciones de divisas	Los residentes deberán canalizar a través del mercado cambiario las divisas adquiridas por concepto de garantías otorgadas en desarrollo de sus exportaciones.
Capítulo III, sección I. Tenencia, posesión y negociación de divisas		
81	Cuentas en moneda extranjera en el exterior	Los residentes podrán constituir libremente depósitos en cuentas bancarias en el exterior con divisas adquiridas en el mercado cambiario o a residentes que no deban canalizarlas a través del mercado cambiario. Con cargo a los recursos depositados en estas cuentas se podrá efectuar cualquier operación de cambio distinta a aquellas que deban canalizarse a través del mercado cambiario conforme al artículo 41 de esta resolución. Los rendimientos de las inversiones o depósitos que se efectúen con cargo a estas cuentas también se podrán utilizar para los mismos propósitos.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Capítulo III, sección I. Tenencia, posesión y negociación de divisas		
82	Utilización de divisas	Las divisas que reciban los residentes por concepto de operaciones que no deban canalizarse a través del mercado cambiario solo podrán utilizarse para su venta a otros residentes y, según se convenga, para pagar en el país compras de mercancías a los depósitos francos, fletes y tiquetes de transporte internacionales, gastos personales efectuados a través de tarjetas de crédito internacionales, primas por concepto de seguros denominados en divisas de que trata el artículo 2.31.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y normas concordantes, y para el pago de obligaciones provenientes de reaseguros con el exterior o para efectuar pagos en el exterior o en el país del valor de los siniestros que las empresas de seguros establecidas en Colombia deban cubrir en moneda extranjera, de conformidad con lo que determine el Gobierno nacional en desarrollo de lo previsto por el artículo 14 de la Ley 9 de 1991. Así mismo, podrán utilizarse para realizar en el exterior inversiones financieras y en activos, y cualquiera otra operación distinta de aquellas que deban canalizarse a través del mercado cambiario, o canalizarlas voluntariamente a través de dicho mercado.
83	Prohibición de operaciones en moneda extranjera en el país	Salvo lo dispuesto en normas especiales de la presente resolución, no está autorizada la realización de depósitos o de cualquier otra operación financiera en moneda extranjera o, en general, de cualquier contrato o convenio entre residentes en moneda extranjera mediante la utilización de las divisas de que trata este título.
85	Adquisición de divisas a turistas	Las agencias de turismo y los hoteles que reciban divisas por concepto de ventas de bienes y servicios a turistas extranjeros, deberán identificar plenamente la persona con la cual realizó la transacción y conservar respecto de ella la información relativa a su nombre y dirección, número y clase de documento de identidad extranjero, monto y fecha de la operación y forma de pago de la transacción. Los intermediarios del mercado cambiario que efectúen compras de divisas a agencias de turismo y hoteles, deberán exigir certificación del contador público o revisor fiscal del respectivo establecimiento donde conste que se dio cumplimiento a lo estipulado en este artículo.
Capítulo III, sección III. Entrada o salida de divisas y de moneda legal colombiana		
87	Entrada o salida de divisas y de moneda legal colombiana	Los viajeros que entren o salgan del país con divisas o moneda legal colombiana en efectivo por un monto superior a diez mil dólares de Estados Unidos de América (USD 10.000), o su equivalente en otras monedas, deben declarar ante la autoridad aduanera tales operaciones en el formulario que esta establezca. La obligación de declarar se efectuará por grupo familiar de viajeros cuando el monto total de divisas o moneda legal colombiana por grupo supere el límite señalado. La entrada o salida de divisas o moneda legal colombiana en efectivo por un monto superior a diez mil dólares de Estados Unidos de América (USD 10.000), o su equivalente en otras monedas, por una modalidad distinta a la de viajeros, solo podrá efectuarse por medio de empresas de transporte de valores autorizadas de acuerdo con la regulación que rige esta actividad, o de los intermediarios del mercado cambiario conforme a lo previsto en la presente resolución.
88	Declaración de cambio	La declaración de cambio es la información de los datos mínimos de las operaciones de cambio canalizadas por conducto del mercado cambiario, suministrada por los residentes y no residentes que realizan las operaciones de cambio y transmitida al Banco de la República por los intermediarios del mercado cambiario y los titulares de cuentas de compensación.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Capítulo III, sección III. Entrada o salida de divisas y de moneda legal colombiana		
89	Información	Los residentes y no residentes que realizan las operaciones de cambio deberán suministrar a los intermediarios del mercado cambiario y al Banco de la República en el caso de las cuentas de compensación, la información veraz y completa de las operaciones de cambio que canalicen por conducto del mercado cambiario.
90	Conservación de documentos	Para efectos cambiarios y sin perjuicio de lo dispuesto en normas especiales, los residentes que efectúen operaciones de cambio están obligados a conservar los documentos que acrediten el monto, características y demás condiciones de la operación y el origen o destino de los recursos, según el caso, por un periodo igual al de caducidad o prescripción de la acción sancionatoria por infracciones al régimen cambiario.
91	Sanciones	Quien incumpla cualquier obligación establecida en el régimen cambiario, se hará acreedor a las sanciones previstas en las normas legales pertinentes, sin perjuicio de las sanciones tributarias, aduaneras y penales aplicables.
Título IV, capítulo I. Zonas francas		
92	Operaciones de cambio	Los usuarios de las zonas francas estarán sometidos a los mismos términos y condiciones de que trata esta resolución para los residentes en el país en sus operaciones de cambio.
93	Operaciones con residentes	Las operaciones que se realicen entre residentes y usuarios de zonas francas o entre estos, se consideran una operación interna, independientemente de su regulación aduanera y por lo tanto se pagarán en moneda legal colombiana.
Título IV, capítulo II. Sectores hidrocarburos y minería		
94	Reintegro de divisas en sectores de hidrocarburos y minería	<p>No será obligatorio reintegrar al mercado cambiario las divisas provenientes de las ventas en moneda extranjera efectuadas por las sucursales de sociedades extranjeras que realicen actividades de:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Exploración y explotación de petróleo, gas natural, carbón, ferroníquel o uranio; 2. Servicios inherentes al sector de hidrocarburos con dedicación exclusiva, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 16 de la Ley 9 de 1991 y los artículos 2.2.1.2.3.2. y siguientes del Decreto 1073 de 2015 y normas que las modifiquen o complementen.
95	Gastos en el exterior y en el país	<p>Las sucursales mencionadas en el artículo anterior no podrán adquirir divisas en el mercado cambiario por ningún concepto y deberán reintegrar al mercado cambiario las divisas que requieran para atender gastos en moneda legal colombiana. No obstante lo anterior, previa certificación del revisor fiscal o del auditor externo de la entidad según corresponda, podrán acudir al mercado cambiario para girar al exterior el equivalente en divisas de:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Las sumas recibidas en moneda legal con ocasión de las ventas internas de petróleo, gas natural, carbón, ferroníquel o uranio o servicios inherentes al sector de hidrocarburos autorizadas por la presente resolución; 2. El monto de capital extranjero en caso de liquidación de la empresa, y 3. Otras sumas recibidas en moneda legal relacionadas con su operación, incluyendo los recursos de los numerales 1 y 2 anteriores, pero sin limitarse a ellos. Estos montos pueden ser utilizados para pagar transacciones corrientes adquiridas en el exterior por sus matrices y contabilizadas como inversión suplementaria al capital asignado de la sucursal.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título IV, capítulo II. Sectores hidrocarburos y minería		
96	Regímenes	Las sucursales de sociedades extranjeras que no deseen acogerse a las disposiciones especiales previstas en los artículos anteriores, deberán informarlo al Banco de la República y quedarán exceptuadas de la aplicación de dichas normas durante un término inmodificable mínimo de 10 años, contados a partir de la fecha de la presentación de la respectiva comunicación. En consecuencia, todas las operaciones de cambio que realicen quedarán sometidas a las normas comunes previstas en el régimen cambiario.
97	Autorización de pagos en moneda extranjera	No obstante, lo previsto en el artículo 86 de esta resolución, las empresas nacionales y con capital del exterior que realicen actividades de exploración y explotación de petróleo, gas natural, carbón, ferroníquel o uranio, así como las empresas que se dediquen exclusivamente a la prestación de servicios inherentes al sector de hidrocarburos de conformidad con lo dispuesto en el artículo 16 de la Ley 9 de 1991 y los artículos 2.2.1.2.3.2. y siguientes del Decreto 1073 de 2015 y normas concordantes o que las modifiquen o complementen, podrán celebrar y pagar contratos en moneda extranjera entre ellas, dentro del país, siempre que las divisas respectivas provengan de recursos generados en su operación. Así mismo, podrán pagarse en moneda extranjera las compraventas de combustibles para naves y aeronaves en viajes internacionales celebradas entre residentes en el país, y las compraventas de petróleo crudo y gas natural de producción nacional que efectúen Ecopetrol y las demás entidades dedicadas a la actividad industrial de refinación de petróleo.
98	Presupuesto de la empresa colombiana de petróleos, manejo de recursos en moneda extranjera de Ecopetrol	Ecopetrol S.A. deberá enviar anualmente al Banco de la República un presupuesto que incluya todos sus ingresos y egresos en moneda extranjera proyectados para el año siguiente. Dicha información deberá enviarse durante el mes de enero de cada año con corte al 31 de diciembre del año anterior. Así mismo Ecopetrol S.A. deberá enviar trimestralmente un informe que incluya todos sus ingresos y egresos en moneda extranjera, destacando los cambios presentados frente al presupuesto inicial. Dicha información deberá enviarse dentro de los veinte días hábiles
Título IV, capítulo III. Sector cafetero		
99	Manejo de recursos en moneda extranjera del Fondo Nacional del Café	El Fondo Nacional del Café podrá mantener recursos en un fondo de moneda extranjera con el objeto de atender los egresos que se causen en el exterior por concepto de inversiones y gastos de comercialización del café, publicidad, funcionamiento de oficinas y empréstitos que adquiera en moneda extranjera, de acuerdo con el presupuesto que se elaborará anualmente y que será sometido a la aprobación del Comité Nacional de Cafeteros y de la Junta Directiva del Banco de la República, a más tardar el 31 de diciembre del año inmediatamente anterior. La aprobación de la Junta Directiva se limitará a su incidencia en el mercado cambiario y no en cuanto a los montos que constituyen dicho presupuesto.

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)

PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título IV, capítulo III. Sector cafetero		
100	Precio mínimo de reintegro en las exportaciones de café	<p>Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 43 de esta resolución, para efectos cambiarios el precio mínimo de reintegro por concepto de exportaciones de café verde será el valor consignado en la Declaración de Exportación.</p> <p>El valor en moneda extranjera para las exportaciones de café verde sin cafeína, café tostado, café soluble, extractos líquidos de café y otros tipos de café diferentes del café verde de la calidad excelso, será el precio efectivo de venta que deberá consignarse en la correspondiente Declaración de Exportación.</p> <p>Para efectos de lo previsto en el artículo 19 de la Ley 9 de 1991, las equivalencias técnicas para determinar el contenido de café verde de la calidad excelso fresco en las exportaciones de café industrializado, serán establecidas por el Comité Nacional de Cafeteros, valoradas al precio mínimo de reintegro señalado en el inciso primero.</p>
101	Contribución cafetera	<p>Para calcular el monto de la contribución cafetera cuyo pago se efectúe en el exterior en dólares de Estados Unidos, según autorización del Gobierno Nacional, deberá utilizarse la tasa de cambio representativa del mercado certificada por la Superintendencia Financiera de Colombia para la fecha del pago.</p>
Título IV, capítulo IV. Entidades públicas de redescuento		
102	Operaciones autorizadas	<p>Las entidades públicas de redescuento del país podrán obtener créditos de no residentes con el fin de otorgar créditos a residentes, directamente o a través de redescuentos a los intermediarios del mercado cambiario, con plazo igual o inferior al de la financiación obtenida en el exterior. Los créditos otorgados o redescontados por las entidades públicas de redescuento podrán estipularse en moneda extranjera o en moneda legal. Los créditos que se estipulen en moneda extranjera podrán desembolsarse y/o pagarse en moneda extranjera o en moneda legal, según lo acuerden las partes.</p>
103	Medidas macroprudenciales	<p>Medidas macroprudenciales. Las entidades públicas de redescuento deberán cumplir con las disposiciones sobre posición propia y sobre indicadores de riesgo cambiario de que tratan las secciones I y II del capítulo III, título II, y les será aplicable el artículo 35 de la presente resolución</p> <p>Modificado R. E. 1/2019, art.12, <i>Boletín Banco de la República</i>, núm. 03 (ene. 31/2019).</p> <p>Rige a partir del 26 de marzo de 2019, art.14, <i>Boletín Banco de la República</i>, núm. 11 (mar. 22/2019).</p> <p>Derogado R. E. 1/2020, art.6, <i>Boletín Banco de la República</i>, núm. 08 (feb. 28/2020).</p> <p>TRANSITORIO. El capítulo IV del título IV de la Resolución Externa núm. 1 de 2018 estará vigente hasta el 31 de marzo de 2021. Por tanto, hasta dicha fecha las entidades públicas de redescuento deben continuar cumpliendo con las obligaciones allí descritas y podrán continuar realizando las operaciones de cambio autorizadas en el mencionado capítulo, sin inscribirse como intermediarios del mercado cambiario.</p> <p>A partir del 1 de noviembre de 2020 las entidades públicas de redescuento que deseen realizar las operaciones de cambio autorizadas en la Resolución Externa núm. 1 de 2018, deben estar inscritas ante el Banco de la República como intermediarios del mercado cambiario y cumplir con los deberes y obligaciones propios de estos intermediarios.</p>

CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
Título IV, capítulo V. Sistema General de Regalías		
104	Pago recaudo y traslado en divisas de las regalías	Los residentes podrán pagar, recaudar y transferir en divisas, las regalías y compensaciones de que trata la Ley 1530 de 2012 que regula las operaciones del Sistema General de Regalías y las normas concordantes o que la modifiquen, complementen o adicionen.
Título IV, capítulo VI. Servicios financieros de correos		
106	Operaciones autorizadas	Solo podrán canalizarse a través de los Servicios Financieros de Correos operaciones no obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario. Los giros, transferencias electrónicas o cheques postales o en general servicios de pago postales solo podrán efectuarse sobre divisas que no correspondan a operaciones obligatoriamente canalizables en el mercado cambiario.

Nota: en el presente cuadro se presenta un resumen de las disposiciones más importantes respecto al tema del capítulo. Para mayor detalle remitirse directamente a la Resolución Externa núm. 1 de 2018 del Banco de la República (2018).

¹ Puede consultarse el nombre correspondiente a cada una de estas siglas en el cuadro A2.4.1

² Puede consultarse el nombre correspondiente a cada sigla en el cuadro A2.5.1

³ Definase como *posición propia en moneda extranjera de los intermediarios del mercado cambiario* la diferencia entre los derechos y obligaciones denominados en moneda extranjera registrados, dentro y fuera del balance, realizados o contingentes, incluyendo aquellos que sean liquidables en moneda legal colombiana.

⁴ Definase la *posición bruta de apalancamiento* como la sumatoria de: i) los derechos y obligaciones en contratos a término y de futuro denominados en moneda extranjera, excluyendo las obligaciones de las operaciones que impliquen tanto un derecho como una obligación en moneda extranjera; ii) operaciones de contado denominadas en moneda extranjera con cumplimiento mayor o igual a un día bancario, excluyendo las obligaciones de las operaciones que impliquen tanto un derecho como una obligación en moneda extranjera; y iii) la exposición cambiaria asociada a las contingencias deudoras y las contingencias acreedoras adquiridas en la negociación de opciones y derivados sobre el tipo de cambio.

⁵ Las SICSFE, los sistemas de compensación y liquidación de divisas, las cámaras de riesgo central de contraparte y las SEDPE no están sujetas a las regulaciones sobre los indicadores de riesgo cambiario.

⁶ Las personas naturales no residentes no podrán otorgar créditos externos a residentes ni a intermediarios del mercado cambiario, salvo las excepciones que señale el Banco de la República.

⁷ El exportador que compruebe la realización de la exportación podrá pedir la restitución anticipada del depósito conforme al procedimiento y a la tabla de descuento que para el efecto establezca el Banco de la República. El capital del crédito deberá pagarse con el producto de la exportación. No obstante, si por efecto de haber financiado parte o la totalidad del depósito con el producto del préstamo, el valor de la exportación es inferior al valor del préstamo, el exportador podrá adquirir divisas en el mercado cambiario hasta por el valor financiado del depósito, con el fin de completar el valor de amortización del préstamo.

ANEXO 2.4

MONEDAS Y SUS SIGLAS

CUADRO A2.4.1
SIGLAS DE ALGUNAS MONEDAS EXTERNAS

MONEDAS	NOMBRE
AUD	dólar de Australia
CAD	dólar de Canadá
CHF	franco suizo
CNH/CNY	rímíni chino
DEG	derechos especiales de giro
DKK	corona danesa
EUR	euro
GBP	libra esterlina
HKD	dólar de Hong Kong
JPY	yen japonés
KRW	won coreano
NOK	corona noruega
NZD	dólar de Nueva Zelanda
SEK	corona sueca
SGD	dólar de Singapur
USD	dólar de Estados Unidos.

Fuente: Banco de la República (2022).

ANEXO 2.5

MONEDAS Y SUS SIGLAS

CUADRO A2.5.1

SIGLAS DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

INTERMEDIARIO	NOMBRE
Bancóldex	Banco de Comercio Exterior de Colombia S. A.
CF	Cooperativas Financieras
ENTerritorio	Empresa Nacional Promotora del Desarrollo Territorial
FDN	Financiera de Desarrollo Nacional
Finagro	Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario
Findeter	Financiera de Desarrollo Territorial
FNA	Fondo Nacional del Ahorro
Icetex	Instituto Colombiano de Crédito Educativo y Estudios Técnicos en el Exterior
SCBV	Sociedades Comisionistas de Bolsa de Valores
SEDPE	Sociedades Especializadas en Depósitos y Pagos Electrónicos
SICSAFE	Sociedades de Intermediación Cambiaria y de Servicios Financieros Especiales

Fuente: Banco de la República (2022).

