



Munich Personal RePEc Archive

## **External sector and exchange political in Colombia 1999 - 2002: of the external imbalance to the precarious balance (in Spanish)**

Mesa Callejas, Ramon Javier and Ramos O., Elizeth  
Universidad de Antioquia. Centro de Investigaciones  
Economicas

01. October 2003

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/866/>

MPRA Paper No. 866, posted 07. November 2007 / 01:22

# Sector externo y política cambiaria en Colombia 1999-2002: del desequilibrio externo al equilibrio precario\*

- *Introducción.* - *II. Desempeño del sector externo en el gobierno Pastrana.*  
- *II. Análisis de la política cambiaria y su relación con el entorno doméstico.*  
- *Conclusiones.* - *Bibliografía.*

Ramón Javier Mesa C.<sup>1</sup>

Elizeth Ramos O.<sup>2</sup>

## Resumen

En este artículo se analizan las condiciones que permitieron alcanzar el equilibrio externo en Colombia en el período 1999-2002, asociadas con el desempeño del sector externo y con la evolución de la política cambiaria. La hipótesis principal señala que el equilibrio logrado fue precario, debido al escaso nivel de crecimiento económico, la reducción sustancial de las importaciones y las bajas tasas de ahorro. Seguidamente, un análisis de la evolución de la política cambiaria en el cuatrienio permite argumentar, en pri-

mera instancia, como la política de ajuste implementada en el último año del régimen de banda terminó por acelerar aún más el deterioro de la actividad. En segunda instancia, la adopción del esquema de libre mercado ha permitido lograr hasta el momento un mayor grado de autonomía de la política monetaria y una disociación de corto plazo entre el tipo de cambio y las reservas internacionales.

**Palabras claves:** equilibrio externo, déficit en cuenta corriente, política de ajuste, política cambiaria, régimen de tipo de cambio flexible.

---

\* Este trabajo es uno de los productos derivados del proyecto de investigación "Balance Económico del Cuatrienio Pastrana", financiado por el Comité de Apoyo para la Investigación -CODI de la Universidad de Antioquia. Los autores forman parte del Grupo de Macroeconomía Aplicada del Centro de Investigaciones Económicas -CIE- y del Departamento de Economía de la Universidad de Antioquia.

1 Profesor Asociado, Jefe del Departamento de Economía. Universidad de Antioquia. Dirección electrónica: rjmesa@agustinianos.udea.edu.co

2 Estudiante del Programa de Economía. Participó en calidad de Estudiante en Formación del mencionado proyecto. Dirección electrónica: elyramos@hotmail.com

## Abstract

This article analyzes the conditions allowing the external equilibrium in Colombia during the period 1999-2002 associated with the performance of the external sector and the exchange rate policies. The main hypothesis is that the equilibrium achieved is precarious due to the poor level of economic growth, the substantial reduction of imports and the drop of savings rate. Following this, the analysis of the exchange policy allows arguing that the adjustment implemented in the last year of the exchange rate band regime, ended up lowering the external activities. Additionally, the adoption of a free market regime has achieved a greater level of autonomy of the monetary policy as well as a short term break between the exchange rate and international reserves.

**Key words:** external balance, deficit in bill current, adjustment policy, exchange policy, regimen of flexible exchange rate.

## Introducción

Quizás, el sector económico más dinámico en la evolución de la economía colombiana desde principios de los noventa ha sido el sector externo. Esto parece claro si se tiene en cuenta que el período 1999-2002, pasará a la historia como una de las épocas donde se registraron los peores indicadores de desempleo y crecimiento económico, en medio de un conjunto de hechos ligados con el comportamiento del

sector externo que limitaron no solo las posibilidades de crecimiento del país, sino también el desarrollo de la política económica.

Fenómenos ligados con las crisis financieras internacionales, la modificación del régimen cambiario, la recuperación de la tasa de cambio real y el ajuste de la cuenta corriente, se convirtieron en los aspectos centrales que caracterizaron el desarrollo del sector externo en el cuatrienio 1999-2002. En este sentido, la hipótesis que se pretende desarrollar en este trabajo apunta a señalar que, en el período de la administración del Presidente Pastrana, la economía colombiana recuperó el equilibrio externo, aunque precario, logrado en el cuatrienio 1991-1994.

El propósito de este ensayo es presentar una lectura macroeconómica del desempeño del sector externo en el gobierno Pastrana en comparación con los cuatrienios anteriores, especialmente el de la administración Samper. Se analizarán la evolución de las exportaciones no tradicionales y la relación entre la política cambiaria y el entorno macroeconómico que caracterizó a la economía colombiana en el período 1999-2002. Este artículo está dividido en dos partes. En la primera, se describe la evolución y desempeño del sector externo durante la administración Pastrana y, en la segunda parte, se realiza un análisis de la política cambiaria colombiana, con base en el comportamiento de la tasa de cambio en la última etapa del régimen de banda y bajo el esquema de flotación.

## I. Desempeño del sector externo en el gobierno Pastrana

A juzgar por los resultados de la cuenta corriente, puede afirmarse que, a diferencia del cuatrienio Samper (1995-1998), la economía colombiana registró una situación de equilibrio externo en el período 1999-2002.<sup>3</sup> En efecto, la cuenta corriente pasó, en promedio, de un déficit de US\$ 4.937,4 millones (5% del PIB) en el cuatrienio 1995-1998, a solamente uno de US\$ 365,8 millones, aproximadamente 0,5% del PIB (Cuadro 1).<sup>4</sup>

Contrario a lo registrado entre 1950 y 1998, en donde los fuertes déficit en la cuenta corriente estaban asociados con bajos crecimientos del PIB y bajas tasas

de ahorro (1980-1985 y 1992-1998), y los déficit moderados con altos crecimientos de la producción nacional y altas tasas de ahorro (1959-1971 y 1971-1980);<sup>5</sup> en el período 1999-2002, el equilibrio externo coincidió con una de las tasas de crecimiento más bajas de la historia colombiana de la segunda mitad del siglo XX y con una reducción importante de las tasas de ahorro nacional (Cuadro 2). Esta evidencia parece mostrar que la recuperación de déficit externos sostenibles tienden generalmente a asociarse con disminuciones significativas en los ritmos de crecimiento de las economías. Puede observarse además que en los cuatrienios 1991-1994 y 1995-1998, se registró también un comportamiento similar al patrón histórico.

**Cuadro 1**  
**Indicadores de Balanza de Pagos**

	1991-1994	1995-1998	1999-2002	1991-1994	1995-1998	1999-2002
	(millones de dólares)			(% del PIB)		
Cuenta Corriente	-668,05	-4.937,35	-365,78	-0,39	-4,99	-0,47
Balanza Comercial	2,60	2.600,86	1.164,23	0,64	-2,64	1,38
Transferencias Corrientes	1.409,43	742,11	1.948,19	2,36	0,76	2,35
Flujos de Corto Plazo	-32,44	-553,01	-1.279,40	-0,14	-0,50	-1,49
Flujos de Largo Plazo	1.400,98	5.839,14	2.001,15	1,87	5,84	2,39

**Fuente: Banco de la República. Cálculos propios.**

3 Se considera que existe equilibrio externo cuando el déficit en cuenta corriente es inferior a 2,5-3 % del PIB (Arango, Castaño, Gómez, Mesa, Pérez y Rhenals; 1999).

4 El financiamiento del déficit en cuenta corriente que se registró en el cuatrienio Samper, fue explicado por el fuerte superávit en la cuenta de capitales sustentado en gran parte, por el crecimiento de los flujos especulativos de corto plazo y el endeudamiento del sector público. Las mayores tasas de interés que se registraron, la fuerte apreciación de la moneda nacional tanto nominal como real y el crecimiento del déficit fiscal en el período 1995-1998, se convirtieron en las causas más importantes que explicaron, no sólo el problema de la entrada de capitales y el mayor déficit comercial (Cuadro 1), sino también, marcaron lo que fue el desempeño del sector externo en el gobierno Samper (Mesa; 1998).

5 Ver: Arango, Castaño, Gómez, Mesa, Pérez y Rhenals (1999).

**Cuadro 2**  
**Cuenta corriente, ahorro y producto**  
**(% del PIB)**

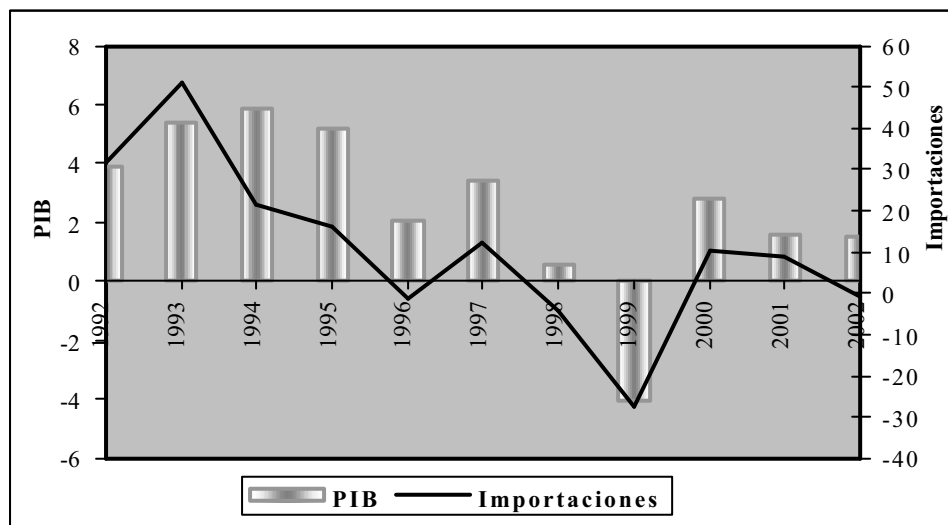
	1991-1994	1995-1998	1999-2002
PIB	4,31	2,83	0,44
Ahorro	18,61	17,64	12,50
Cuenta Corriente	-0,39	-4,99	-0,47

Fuente: Banco de la República y DNP. Cálculos propios.

Ahora bien, el desempeño favorable de la cuenta corriente se explica, principalmente, por los resultados positivos de la balanza comercial, acompañado por el incremento significativo de las transferencias corrientes. En efecto, dos hechos impor-

tantes marcan el repunte de la balanza comercial: la caída significativa de las importaciones, asociada en gran parte con la desaceleración de la actividad económica (Gráfico 1),<sup>6</sup> y el buen comportamiento de las exportaciones no tradicionales.

**Gráfico 1**  
**Tasa de crecimiento de las importaciones y tasa de crecimiento del PIB**



Fuente: MINCOMEX, Banco de la República. Cálculos propios

6 Por ejemplo, para 1999, cuando el PIB registró una tasa de crecimiento de -4,2%, las importaciones lo hicieron en -27,4%, la tasa de decrecimiento más alta en toda la década de los noventa, superando la caída que se presentó en 1996 (-1,5%) y en 1998 (-4,3%). De la misma forma, cuando la actividad económica se recupera lentamente para los años siguientes, las importaciones lo hacen en el mismo sentido.

### A. Comportamiento de las exportaciones no tradicionales

Como puede observarse en el Cuadro 3, las exportaciones no tradicionales registraron en el cuatrienio Pastrana una tasa de crecimiento superior (10,2% anual) a la obtenida en el cuatrienio anterior (5,5%) y en los tres últimos años de la administración Gaviria (-11,6%). Se destacan las exportaciones mineras (25%) e industriales (11,3%). En esencia, la

mayor tasa de cambio real observada en el período de la administración Pastrana, la caída de la demanda interna y la mayor decisión de los empresarios de ampliar la oferta exportable,<sup>7</sup> fueron los factores que probablemente explicaron el crecimiento de las exportaciones no tradicionales entre 1998 y 2002. En el Gráfico 2, puede observarse una relación bastante estrecha y positiva entre la tasa de cambio real (ITCR) y las exportaciones no tradicionales como porcentaje del PIB.

**Cuadro 3**  
**Tasa de crecimiento de las exportaciones colombianas**

	1992-1994	1995-1998	1999-2002
<b>EXPORTACIONES TOTALES</b>	<b>-11,42</b>	<b>4,19</b>	<b>8,51</b>
<b>EXPORTACIONES TRADICIONALES</b>	<b>-11,27</b>	<b>3,19</b>	<b>7,52</b>
Café	-2,39	-1,23	-14,99
Petróleo y derivados	-18,84	16,41	21,99
Carbón	-19,32	13,07	8,17
Ferróniquel	-21,23	0,96	30,39
Esmeraldas	31,58	-30,84	9,86
<b>EXPORTACIONES NO TRADICIONALES</b>	<b>-11,52</b>	<b>5,43</b>	<b>10,15</b>
<b>1. SECTOR AGOPECUARIO</b>	<b>-12,87</b>	<b>0,78</b>	<b>6,16</b>
Banano	-12,32	-2,11	4,53
Flores	-2,61	4,60	10,59
Otros Agropecuarios	-20,44	0,86	2,88
<b>2. SECTOR MINERO</b>	<b>13,42</b>	<b>10,55</b>	<b>24,95</b>
<b>3. SECTOR INDUSTRIAL</b>	<b>-10,85</b>	<b>7,63</b>	<b>11,34</b>
Agroindustriales	2,19	9,53	4,51
Industria Liviana	-14,84	-0,49	11,24
Industria Básica	-4,48	17,31	12,47
Maquinaria y Equipo	-15,52	11,18	11,76
Demás Productos	72,58	102,65	36,50

Fuente: MINCOMEX. Cálculos propios

Adicionalmente, la estrategia gubernamental de impulsar las exportaciones como motor de reactivación y crecimien-

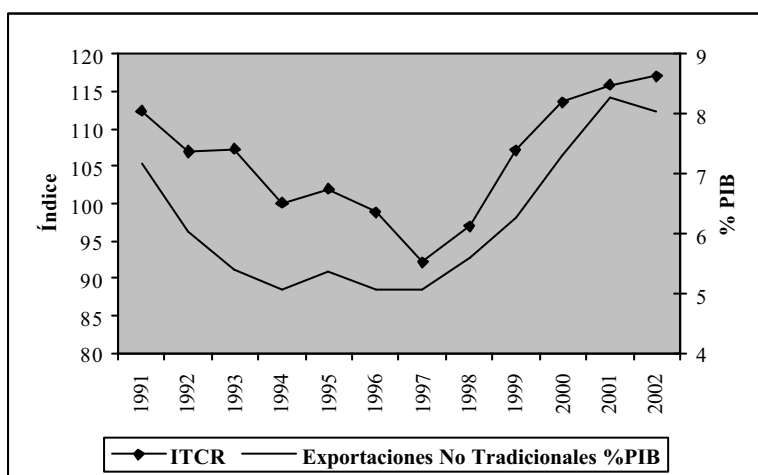
to económico, probablemente contribuyó también a esta expansión de las ventas externas. Según Analdex (2002), se ob-

7 Esta decisión pudo deberse en parte a la contracción del mercado interno, originando una situación característica de muchos países latinoamericanos: recesión doméstica y auge exportador.

serva una mayor decisión de los empresarios colombianos de ampliar la oferta exportable nacional. En efecto, entre 1998 y 2001, Colombia pasó de 143 mercados de destino de las exportaciones a 184 y su canasta exportadora se amplió en 335 nuevos productos, originados en diferentes sectores (agroindustrial y manufacturero, por ejemplo). De la misma

forma, Colombia comenzó el período exportando cerca de 3.790 partidas arancelarias y pasó a 4.220 partidas en el 2001. Los mercados internacionales con mayor dinamismo fueron Estados Unidos (1.332 y 1.801 partidas en los mismos años), la Unión Europea (882 y 1128) y la CAN (un incremento de 329 partidas arancelarias).

**Gráfico 2**  
**Tasa de cambio real y exportaciones no tradicionales**



Fuente: Banco de la República, MINCOMEX. Cálculos propios.

Pese a estos buenos resultados, se destaca el menor crecimiento de las ventas externas de bienes no tradicionales hacia ciertas áreas comerciales importantes para el país como la CAN, MERCOSUR, G-3 y Unión Europea.<sup>8</sup> No obstante, las tasas de crecimiento de las exportaciones al conjunto de las principales zonas de acuerdos comerciales

fueron mayores en comparación con el cuatrienio anterior, tanto para las exportaciones tradicionales (7,7% en el cuatrienio) como para las no tradicionales (9,8%). Sobresale, la expansión de las exportaciones no tradicionales a los países que conforman el Tratado de Libre Comercio (TLC) y el Mercado Común Centroamericano (MCC).

8 Las exportaciones menores hacia la CAN pasaron de 17,8% en el período 1995-1998 a 10,2% en el cuatrienio 1999-2002. En el caso del MERCOSUR, éstas descendieron de 9,7% a 3,6% para el mismo período. Por su parte, las dirigidas a la Unión Europea continuaron cayendo en la misma época. Finalmente, las exportaciones no tradicionales al G3, se redujeron de 18,8% a 12,2% (Ministerio de Comercio Exterior, página web: <http://www.mincomex.gov.co/mincomexvbecontent/NewsDetail.asp?ID=791&IDCompany=2> Cálculos propios)

## B. El repunte de las transferencias corrientes

El otro componente de la cuenta corriente que explica el logro del equilibrio externo son las transferencias corrientes.<sup>9</sup> En efecto, desde 1998 se registró un incremento sustancial atribuible a las mayores remesas de trabajadores colombianos en el extranjero. Este fenómeno parece ser el resultado de la difícil situación social y de orden público del país en los últimos años, lo cual ha aumentando considerablemente el flujo de colombianos hacia el extranjero en busca de mejores oportunidades.

Según el Banco Mundial (2003), estas mayores transferencias se vienen registrando en la mayoría de los países de América Latina, en virtud de la crisis reciente de la región. Las remesas de sus trabajadores pasaron de US\$ 60.000 millones en 1998 a US\$ 80.000 millones en 2002. De esta manera, los países de la región se constituyen en los mayores receptores de remesas (como porcentaje del PIB) en el ámbito mundial. En este escalafón, Colombia se ubica entre los primeros 20 países que recibe una mayor proporción de remesas en el mundo.

En el caso colombiano, las mayores transferencias corrientes netas (2,3% del PIB, promedio anual, en el cuatrienio) contrarrestó, en gran parte, la caída de los flujos de capital en dicho período, especialmente, los flujos privados de endeudamiento de corto y largo plazo que descendieron a

-1,49% del PIB y 2,39% del PIB, respectivamente (Cuadro 1). En este sentido, tanto las remesas como la inversión extranjera directa, se han convertido en los últimos años en una fuente importante y más estable de recursos externos. Además, posiblemente contribuyeron a frenar las fuertes expectativas de devaluación que se generaron como resultado de las crisis internacionales recientes.

## II. Análisis de la política cambiaria y su relación con el entorno doméstico

Un examen de la política cambiaria colombiana en este cuatrienio permite distinguir dos fases caracterizadas por el régimen cambiario vigente. En la primera fase, que abarca el último año del régimen de banda cambiaria, se destaca la política de ajuste implementada por las autoridades económicas, a raíz de las mini-crisis cambiarias que se registraron entre el 2 de septiembre de 1998 y la eliminación de dicho régimen el 24 de septiembre de 1999. La segunda fase, que comprende el régimen de flotación cambiaria, se caracterizó por un mayor divorcio de corto plazo entre las reservas internacionales, el tipo de cambio y el manejo monetario.

### A. Primer período: ajuste cambiario y recesión 1998-1999<sup>10</sup>

Los dos últimos años de la década de los noventa fueron, sin duda, de grandes

9 Según los resultados de la cuenta corriente, las transferencias netas pasaron de representar US\$ 742,11 millones en el período 1995-1998 a US\$ 1.948,19 millones en el cuatrienio Pastrana.

10 Algunos apartes de esta sección son tomados de Mesa (2000). "Macroeconomía de la recesión en Colombia: del ajuste cambiario al caos del PIB". *Semestre económico* No 7. Universidad de Medellín, enero-junio.



dificultades económicas, a juzgar por la fuerte caída del producto en 1999 y las crisis financiera y cambiaria en estos dos años (por ejemplo, dos realineamientos de la franja en septiembre 2 de 1998 y junio 24 de 1999 y su posterior desmonte). Estos acontecimientos, obligaron a las autoridades económicas colombianas a adoptar una drástica política de ajuste tendiente a evitar una crisis de mayores proporciones, en medio de un contexto internacional particularmente adverso.

El boom de consumo público<sup>11</sup> y privado, los grandes déficits externo y fiscal y las crisis financieras internacionales, entre otros factores, determinaron el comportamiento de la tasa de cambio en este período. Las fuertes expectativas de depreciación que se desataron, condujeron paulatinamente a la pérdida de credibilidad en el sistema de franja y a su posterior derrumbe. En particular, las crisis financieras de Asia y Rusia y las dificultades de algunas economías vecinas como Brasil y Ecuador en 1999, generaron una fuerte reducción de los flujos de capital.

Las dificultades de financiar vía impuestos el mayor gasto público y, por consiguiente, las varias reformas tributarias que se implementaron en Colombia des-

de 1992, se tradujeron en un aumento de la deuda pública desde mediados de los noventa que, conjuntamente con los cambios en su composición a favor de la deuda interna, agudizaron el conflicto entre tasa de interés y tipo de cambio real. En efecto, debido a las dificultades de financiar sanamente sus mayores gastos, el sector público recurrió al mercado financiero doméstico, impulsando el alza de las tasas de interés internas y reduciendo la tasa de cambio real. Este proceso de revaluación fue una de las causas importantes del mayor déficit en cuenta corriente observado entre 1995 y 1998. Además, se trató de un gasto intensivo en bienes no transables, lo que reforzó este proceso de apreciación (Echeverry; 1999). Los mayores niveles de déficit público no solamente afectaron negativamente las exportaciones, sino también la inversión privada,<sup>12</sup> que cayó 17,5% anual entre 1995 y 1999 (Gráfico 3). Sin duda, este entorno macroeconómico aumentaba la vulnerabilidad de la economía.

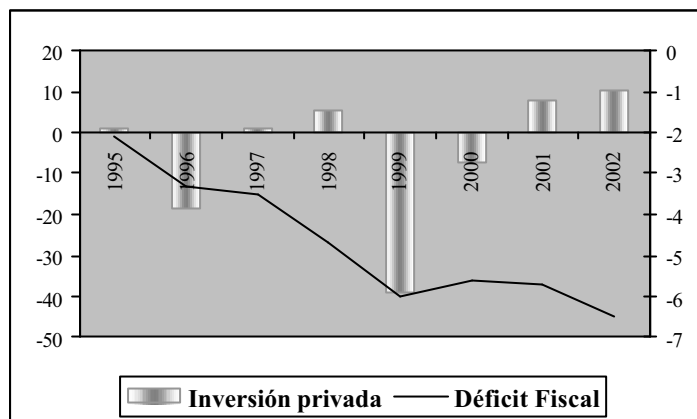
En resumen, los desequilibrios macroeconómicos existentes desde mediados de los noventa debilitaron la capacidad de respuesta de la economía y contribuyeron a la contracción de la actividad económica que se registró en esta primera fase.

---

11 Por ejemplo, el gasto del gobierno nacional central pasó del 11% del PIB en 1990 a 18% del PIB en 1998, mientras la generación de los ingresos totales del gobierno representaban en 1997, el 14% del PIB, frente a un 10,3% en 1990 (Banco de la República, Informe al Congreso; julio de 1998).

12 Estos resultados son consecuencia del denominado "efecto desplazamiento", tanto sobre el sector externo como sobre la inversión privada.

**Gráfico 3**  
**Tasa de crecimiento del déficit fiscal y la tasa de inversión privada**



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

### 1. ¿Cuál fue la respuesta de política económica?

En un contexto de fuertes desequilibrios macroeconómicos, las posibilidades de implementar una política de estabilización relativamente exitosa se reducen en forma importante frente a *shocks* externos adversos. De hecho, Colombia y, en general, América Latina enfrentaron una reducción súbita de los flujos de capital y una caída en los precios mundiales de sus exportaciones.

Las autoridades económicas colombianas respondieron defendiendo la tasa de cambio nominal, mediante una política

monetaria restrictiva.<sup>13</sup> La necesidad de reducir la inflación y controlar la especulación contra el peso en 1998, las obligó a implementar una política de ajuste con el fin de defender el techo del corredor cambiario, parcialmente, a través de las reservas internacionales. En estas condiciones, la venta de divisas reduce la oferta monetaria y eleva las tasas de interés internas, contribuyendo a moderar también las presiones de devaluación. Este proceso de ajuste estuvo acompañado también por el desplazamiento hacia arriba de la franja cambiaria.

Las mayores tasas de interés internas<sup>14</sup> acentuaron la debilidad de la demanda y

13 Aunque vale la pena de nuevo insistir en este hecho, de todas maneras el aumento de la tasa de interés en Colombia era inevitable, no sólo por la política de ajuste implementada por las autoridades económicas, sino también, por razones exógenas asociadas con las condiciones del entorno imperantes, especialmente, la crisis internacional y el financiamiento del déficit fiscal.

14 1998 se recordará por ser un año en donde la economía colombiana presentó los niveles de tasas de interés más altos en los últimos 50 años. En efecto, entre finales del mes de mayo y principios de junio, la tasa REPO a un día alcanzó un pico del 80%, para un promedio cercano al 50% en un periodo de 15 días. Este fenómeno se volvió a repetir durante la segunda semana de septiembre, cuando de nuevo la tasa REPO a 7 y 14 días bordeó un nivel histórico del 90%. Para la misma fecha, la interbancaria crecía por encima del 52%. Finalmente, en los primeros días de octubre, estas tasas de interés volvieron al alza pero esta vez, no superaron el límite del 60% (Perfil de Coyuntura Económica; diciembre de 1998)

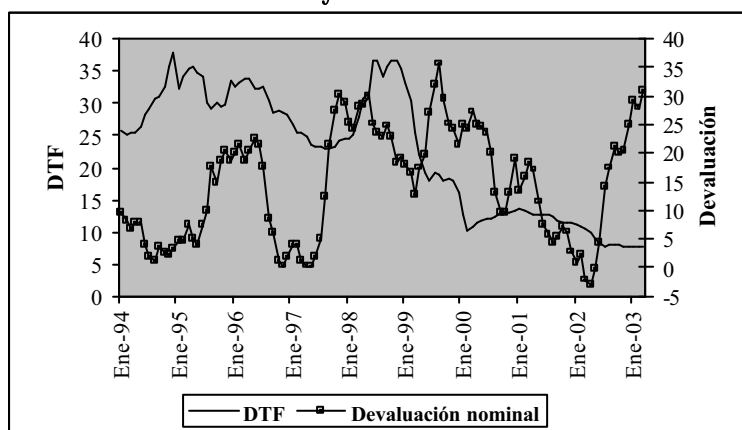
la producción. El PIB pasó de un crecimiento de 0,4% en 1998 a una caída de 4,2% en 1999, la tasa de desempleo continuó aumentando y la inflación registró una fuerte disminución. Por su parte, la cuenta corriente pasó de un déficit de US\$ 5.905,5 millones en 1998 a uno de US\$ 1.019,6 millones en 1999.

En suma, de acuerdo con la literatura económica, podría señalarse que la estrategia de ajuste giró entorno a lo que Dornbusch, Fischer y Startz (2002, p. 475) denominan “mecanismo de ajuste automático clásico”. Según estos autores, dicho mecanismo opera en la medida en que se presentan problemas de balanza de pagos, bajo esquemas de control cambiario y tipo de cambio fijo, con miras a evitar una crisis cambiaria. Los desequilibrios en balanza de pagos pueden afectar la oferta monetaria y el gasto.

Estos cambios en los niveles de gasto impulsan el desempleo y reducen los salarios y los precios, lo que mejora la competitividad de la economía. En resumen, se privilegian los mercados en el proceso de ajuste interno y externo.

La defensa del techo de la banda elevó las tasas de interés internas que, de un lado, deprimió la demanda agregada, la producción y el empleo<sup>15</sup> y, de otro lado, redujo las presiones devaluacionistas y evitó una crisis cambiaria (Gráfico 4). A mediano plazo, la recesión y el mayor desempleo redujeron la tasa de inflación y los salarios reales y aumentaron la competitividad de la economía. En síntesis, el mecanismo de ajuste automático parece haber funcionado, aunque en forma parcial. Ciertamente se evitó una crisis cambiaria, pero los mercados solamente volvieron a la calma después de eliminado el régimen de banda (Gráfico 5).<sup>16</sup>

**Gráfico 4**  
**Tasa de interés y devaluación nominal**

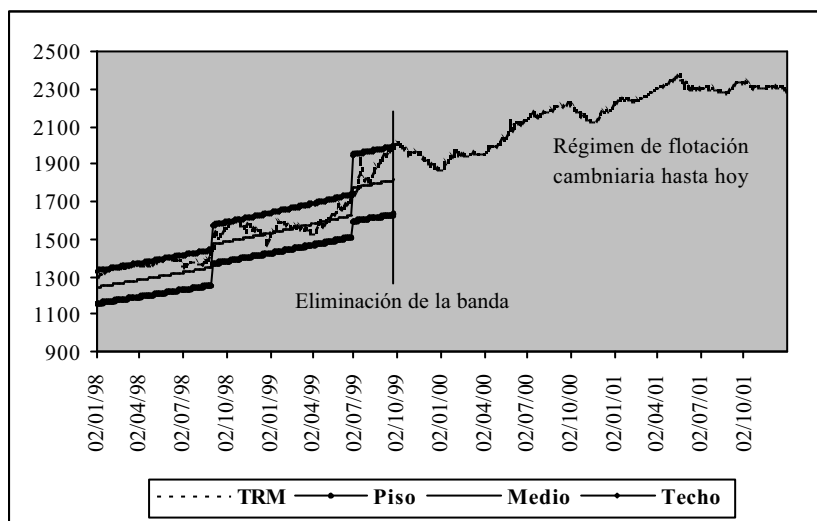


Fuente: Banco de la República

15 Para 1999, el PIB creció a una tasa del -4,2% y el desempleo superó el 19% en las cabeceras a nivel nacional.

16 La evidencia empírica parece indicar el momento “óptimo” de eliminación del régimen de banda, dada la ausencia del “overshooting” después de introducido el régimen de flotación el 24 de septiembre de 1999 (Gráfico 5).

**Gráfico 5**  
**Evolución del tipo de cambio representativo del mercado 1998-2002**



Fuente: Banco de la República.

### **B. Segundo período: flexibilidad cambiaria y recuperación lenta 2000-2002**

El pobre desempeño económico en 1998 y 1999, la recuperación del equilibrio externo y de los fundamentales del tipo de cambio, y la reducción de la inflación, fueron los principales factores que facilitaron el desmonte del sistema de banda cambiaria y la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible desde septiembre de 1999. Otros países de América Latina como Ecuador, Chile y Brasil abandonaron también sus regímenes de bandas cambiarias móviles en este período. Como puede observarse en el Cuadro 4, la tendencia predominante en la región fue hacia esquemas de flotación de la tasa de cambio, después de varios intentos de defender los límites de los corredores cambiarios.

En términos generales, estos esfuerzos por mantener los esquemas cambiarios de banda se debilitaron como resultado de un contexto internacional adverso que data desde 1998, asociado principalmente con los efectos de la crisis asiática e importantes desequilibrios macroeconómicos heredados de años anteriores. Como señala la CEPAL (2002), los fenómenos externos de mayor impacto para la región han sido el deterioro de las condiciones financieras externas y la caída persistente de los términos de intercambio, principalmente para las economías no petroleras de América Latina, amén del menor dinamismo registrado por la economía de Estados Unidos en los últimos años. En el caso colombiano, la ausencia de *overshooting*, la tendencia decreciente del tipo de cambio desde finales de 1999 y la recuperación de la actividad económica, parecen mostrar el éxito relativo del régimen de flotación cambiaria.

**Cuadro 4**  
**América Latina: Regímenes cambiarios**  
**1998 y 2002**

Régimen	Países			
	1998		2002	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
Dolarización	<b>1</b>	<b>5,3</b>	<b>3</b>	<b>15,8</b>
Caja de conversión	<b>1</b>	<b>5,3</b>	...	....
Otros con paridad fija	<b>1</b>	<b>5,3</b>	...	....
Paridades móviles	<b>3</b>	<b>15,8</b>	<b>3</b>	<b>15,8</b>
Bandas móviles	<b>7</b>	<b>36,8</b>	<b>1</b>	<b>5,3</b>
Flotación	<b>6</b>	<b>31,5</b>	<b>12</b>	<b>63,2</b>

Fuente: Rhenals (2003), con base en CEPAL (2000 y 2002).

De acuerdo con la literatura sobre regímenes cambiarios, puede afirmarse que la adopción de un sistema cambiario flotante constituye un intento por recuperar un mayor grado de control monetario, en medio de un ambiente de grandes movimientos de capitales, y disponer de un margen de discrecionalidad más amplio para los propósitos de estabilización macroeconómica de la política monetaria. Sin embargo, la experiencia de los últimos años muestra que estos propósitos no se han alcanzado en algunos países de la región y su cambio a un régimen de flotación, condujo a una depreciación excesiva de la moneda nacional (*overshooting*). De hecho, en muchos de ellos, la política monetaria ha acentuado el impacto negativo del escenario internacional debido a sus intentos de moderar o impedir un sobreajuste cambiario, reflejando pocos grados de libertad de las autoridades monetarias para manejar la coyuntura económica. En otros, la modificación del régimen cambiario no generó una sobre-reacción inicial de la tasa de cambio y permitió a las

autoridades económicas, disponer de la autonomía o libertad necesaria para impulsar políticas monetarias contracíclicas (Chile, Colombia y Perú, por ejemplo).

La coyuntura cambiaria colombiana reciente (2000-2002) parece mostrar que la flotación cambiaria logró moderar, con relativo éxito, los efectos de los choques externos que enfrentó la economía nacional en este tiempo. Como resultado, la política monetaria en estos años tuvo un mayor grado de libertad para promover la recuperación de la actividad económica, sin descuidar las metas inflacionarias establecidas. Como se sabe, en un contexto de relativa movilidad de capitales y tipo de cambio flexible, la efectividad de la política monetaria se refleja directamente en el comportamiento del tipo de cambio, que afecta la composición del sector externo y el nivel de ingreso de la economía. En consecuencia, una política monetaria expansiva provoca una depreciación de la moneda local y un aumento de las exportaciones netas y de la demanda agregada.

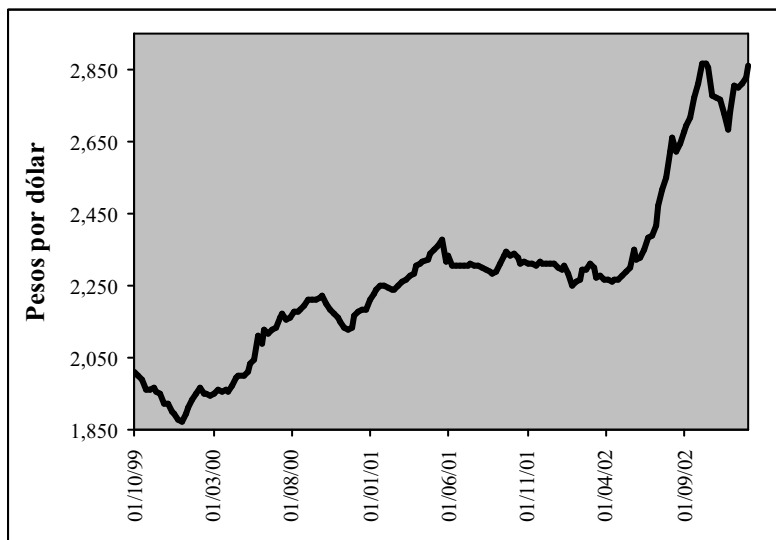
En suma, bajo un régimen de libre mercado buena parte del ajuste requerido tiene lugar a través de la depreciación del tipo de cambio nominal. No obstante, pese a que la volatilidad del tipo de cambio permite ajustar los desequilibrios de la balanza de pagos y puede conducir a diferentes tipos de efectos,<sup>17</sup> las reservas internacionales permiten amortiguar estos efectos y lograr que el ajuste necesario de la tasa de cambio tenga lugar de un modo más gradual y con menores costos económicos y sociales (Banco de la República; 2003. Informe de la Junta Direc-

tiva al Congreso de la República, marzo, página 49).

### 1. Evolución y determinantes del tipo de cambio nominal

La característica principal de un esquema de flotación es la mayor inestabilidad del tipo de cambio, asociada con períodos relativamente cortos e intensos de apreciación y depreciación. Obviamente, estos movimientos son resultado de cambios tanto de los fundamentales de la tasa de cambio como de las expectativas de devaluación de los agentes.

**Gráfico 6**  
**Tasa de cambio nominal semanal (TRM)**  
**Septiembre 25 de 1999 – enero de 2003**



Fuente: Banco de la República. Cálculos propios

17 Por ejemplo, considerando los efectos positivos de una devaluación que puede estimular las exportaciones, también puede generar efectos adversos asociados con: (i) el aumento de los costos financieros a consecuencia del endeudamiento en dólares, (ii) las mayores presiones inflacionarias que se pueden reflejar en alzas en los salarios reales y en las tasas de interés nominales y (iii) salidas de capital.

Un examen del comportamiento semanal del tipo de cambio nominal en Colombia entre septiembre de 1999 y enero de 2003, permite afirmar que los períodos de depreciación fueron más persistentes, aunque moderados (excepto entre mayo y octubre de 2002, donde se presentó una fuerte depreciación), y representaron el 51% de las semanas referenciadas<sup>18</sup> (Gráfico 6). Por su parte, en el 32,1% de dichas semanas, se presentó una relativa estabilidad del tipo de cambio y el 16,9% correspondió a períodos cortos de apreciación (Gráfico 6).<sup>19</sup>

Este comportamiento del tipo de cambio, bajo el nuevo esquema cambiario, coincidió con la evolución de la tasa de cambio real en el mismo período (Gráfico 7), de la misma manera como se observó en el antiguo régimen de banda. Es decir, los movimientos de corto plazo de la tasa de cambio real estuvieron estrechamente relacionados con los registrados por la tasa de cambio nominal sin tendencia determinística (Castaño, Gómez, Mesa, Ortiz y Rhenals; 2002, página 87, gráfico 4). Este comportamiento similar de los tipos de cambio nominal y real en los dos regímenes no es extraño en la literatura puesto que, como señala Rogoff (1996), en el corto plazo,

los movimientos de la tasa de cambio nominal producen modificaciones en la tasa de cambio real debido a la presencia de rigideces nominales de precios.

En resumen, un análisis de la experiencia colombiana bajo el esquema de flotación cambiaria permite afirmar que, a pesar de la persistencia de presiones devaluacionistas, éstas fueron inferiores a las registradas en los últimos meses en que prevaleció el esquema de banda cambiaria,<sup>20</sup> excepto entre mayo y noviembre de 2002. Este comportamiento apoya uno de los argumentos del Banco de la República para justificar la introducción del esquema de libre mercado: reducir la dependencia de la economía de los fenómenos cambiarios como resultado de choques externos.

En general, desde el punto de vista de los fundamentales del tipo de cambio, la tendencia devaluacionista en los tres primeros años de la década actual parece deberse a las presiones especulativas generadas por: la inestabilidad política y económica que sufrió América Latina, como consecuencia de las crisis en Ecuador y Turquía en el 2000, Argentina en el 2001 y Venezuela y Brasil en el 2002; las bajas tasas de interés do-

18 De un total de 165 semanas analizadas, 84 correspondieron al período de depreciación, 28 al de apreciación y 53 al de estabilidad con tendencia a la apreciación.

19 Utilizando un modelo de tendencias estocásticas segmentadas para la tasa de cambio en el período de franja cambiaria, las pruebas estadísticas mostraron que el estado de apreciación fue más persistente (también menos volátil) que el de depreciación: aproximadamente el tipo de cambio permaneció 29 semanas en el primer estado contra solamente 12 semanas del segundo estado (Castaño, Gómez, Mesa, Ortiz y Rhenals; 2002). La comparación entre estos dos períodos (régimen de franja cambiaria y de flotación) parece mostrar que se registraron cambios en el patrón de comportamiento de la tasa de cambio nominal.

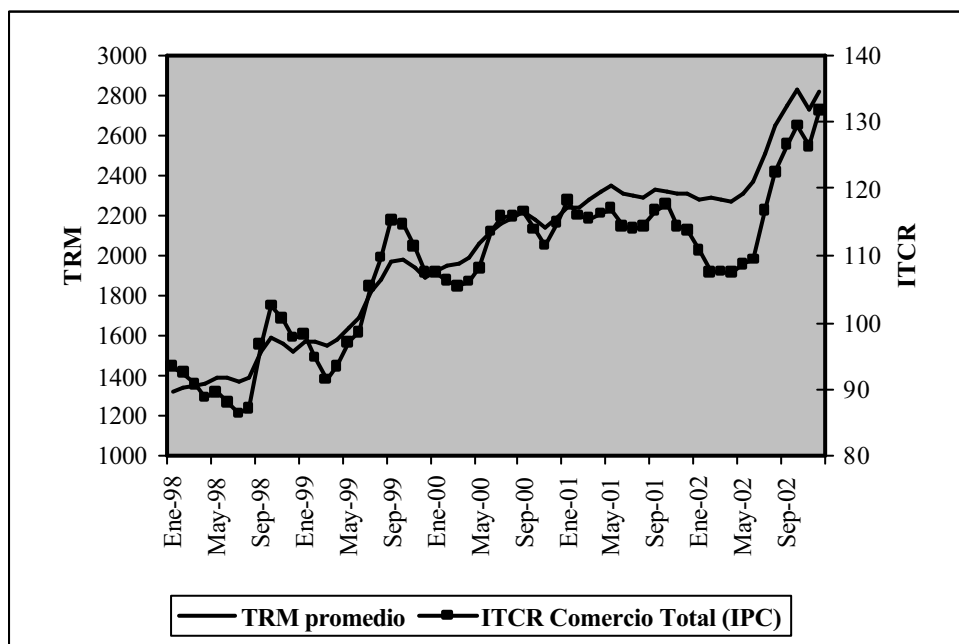
20 Entre enero y septiembre de 1999, la tasa de devaluación promedio alcanzó el 22,6%, mientras que en el período comprendido entre octubre de 1999 y mayo del 2002, este índice se ubicó en 13,4%. Sin embargo, en lo restante de este último año la devaluación nominal bordeaba el 15%.

místicas y, probablemente, el insuficiente ajuste de las finanzas públicas. Además, los factores derivados de la difícil situación de orden público, resultado de la agudización del conflicto armado en el país, también explican las presiones especulativas que se observaron en estos años.

Como consecuencia de estos factores, la inversión extranjera neta en Colombia cayó, pasando de US\$ 2.570,39 millones anuales en el cuatrienio 1995-1998 a US\$ 1.700 millones anuales en el

siguiente cuatrienio. Los flujos netos de capital de corto plazo también se redujeron, pasando de -US\$ 553 millones a -US\$ 1.279,4 millones en los mismos períodos (Cuadro 1), probablemente reforzado por los diferenciales entre las tasas de interés internas e internacionales. De otro lado, las debilidades y vacilaciones en el ajuste de las finanzas públicas, que probablemente aumentaron en determinados períodos los *spread* de la deuda soberana, también contribuyeron a los ataques especulativos contra el peso (Gráfico 8).

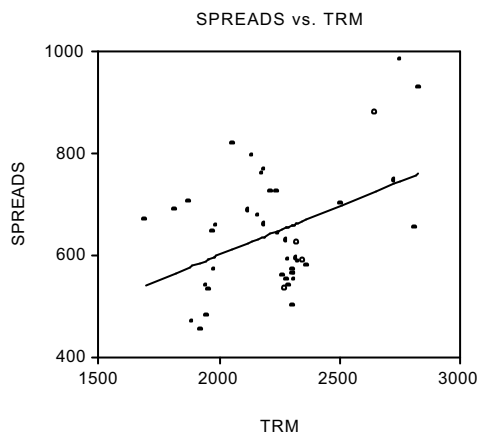
**Gráfico 7**  
**Tasa Representativa del Mercado vs Índice de la Tasa de Cambio Real**



Fuente: Banco de la República.



**Gráfico 8**  
**Spread y TRM**



Fuente: Banco de la República y L.P. Morgan.  
Correlación simple 0.424

## 2. Los mecanismos de intervención cambiaria

Como se sabe, bajo el esquema de banda cambiaria el Banco de la República intervenía de una manera directa en el mercado tratando de cambiar la tendencia del tipo de cambio cuando se acercaba a los límites del corredor cambiario. En el esquema de flotación, las nuevas reglas de intervención quedaron sujetas a los objetivos que establecieran las autoridades económicas en relación con el nivel de reservas internacionales y la volatilidad del tipo de cambio.

Con estas medidas, adoptadas el 19 de noviembre de 1999, el Banco de la República, como la mayoría de los bancos centrales del mundo, no renunció a la posibilidad de influir sobre el comportamiento de la tasa de cambio, con el fin de moderar sus variaciones. Los mecanismos de intervención buscan, de un lado, disminuir las presiones revaluacionistas

que resultan de la acumulación de reservas internacionales y, de otro lado, evitar los desequilibrios transitorios asociados con una mayor volatilidad de la tasa de cambio.

Básicamente, de acuerdo con los objetivos, se establecieron dos mecanismos de intervención en el mercado cambiario: uno de subastas tipo *put* de acumulación de reservas internacionales y otro de subastas tipo *call* y *put* para controlar la volatilidad de la tasa de cambio. Posteriormente, en diciembre de 2001, la Junta Directiva del Banco de la República aprobó un mecanismo ocasional de “desacumulación” de reservas, con el fin de moderar las presiones inflacionarias que surgirían de una depreciación excesiva del peso debido a un choque externo transitorio (Banco de la República; 2002. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, julio, p. 38-39).

Un balance de estos mecanismos de intervención entre 1999 y 2002, permite afirmar que han sido eficaces y han contribuido a una mayor transparencia y flexibilidad del esquema de flotación, debido a que las reglas son conocidas por los agentes que participan en el mercado cambiario. Esto contrasta con la experiencia de Brasil y Chile en que, a pesar de tener reglas de intervención similares a la colombiana, los resultados no han sido satisfactorios en términos de transparencia y flexibilidad de sus esquemas de flotación (Clavijo; 2002, p. 30).

Según Clavijo (2002), “la principal virtud de flotar la tasa de cambio y amortiguar sus fluctuaciones a través de estos mecanismos de opciones es que permite repotenciar la política monetaria, al

otorgale cierta exogeneidad a esta última". En este sentido, la estabilidad y las bajas tasas de interés internas que ha registrado Colombia en estos años, a pesar de los choques externos que enfrentó, muestran una mayor independencia de la política monetaria. De hecho, bajo el sistema de flotación cambiaria, las autoridades económicas no han tenido que recurrir a aumentos en las tasas de interés para moderar las presiones alcistas que registró el tipo de cambio, a diferencia de lo sucedido durante el régimen de franja cambiaria.

En este sentido, los mecanismos de intervención cambiaria cumplieron su objetivo de moderar las presiones sobre el tipo de cambio si se tiene en cuenta que, de un lado, el Gobierno no tuvo la necesidad de utilizar el crédito del FMI para evitar una crisis de balanza de pagos y, de otro lado, las reservas internacionales aumentaron mediante el sistema de subasta de opciones tipo *put*. En efecto, desde que se estableció este mecanismo de compra de divisas, el Banco de la República adquirió US\$ 1.399,3 millones entre 1999 y 2002 (Cuadro 5).

**Cuadro 5**  
**Resultados de las subastas de intervención PUT para la acumulación de Reservas Internacionales (US millones)**

<b>Años</b>	<b>Monto presentado</b>	<b>Monto aprobado</b>	<b>cupo</b>	<b>Monto ejercido</b>
<b>1999*</b>	<b>1.354,7</b>	<b>280</b>	<b>280</b>	<b>200</b>
<b>2000</b>	<b>5.105,8</b>	<b>1.114,9</b>	<b>1.160</b>	<b>398,6</b>
<b>2001</b>	<b>3.143,5</b>	<b>784,9</b>	<b>785</b>	<b>599,2</b>
<b>2002</b>	<b>2.045,8</b>	<b>699,9</b>	<b>700</b>	<b>201,5</b>
<b>Total</b>	<b>11.649,8</b>	<b>2.879,7</b>	<b>2.925</b>	<b>1.399,3</b>

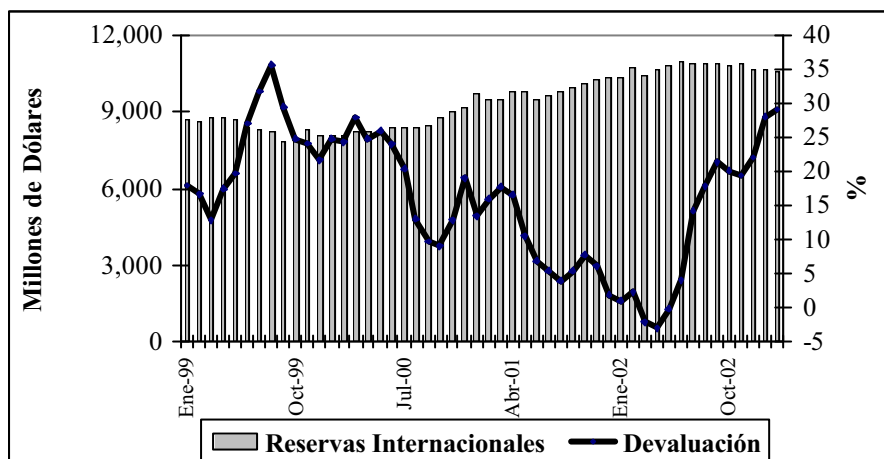
\* Corresponde a los meses de noviembre y diciembre.

Fuente: Banco de la República

Así mismo, un examen del mecanismo de opciones tipo *call* para control de volatilidad muestra que el tipo de cambio prácticamente fluctuó de una manera libre desde que se adoptó el nuevo esquema cambiario, puesto que el Banco de la República solamente realizó tres intervenciones, en estos casos para frenar sus alzas (julio 29, agosto 1 y octubre 2 de 2002) por un

monto total de US\$ 540 millones. En suma, considerando los resultados de las subastas (*put y call*), en términos netos, el Banco de la República compró divisas por un valor de US\$ 859,3 millones, equivalentes al 31,4% de las reservas internacionales netas acumuladas entre 1999 y 2002, que ascendieron a US\$ 2.738,5 millones (Gráfico 9).

**Gráfico 9**  
**Reservas internacionales y tasa de devaluación**



Fuente: Banco de la República

En resumen, los nuevos esquemas de intervención cambiaria, mediante el mecanismo de opciones, permitieron mantener un nivel adecuado de reservas internacionales y reducir la dependencia entre tasa de interés y tipo de cambio nominal.<sup>21</sup>

## Conclusiones

Colombia, en el cuatrienio Pastrana, recuperó el equilibrio externo en medio de un gran deterioro de la actividad económica (la producción cayó 4,2% en 1999 y se estancó en los cuatro años siguientes) y una baja tasa de ahorro (12,5% del PIB). En el cuatrienio 1991-1994, la economía colombiana creció 4,3% anual y su tasa de ahorro se situó en 21,1% del PIB. En la administración Samper, aun-

que la economía registró niveles preocupantes de déficit en cuenta corriente (aproximadamente, 5% del PIB), los resultados en materia de crecimiento y ahorro fueron mejores (2,8% anual y 17,7%, respectivamente).

La recuperación del equilibrio externo se debió, de un lado, al repunte de las exportaciones no tradicionales, como resultado de una mayor tasa de cambio real, la caída en la demanda interna y una mayor decisión de los empresarios de ampliar la oferta exportable; y, de otro lado, al desplome de las importaciones y el fuerte crecimiento de las transferencias corrientes.

A pesar del pobre desempeño del PIB en el cuatrienio Pastrana, puede afirmarse

21 Después de la crisis de 1998-1999 y con la introducción del régimen de libre mercado, el año 2003 puede resultar el más complicado para el mercado cambiario si se tiene en cuenta que durante los meses de febrero y marzo, el Banco de la República salió a vender divisas en el mercado por el mecanismo ocasional de "desacumulación" de reservas creado en diciembre de 2001, por un valor de US\$ 344,5 millones.

que la economía colombiana recuperó una relativa estabilidad macroeconómica después de la crisis de finales de los noventa. De hecho, el mercado cambiario retornó a la tranquilidad con el nuevo régimen de cambios, la inflación continuó reduciéndose, las reservas internacionales aumentaron y la actividad económica registró una cierta recuperación.

Finalmente, la adopción del esquema de flotación cambiaria y los nuevos mecanismos de intervención en el mercado de divisas otorgaron un mayor grado de libertad a la política monetaria, que le permitió a las autoridades monetarias implementar una política contracíclica en un contexto internacional relativamente adverso.

## Bibliografía

- ASOCIACIÓN Nacional de Exportadores, 2002. "Un motor de crecimiento y empleo", [artículo en internet], [http://www.analdex.org/exponotas/textos/art\\_2002\\_008.asp](http://www.analdex.org/exponotas/textos/art_2002_008.asp). ANALDEX, Bogotá. Fecha de acceso: marzo de 2003.
- ARANGO, Héctor, CASTAÑO, Elkin, GÓMEZ, Wilman, MESA, Ramón, PÉREZ, Freddy y RHENALS, Remberto, 1999. "Determinantes de la cuenta corriente en Colombia: un enfoque intertemporal", *Lecturas de Economía*, No 50, Universidad de Antioquia, Medellín, enero-junio.
- BANCO Mundial, 2003. "La inversión extranjera y las remesas desplazan al endeudamiento como fuente de recursos para América Latina y el Caribe", [artículo en internet], <http://www.worldbank.org/prospects/gdf2003>. Fecha de acceso: 4 de junio de 2003.
- BANCO de la República, 1998. *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República julio de 1998*. Banco de la República, Bogotá, julio.
- BANCO de la República, 2002. *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República julio de 2002*. Banco de la República, Bogotá, julio.
- BANCO de la República, 2003. *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República marzo de 2003*. Banco de la República, Bogotá, marzo.
- BANCO de la República, 2003. Balanza de Pagos. [Estadísticas en internet], Bogotá. [http://www.banrep.gov.co/economia/ctanal1sec\\_ext.htm#balanza](http://www.banrep.gov.co/economia/ctanal1sec_ext.htm#balanza). Fecha de acceso: Marzo de 2003.
- CASTAÑO, Elkin, GÓMEZ, Wilman, MESA, Ramón, ORTIZ, Catalina y RHENALS, Remberto, 2002. "Realineamientos y estados de la tasa de cambio nominal en Colombia: 1994-1999". *Lecturas de Economía*, No 56, Universidad de Antioquia, Medellín, julio.
- CENTRO de Investigaciones Económicas, 1998. *Perfil de Coyuntura Económica*, CIE, Universidad de Antioquia, Medellín, diciembre.
- COMISIÓN Económica para América Latina, 2002. *Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe 2002*, Naciones Unidas, Santiago de Chile, diciembre.

- CLAVIJO, Sergio, 2002. "Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)". *Borradores de Economía*, No 201, Banco de la República, Bogotá.
- DORNBUSCH, Rudiger, FISCHER, Staley y STARTZ, Richard, 2002. *Macroeconomía*. Octava Edición, McGrawHill. Madrid.
- ECHEVERRI, Juan Carlos, 1999. "La recesión actual en Colombia: flujos, balances y política anticíclica". *Archivos de Macroeconomía*, No. 113, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, junio.
- FRESARD, Christian y MESA, Ramón, 2000. "La economía colombiana en 1999 y perspectivas para el 2000", *Informe de Coyuntura*, Centro de Investigaciones Económicas –CIE- Universidad de Antioquia, Medellín, febrero.
- MESA, Ramón, 2000. "Política monetaria y cambiaria", *Perfil de Coyuntura Económica*, Universidad de Antioquia, Medellín, junio.
- MESA, Ramón, 2000. "Macroeconomía de la recesión en Colombia: del ajuste cambiario al caos del PIB", *Semestre económico*, No 7, Universidad de Medellín, Medellín, enero-junio.
- MESA, Ramón, 1998. "Desempeño del sector externo en el cuatrienio Samper", *Perfil de Coyuntura Económica*, Universidad de Antioquia, Medellín, diciembre.
- MINISTERIO de Comercio Exterior, Exportaciones e importaciones, [Estadísticas en internet], Bogotá. <http://www.mincomex.gov.co/mincomexvbecontent/NewsDetail.asp?ID=791&IDCompany=2>. Fecha de acceso: Octubre de 2002.
- RHENALS, Remberto, 2003. "El problema fiscal colombiano: ¿se trata de una baja presión fiscal?", *Perfil de Coyuntura Económica*, N° 1, Universidad de Antioquia, Medellín, febrero.
- RHENALS, Remberto, 2003. "Nuevo régimen cambiario y proceso generador de la tasa de cambio nominal en Colombia". *Proyecto de investigación*, CIE Universidad de Antioquia, Medellín.
- ROGOFF, Kenneth, 1996. "The purchasing power parity puzzle", *Journal of Economic Literature*, 34(2), junio.