

# Política cambiaria y comportamiento de la tasa de cambio en Colombia, 1967-2023

Carlos Felipe Gallardo Sánchez<sup>1</sup>  
Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia  
[carlos.gallardo@uptc.edu.co](mailto:carlos.gallardo@uptc.edu.co)

Jimmy Alexander Pineda Muñoz<sup>2</sup>  
Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia  
[japm92002@gmail.com](mailto:japm92002@gmail.com)

Wilson Javier Pineda Muñoz<sup>3</sup>  
Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia  
[wiljapim@gmail.com](mailto:wiljapim@gmail.com)

## DOI:

Fecha de recepción: 28 de marzo de 2025

Fecha de aprobación: 15 de junio de 2025



**Cómo citar este artículo:** Gallardo Sánchez, C.F.; Pineda Muñoz, J.A.; Pineda Muñoz, W.J. (2025). Política cambiaria y comportamiento de la tasa de cambio en Colombia, 1967-2023. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, (98), (páginas). DOI:

## Resumen

Las economías emergentes enfrentan diversos retos en su estabilidad macroeconómica y en el manejo de choques externos, siendo el control monetario y la gestión cambiaria fundamentales para su desempeño. Este artículo analiza la transformación de la política cambiaria en Colombia y la evolución del valor de la divisa entre 1967 y 2023. Mediante una metodología analítica-descriptiva, se examinan estadísticas y documentación oficial, desarrollando tres componentes: una matriz comparativa de evolución por periodos, un análisis de respuestas institucionales ante crisis económicas y la construcción de índices cualitativos para evaluar el desarrollo del marco cambiario. Los resultados evidencian una transición desde un sistema de control directo hacia un marco más sofisticado y flexible, con mejoras sustanciales en la capacidad de respuesta institucional, coherencia en la implementación de políticas y transparencia en la toma de decisiones. Se observa que la efectividad de las intervenciones cambiarias está más vinculada a la predictibilidad y transparencia institucional que al régimen específico adoptado. Se concluye que el sistema de flotación administrada ha permitido mayor capacidad de ajuste y estabilidad macroeconómica, aunque persisten desafíos ante la innovación financiera y la creciente integración global.

**Palabras clave:** tasa de cambio; intervención cambiaria; política cambiaria; depreciación; apreciación; Banco Central; trilema monetario.

\*\*\*\*\*

<sup>1</sup>Magíster en Economía. Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia. Docente. Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9943-7450>

<sup>2</sup>Magíster en Economía. Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia. Docente. Universidad Nacional Abierta y a Distancia. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8755-2593>

<sup>3</sup>Especialista en Finanzas. Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia. Docente. Universidad Juan de Castellanos. ORCID: <https://orcid.org/0009-0001-3947-0275>

## Exchange policy and behavior of the exchange rate in Colombia, 1970-2023

### Abstract

Emerging economies face multiple challenges regarding their macroeconomic stability and external shock management, with monetary control and exchange rate management being fundamental for their performance. This article analyzes the transformation of exchange rate policy in Colombia and the evolution of currency value between 1967 and 2023. Through an analytical-descriptive methodology, official statistics and documentation are examined, developing three components: a comparative matrix of evolution by periods, an analysis of institutional responses to economic crises, and the construction of qualitative indices to evaluate the development of the exchange rate framework. The results demonstrate a transition from a direct control system towards a more sophisticated and flexible framework, with substantial improvements in institutional response capacity, coherence in policy implementation, and transparency in decision-making. It is observed that the effectiveness of exchange rate interventions is more closely linked to institutional predictability and transparency than to the specific regime adopted. The study concludes that the managed float system has allowed for greater adjustment capacity and macroeconomic stability, although challenges persist regarding financial innovation and increasing global integration.

**Keywords:** exchange rate; foreign exchange intervention; exchange policy; depreciation appreciation; Central Bank; monetary trilemma.

\*\*\*\*\*

### 1. Introducción

La cotización de la moneda es un factor clave en la gestión económica, pues influye decisivamente en las transacciones exteriores, el ajuste de desbalances financieros mundiales y el equilibrio macroeconómico del país (Nudelsman, 2019). Por ejemplo, la pérdida de valor de la divisa local hace más atractivos los bienes domésticos para compradores foráneos, mientras eleva el costo de los productos del exterior (genera inflación nacional) y hace más caros los pagos a la deuda externa.

El flujo de monedas extranjeras responde a factores económicos, como el circulante monetario, el costo del crédito, los capitales foráneos, los compromisos financieros internacionales, el balance del comercio exterior y las acciones del ente emisor nacional (Cárdenas, 2013). A esto se suman la creciente interconexión de los centros financieros, choques externos y crecientes innovaciones financieras de los últimos años (Nudelsman, 2019). En general, son múltiples los elementos que afectan la tasa de cambio, y dado el papel central de esta variable en la economía, las autoridades monetarias históricamente han

realizado un control mayor o menor en esta, a través de diferentes instrumentos y estrategias de política cambiaria.

En el contexto colombiano, la gestión de la divisa nacional está a cargo del Banco de la República, entidad cuyo propósito es salvaguardar el equilibrio del sector financiero y garantizar el buen funcionamiento de los mecanismos de pago en el país. Aunque la estrategia actual del emisor se basa en conservar un incremento moderado y constante en el nivel general de precios dentro de un régimen de flexibilidad cambiaria, históricamente se han implementado otros sistemas de establecimiento del tipo de cambio fijo y opciones intermedias.

En la literatura académica se ha descrito la evolución del valor de la divisa en diferentes momentos de la historia colombiana, y los diferentes sistemas de determinación que se han adoptado (Caballero y Esguerra, 2023; López *et al.*, 2023; Villar y Esguerra, 2005). Sin embargo, son escasos los estudios que brindan un panorama comparativo de la modificación histórica del enfoque colombiano para el manejo de divisas, desde el abandono del tipo de cambio fijo hasta la actualidad. Este artículo expande el análisis hacia la comparación de periodos según las dimensiones clave, índices cualitativos de evolución de la política cambiaria y análisis de respuestas institucionales ante tres crisis económicas principales en un lapso de más de 50 años, entre 1967 y 2023.

Este estudio persigue tres objetivos específicos: primero, identificar los cambios en instrumentos y marcos institucionales a través de tres periodos diferenciados; segundo, evaluar la capacidad de respuesta del sistema cambiario colombiano ante crisis económicas externas e internas; tercero, construir indicadores cualitativos que permitan medir dimensiones como flexibilidad, coherencia y transparencia en la implementación de la política. Las preguntas que orientan el análisis son: ¿Cómo han evolucionado los mecanismos de intervención cambiaria en Colombia?, ¿qué factores explican la efectividad diferenciada de estos mecanismos en distintos periodos?, ¿cuáles son las implicaciones de esta evolución para la estabilidad macroeconómica y la gestión empresarial?

La medición empírica de estas transformaciones requiere un enfoque mixto, que combine análisis documental e indicadores cuantitativos. Las variables clave incluyen el índice de tasa de cambio real (ITCR) para evaluar la competitividad, el volumen de reservas internacionales como proxy de capacidad de intervención y la volatilidad cambiaria calculada mediante desviaciones estándar móviles de 90 días. El análisis de crisis económicas se estructura comparando cinco dimensiones en cada episodio: desencadenantes (factores precipitantes), contexto institucional (régimen cambiario vigente), instrumentos desplegados (mecanismos de intervención utilizados), objetivos declarados (metas explícitas de política) y resultados observables (cambios en volatilidad, reservas y actividad económica).

## **2. Abordaje teórico y conceptual**

Según Caprio y Bacchetta (2013), la política cambiaria abarca las acciones orientadas a establecer o influir la cotización del peso frente a las divisas internacionales, y las intervenciones cambiarias se consideran un instrumento para mejorar la estabilidad del tipo de cambio (Arango *et al.*, 2020). Implica el uso de herramientas como las tasas de interés y las tenencias de activos del banco central para gestionar las condiciones económicas. La elección del régimen cambiario tiene implicaciones directas en la evolución de las principales variables nominales de la economía (inflación, precios relativos) y, en consecuencia, en el crecimiento y la volatilidad del producto y en la distribución del ingreso. Además, puede afectar a muchos otros frentes relacionados con cuestiones nominales, como el comercio (influido por los niveles del tipo de cambio real y la estabilidad del tipo de cambio) y el financiero (ya que una paridad puede fomentar la intermediación financiera a costa de generar desequilibrios monetarios) (Caprio, 2013).

Existen diferentes sistemas de determinación de la tasa de cambio. En un extremo, se encuentra el tipo de cambio fijo, donde la paridad de la moneda la define la autoridad monetaria sin comprometerse a no cambiarla. Como opciones intermedias han existido las minidevaluaciones graduales (*crawling peg*), consistentes en tasas de cambio fijas, pero deslizantes, en donde la cotización del dólar diariamente se ajusta para adecuar las brechas entre la inflación nacional y la extranjera para conservar la equivalencia de la capacidad de

compra. Así mismo, se han establecido bandas móviles, donde la tasa de cambio es invariable, pero con fluctuaciones alrededor de una paridad central, incluso corrigiendo esta última a diario para corregir los diferenciales de inflación (Ilzetzki *et al.*, 2022).

El sistema de determinación del tipo de cambio más común y popular actualmente es el de tasa de cambio flexible, en el cual, en teoría, el precio de la moneda extranjera cambia de forma libre, pero en la práctica, pocos países toleran por completo esta flotación, debido a que las volatilidades de esta podría afectar la capacidad de rivalizar de los sectores productivos nacionales o la inflación (Ali & Anwar, 2022). Se ha abogado por el modelo de fluctuación monetaria debido a que el valor de la moneda permite ajustar y reducir la volatilidad económica ante choques externos, el manejo del costo del crédito para alcanzar las metas de precios y su crecimiento disminuye los incentivos a la toma de riesgos excesivos a nivel cambiario por los agentes económicos, lo cual contribuye a lograr una estabilidad financiera (Banco de la República, 2025). La libre fluctuación del valor de la divisa genera entornos económicos estables, que posibilitan a los agentes económicos la medición de riesgos, la toma de decisiones y moviliza la actividad económica (Rose & Rose, 2024).

Independientemente del mecanismo de fijación del valor de la divisa, las autoridades monetarias se enfrentan a la trinidad imposible para lograr estabilidad financiera, pues solo puede lograr dos de estas tres acciones: control del valor de la divisa, control de la masa de dinero circulante y libre movilidad de capitales (Fleming, 1962; Mundell, 1963; Pantelopoulos, 2021). De hecho, empíricamente se ha encontrado que las intervenciones cambiarias funcionan de una manera más efectiva con menos apertura financiera e independencia monetaria limitada (Arango *et al.*, 2020). En este sentido, la intervención cambiaria en la demanda y oferta de divisas ha de considerar sus efectos en la inflación, tasa de interés, masa monetaria, inversión externa y los efectos en el comercio internacional.

Las decisiones de política cambiaria en Latinoamérica estuvieron influidas por el modelo estructuralista de la CEPAL (1948-1990), sustentada en las tesis de sustitución por importaciones de Prebisch (2012), en la cual se promovía la protección selectiva al comercio y la devaluación como estrategia para el equilibrio externo y el fomento de las exportaciones.

No obstante, en la década de 1980 el incremento del valor del petróleo y los costos de la deuda externa entre diferentes países de la región generaron un estancamiento económico, al cual se le denominó “la década perdida”, en donde reinaban los graves desequilibrios presupuestarios, sistemas financieros débiles, proteccionismo, manipulación cambiaria, restricciones a la inversión extranjera, rigidez laboral, empresas estatales ineficientes y derechos de propiedad mal definidos (Girón y Correa, 2021; Gómez *et al.*, 2023).

Debido al déficit externo, los países latinoamericanos buscaron apoyo de entidades financieras globales, como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, los cuales condicionaron estas ayudas a la implementación de un conjunto de cambios estructurales en la economía, la política y las instituciones, fuertemente alineados con principios de libre mercado, que tenían como propósito restablecer la estabilidad macroeconómica y potenciar el desarrollo económico, garantizando así la sostenibilidad de las transacciones internacionales en el mediano plazo (Martínez & Saade, 2023; McKinney, 2021; Sunkel & Zuleta, 1990). Es por este ajuste a los modelos de desarrollo que la política cambiaria se ha tornado hacia la relajación de los controles sobre la cotización monetaria.

A toda esta política de régimen flexible de los últimos 30 años, Gómez *et al.* (2023) la han conceptualizado como macroprudencial, dado que se enfoca en los riesgos sistémicos o aquellos que impactan la totalidad del entramado económico-bancario, no solo a instituciones individuales; busca limitar que el sistema financiero amplifique las fluctuaciones de la economía; utiliza diferentes instrumentos, como requerimientos de capital contracíclicos, límites al apalancamiento, provisiones dinámicas de crédito, entre otros; involucra y coordina diferentes autoridades (superintendencias, ministerios, banco central) y complementa con política monetaria y microprudencial.

El debate contemporáneo sobre política cambiaria en economías emergentes se centra en el "ciclo financiero global", concepto que describe el movimiento conjunto en valores de activos, flujos de capital y variables financieras causado por centros financieros, particularmente Estados Unidos y su política monetaria (Lastauskas & Nguyen, 2024). Por ejemplo, los efectos de cambios inesperados en tasas de interés estadounidenses no solo impactan directamente

a las economías emergentes, también se transmiten indirectamente a través de otros países afectados; la evidencia reciente muestra que las variables reales reaccionan con mayor intensidad en economías geográficamente cercanas a Estados Unidos (especialmente en América Latina frente a las de Asia) (Lastauskas & Nguyen, 2024). Sin embargo, las economías emergentes experimentan, además, acumulación de presión de depreciación en sus tipos de cambio bilaterales y efectivos, mientras las economías avanzadas muestran presión de apreciación, lo cual evidencia respuestas asimétricas ante choques externos similares (Glebocki & Saha, 2024).

En línea con estos hallazgos, Luangaram y Wongpunya (2024) aportan evidencia empírica que respalda la inclusión del tipo de cambio en las funciones de reacción de la política monetaria para economías emergentes con meta de inflación; los países con sistemas financieros menos desarrollados tienden a experimentar mayores pérdidas de producto asociadas con fluctuaciones cambiarias. Las economías emergentes con meta de inflación, pero con arreglos cambiarios menos flexibles, tienden a intervenir con mayor frecuencia en el mercado de divisas, lo cual confirma que persiste una tensión entre el objetivo de estabilidad de precios y la gestión del tipo de cambio.

Los mecanismos de transmisión de choques externos hacia estas economías han sido examinados por Cheng y You (2025), quienes identifican que los cambios en la tasa de política estadounidense inducidos por choques a la tasa natural de interés (asociados con determinantes estructurales como el progreso tecnológico, la demografía y la deuda pública) generan efectos diferenciados en economías emergentes, comparados con los choques inflacionarios. Estos efectos se amplifican mediante el canal de bonos domésticos y el canal de términos de intercambio; la evidencia empírica confirma la importancia del canal cambiario y respalda con solidez el canal financiero, aunque presenta un respaldo más débil para el canal comercial, probablemente debido a las vulnerabilidades financieras de las economías emergentes.

### 3. Metodología

El estudio utiliza un método descriptivo y analítico, combinando datos cuantitativos y cualitativos de fuentes documentales. La selección de literatura se basó en tres criterios que garantizan una visión integral del tema al combinar datos oficiales, perspectivas académicas y análisis comparativos internacionales: documentos oficiales del Banco de la República, investigaciones académicas de revistas indexadas sobre política cambiaria colombiana y estudios comparativos de economías emergentes. La investigación abarcó el periodo 1967-2023, utilizando bases de datos del Banco de la República, repositorios académicos y bibliotecas.

El análisis comparativo se desarrolló en tres etapas metodológicas. En la primera, se construyó una matriz de evolución identificando siete dimensiones clave (objetivos, instrumentos, efectividad, retos, contexto, lecciones e impacto) para cada periodo de la política cambiaria. En la segunda, se elaboró un análisis comparativo de respuestas a crisis, examinando los desencadenantes, contexto, instrumentos, objetivos y resultados de tres episodios críticos. En la tercera, se diseñaron indicadores cualitativos para evaluar la evolución del marco de política cambiaria, estableciendo criterios específicos derivados de la documentación analizada. Para cada etapa, se contrastó la información de múltiples fuentes documentales para asegurar la precisión y objetividad del análisis.

Respecto a los indicadores, cada uno se construyó mediante la evaluación de cuatro criterios específicos, calificados en una escala de 0 a 1, donde 0 representa la ausencia total del criterio y 1 su presencia óptima. Los criterios y sus ponderaciones se establecieron a partir del análisis documental realizado y los elementos identificados como cruciales en la implementación de la política cambiaria durante los periodos estudiados. El valor final de cada índice se obtiene mediante la suma ponderada de sus criterios constitutivos.

Este análisis enfrenta limitaciones inherentes al enfoque histórico-descriptivo adoptado. La heterogeneidad de criterios contables y estadísticos entre 1967 y 2023 dificulta la comparación directa de ciertas variables, por ejemplo, las reservas internacionales se midieron con estándares diferentes antes y después de 1991. Los índices cualitativos

propuestos, si bien permiten una evaluación sistemática, dependen de juicios del investigador al asignar ponderaciones a cada criterio, un proceso que, aunque basado en la documentación analizada, introduce cierto grado de subjetividad. Además, el estudio no incorpora análisis econométricos que podrían robustecer las inferencias causales entre intervenciones cambiarias y resultados macroeconómicos observados.

## **4. Resultados**

### **4.1. Transformación de la política cambiaria en Colombia: de la rigidez a la flexibilidad administrada**

A lo largo de un poco más de 50 años Colombia ha venido flexibilizando el manejo de su política cambiaria con diversos fines, los cuales se han transformado de acuerdo con las condiciones internas, externas y el modelo de desarrollo adoptado. A continuación, se describen cuatro periodos distinguibles del manejo de la política cambiaria en el país, junto con los comportamientos de la tasa de cambio.

#### **4.1.1. Periodo 1967-1991, minidevaluaciones sistemáticas**

La efectividad del régimen de minidevaluaciones se evalúa mediante tres criterios: primero, la capacidad de mantener estabilidad en el valor nominal de la divisa sin fluctuaciones abruptas que desestabilicen expectativas; segundo, el impacto sobre la competitividad externa medida a través del índice de tasa de cambio real (ITCR) y el desempeño de exportaciones no tradicionales; tercero, el costo en términos de autonomía monetaria, evaluado por la correlación entre acumulación de reservas internacionales y expansión del circulante. Estos criterios permiten distinguir entre estabilidad nominal (objetivo declarado) y estabilidad real (resultado macroeconómico).

Hasta el año 1967, Colombia operaba bajo un régimen de paridad monetaria constante, en el que las autoridades económicas determinaban el valor de la tasa de cambio (Sánchez *et al.*, 2005). 1960-1967 fue un periodo de inestabilidad internacional y se caracterizó por tener tasas de cambio diferenciales para el café, para las importaciones, para exportaciones de productos nuevos, para los turistas, entre otras; las cuales permanecían durante 3 a 4 años,

para luego alterarse de forma abrupta como respuesta al debilitamiento de su valor con la inflación (Vallejo, 2001).

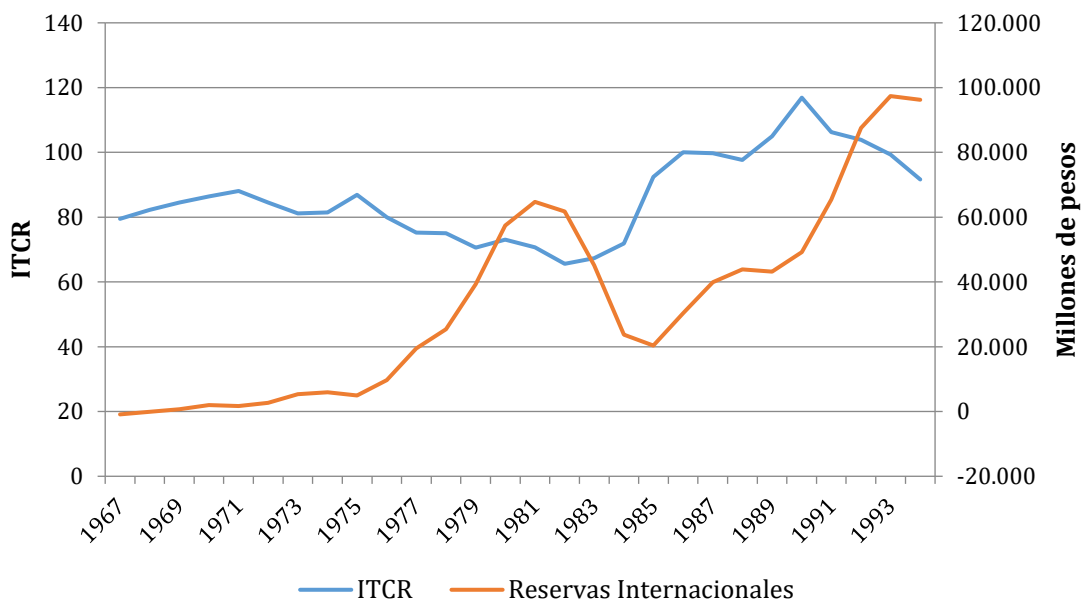
El Decreto-Ley 444 de 1967 marcó un punto de inflexión en la política cambiaria colombiana al introducir el sistema de minidevaluaciones sistemáticas (*crawling peg*) en reemplazo del sistema de cambio fijo, lo que generó una nueva estabilidad y llevó a considerar la devaluación como principal estímulo para las exportaciones (Villar & Esguerra, 2005). El decreto estableció diversos instrumentos para regular los movimientos de divisas, incluyendo el fomento a exportaciones mediante estímulos crediticios, restricciones a las importaciones, un esquema de distribución de divisas controlado por la autoridad monetaria, depósitos previos, reintegros anticipados por exportaciones, control excepcional a ciertas exportaciones y restricciones a la posesión y negociación de divisas, todo ello con el objetivo de mantener un manejo selectivo de las divisas del país (Lora, 1991).

Entre 1967 y 1974, esta política de ajustes graduales resultó en una depreciación efectiva del peso de aproximadamente 25 %, manteniendo la estabilidad de la divisa y contribuyendo, junto con los incentivos establecidos y el favorable contexto internacional, a un auge en las exportaciones no tradicionales (Lora, 1991). Un aspecto crucial en la evolución de esta política fue la consideración de factores macroeconómicos: si bien antes de 1971 no se tenía en cuenta la inflación del país ni las diferencias inflacionarias con socios comerciales, a partir de 1972 se comenzó a considerar especialmente la discrepancia entre la inflación estadounidense y la doméstica, debido al significativo incremento de esta última (Vallejo, 2001).

La figura 1 expone el índice de tasa de cambio real (ITCR), junto con el comportamiento de las reservas internacionales. Efectivamente, entre 1967 y 1975 el índice aumenta y se mantiene sobre 80,0 hasta 1975. Posteriormente, durante el último lustro de los años 70, se desaceleró el ritmo de los ajustes graduales en el valor de la moneda, con el fin de mitigar los efectos monetarios derivados del considerable incremento en las reservas de divisas del país (Lora, 1991). El ITCR llega a su punto más bajo en 1982, mientras que las reservas internacionales alcanzan su punto más alto en el mismo año.

Durante el auge cafetero de los 70, ante las limitaciones para regular el circulante, se implementaron dos instrumentos principales: los certificados de cambio y los títulos de ahorro cafetero (TAC), que podían ser negociados con descuento en la bolsa o vendidos al Banco de la República después de tres o cuatro meses (Vallejo, 2001). Como señalan Villar y Esguerra (2005), este sistema se mantuvo hasta que las condiciones internacionales lo hicieron innecesario, culminando con la desaparición de los TAC en 1979 y los certificados de cambio en 1980, una vez que los efectos positivos de la bonanza cafetera se disiparon (Vallejo, 2001).

**Figura 1.** Índice de tasa de cambio real (ITCR) 1967-1994



**Nota.** La figura evidencia cómo el ITCR y las reservas internacionales mantuvieron una relación inversa hasta 1982 —cuando la acumulación de divisas provocó apreciación real—, patrón que se revirtió después de 1986 al priorizar la competitividad exportadora sobre el manejo de reservas.

**Fuente.** Elaboración propia, a partir de López (1995) y Banco de la República (2023).

Sin embargo, de acuerdo con Lora (1991), al revaluarse la moneda en términos reales (ver figura 1), las ganancias obtenidas durante los primeros ocho años del régimen cambiario resultaron erosionadas por completo a comienzos de los 80, pues las exportaciones no tradicionales perdieron competitividad y, por lo tanto, el país. No fue sino hasta 1983 cuando

se reconoció plenamente la necesidad crucial de depreciar el valor efectivo de la divisa nacional, el ritmo de devaluaciones se acelera en 1983 y 1984 y alcanza el pico más alto en 1990; en datos de Vallejo (2001), el valor efectivo de la moneda nacional, en comparación con la divisa estadounidense, aumentó un 58 % entre 1983 y 1986. Después de 1986 la ITCR y las reservas internacionales tienen un comportamiento paralelo, siendo que antes de 1982 variaban inversamente. Básicamente, antes de 1982 el precio de la divisa se utilizó como un instrumento en función de las reservas internacionales, a partir de 1983 pasó a ser un elemento relevante en el impulso de las exportaciones no tradicionales.

Entre 1970 y 1979, según Romero y Mogollón (2007), el estatuto cambiario implementó diversos instrumentos de control: el Banco de la República participó en el mercado de títulos cambiarios como parte de la estrategia de devaluación gradual (*crawling peg*), se establecieron restricciones a las importaciones mediante topes y autorizaciones previas, se aumentaron los incentivos a las exportaciones, se facilitó la reestructuración de deudas externas tanto empresariales como particulares y se modificaron los plazos de las operaciones de importación, mientras se limitaban las autorizaciones de divisas para gastos de viaje. Adicionalmente, se estableció un sistema de tasas de cambio diferenciadas (privilegiadas para productos básicos e insumos productivos, y elevadas para bienes suntuarios), se implementaron medidas para promover exportaciones mediante la búsqueda de nuevos mercados, y se establecieron controles a la fuga de capitales mediante la prohibición de títulos financieros en divisas y restricciones a la negociación de moneda extranjera para transferencias internacionales de capital.

A partir de 1986, la política cambiaria se orientó hacia tres objetivos fundamentales: mantener suficientes reservas internacionales para cubrir obligaciones financieras e importaciones, impulsar la competitividad internacional de la industria nacional mediante el manejo de la paridad cambiaria mientras se estimulaba la producción de bienes sustitutos de importaciones y gestionar el tipo de cambio para evitar efectos adversos de precios y devaluación en la economía. Esta política se mantuvo hasta 1990, periodo durante el cual se enfatizó especialmente en la acumulación de reservas internacionales como mecanismo para

cumplir obligaciones crediticias, amortiguar choques externos y respaldar el proceso de sustitución de importaciones (Vallejo, 2001).

#### 4.1.2. Periodo 1991-1999, banda cambiaria

Durante esta fase, la efectividad se mide por la capacidad del sistema de bandas para absorber choques externos sin colapsar ni requerir ajustes frecuentes de los límites superior e inferior. Los indicadores incluyen: la frecuencia de toques de piso o techo de la banda (señal de tensión especulativa), el costo fiscal de defender la paridad mediante pérdida de reservas internacionales y la evolución de la brecha entre tasa de cambio observada y tasa de cambio de equilibrio estimada. También se considera el impacto sobre flujos de capital, ya que el régimen buscaba atraer inversión extranjera sin generar apreciación excesiva que perjudicara exportadores.

La política cambiaria de 1990-1999 marcó un punto de inflexión hacia la liberalización, implementando certificados de cambio (1991-1994) y posteriormente un régimen de bandas cambiarias (1994-1999), en contraste con el régimen de devaluación gradual que había operado desde 1967 hasta 1991. Como señala Urrutia (2002), este último sistema había sido efectivo para prevenir especulaciones contra el peso y proteger a los exportadores mediante ajustes graduales que evitaban fluctuaciones bruscas en el valor de la divisa, siendo además políticamente sostenible por su naturaleza progresiva. Sin embargo, el régimen presentó una desventaja significativa al generar presiones inflacionarias y complicaciones en el manejo monetario, ya que, durante las bonanzas de divisas, el Banco de la República se veía obligado a realizar emisiones y compras masivas de divisas, creando un efecto procíclico donde el aumento del ingreso nacional por entrada de divisas se veía acompañado de un incremento simultáneo en el circulante.

El alto costo de la política cambiaria de *crawling peg*, sumado a la globalización, condujo paulatinamente hacia una política de cambio más adaptable durante la década de 1990. En ese momento surge la Ley 9 de 1991, que tiene como objetivo dar cabida a las dinámicas de oferta y demanda en la fijación del valor de la divisa. Para ello, el país tomó medidas, como la eliminación del monopolio de las divisas, abriendo espacio al sector financiero nacional;

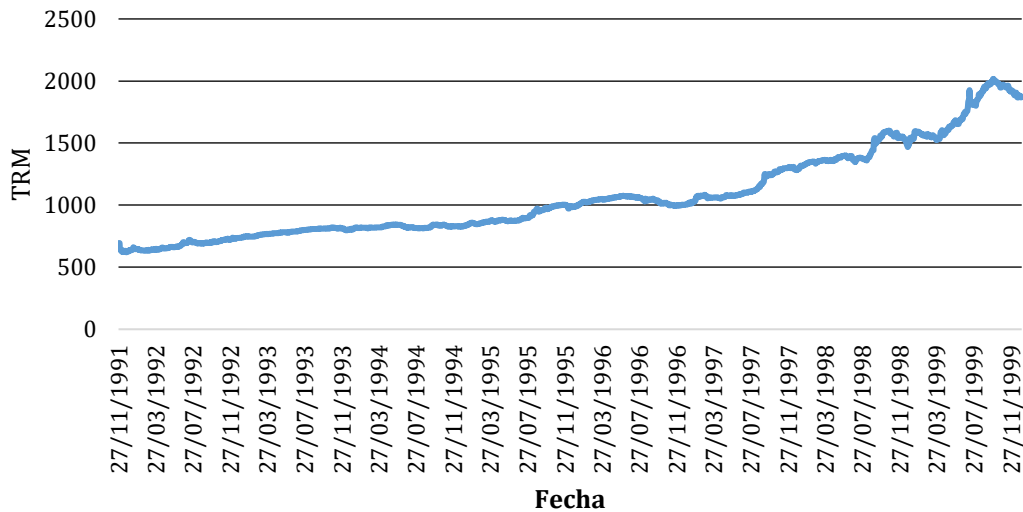
eliminación de los rigurosos controles al reintegro de los ingresos de exportaciones y al giro de divisas por importaciones, se autorizó el endeudamiento externo por parte de agentes privados y se creó un instrumento de intervención llamado certificado de cambio, mediante el cual adquiriría las divisas que ingresaban al país. Entre mediados de 1991 y principios de 1994, este mecanismo fungió como el recurso primordial del ente emisor nacional para influir en el mercado de divisas.

De acuerdo con Vallejo (2001), para controlar la inflación, se adoptó una estrategia que implicó posponer la transformación en efectivo de las reservas internacionales a través del uso del certificado de cambio. En esta medida, el ente emisor nacional optó por ampliar el periodo de vigencia de los mencionados instrumentos cambiarios, extendiendo su validez de un trimestre a doce meses. Sin embargo, dicho instrumento fue perdiendo eficacia, pues la entrada de recursos financieros persistió.

A inicios del año 1994, para poder restablecer el dominio sobre las variables monetarias, el ente emisor nacional eliminó los instrumentos de control cambiario previos, e implementó un mecanismo de franjas de fluctuación para la divisa, con el objetivo de fijar un valor base para la cotización nominal de la moneda y contrarrestar las preocupaciones del sector exportador por una posible apreciación del peso. Sin embargo, pese a los esfuerzos del emisor por evitar la revaluación de la tasa de cambio, al finalizar este mismo año, la tasa representativa del mercado alcanzó el piso de la banda (ver figura 2), lo cual conllevó a que este organismo revaluara la banda cambiaria.

Posteriormente, la crisis asiática generó reducciones de los flujos de capital, llevando a que la autoridad monetaria considerara que la tasa de cambio de equilibrio había cambiado, razón por la que en septiembre de 1998 devaluó la banda cambiaria (Urrutia, 2004). A su vez, el retiro de capitales en países emergentes se hizo más fuerte tras la crisis rusa, lo que volvió a forzar al alza la banda cambiaria en 1999. La figura 2 no solo expone la depreciación del valor de la moneda hasta 1998, sino su crecimiento acelerado entre 1998 y 1999.

**Figura 2.** Tasa representativa del mercado (TRM) diaria desde el 27 de noviembre de 1991 hasta el 31 de diciembre de 1999



**Nota.** El comportamiento de la TRM muestra tres momentos críticos del régimen de bandas: la revaluación inicial de 1994 que llevó la tasa al piso de la banda, el ajuste al alza de 1998 tras la crisis asiática, y la aceleración terminal de 1999 que precipitó el abandono del sistema.

**Fuente.** Banco de la República (2023).

#### 4.1.3. Periodo 1999-2023, flotación administrada

En el régimen de flotación administrada, la efectividad depende de criterios distintos a los de periodos previos, ya no se busca fijar o acotar el valor de la divisa, sino suavizar volatilidad excesiva y acumular reservas sin distorsionar la señal de mercado. Los indicadores relevantes son la volatilidad implícita en opciones cambiarias, la diferencia entre tasa *spot* y *forward* a distintos plazos, y la reacción del mercado ante anuncios de intervención del banco central. La efectividad se evidencia cuando las intervenciones modifican expectativas sin requerir montos masivos de divisas, un resultado que depende críticamente de la credibilidad institucional acumulada.

De acuerdo con Urrutia (2004), el sistema de bandas de cambio estaba generando problemas cuando la tasa llegaba a su límite superior, ya que en ese punto existían incentivos para adquirir reservas, con la expectativa de una futura devaluación que podría generar ganancias

a corto plazo. Esta conducta era reforzada debido a que los operadores eran conscientes de que el gobierno estaba interesado en la devaluación. Así mismo, los ajustes dentro del régimen de banda cambiaria aceleraron el deterioro de la actividad económica en su último año (Mesa y Ramos, 2003). Por ello, después de que el FMI ratificara los ajustes macroeconómicos, en septiembre de 1999 se liberó la tasa de cambio, entrando a un modelo de tipo de cambio flexible.

A partir de ese momento, el Banco de la República se orienta bajo objetivos de preservar una tasa de inflación reducida y constante, suavizar las fluctuaciones económicas y contribuir a la estabilidad financiera (Uribe, 2012). Motivo por el cual la intervención del valor de la divisa ahora es un instrumento más en función de estos objetivos macroeconómicos. Así, las metas que fija el Banco Central para intervenir en el mercado de divisas consisten en acumular un fondo de moneda extranjera para respaldar los compromisos del país con el exterior, amortiguar las variaciones cambiarias que puedan impulsar el alza de precios o impactar la actividad productiva, y atenuar la inestabilidad o los movimientos prolongados del valor de la moneda que lo desvíen de su senda prevista, que puedan comprometer la estabilidad financiera y macroeconómica (Banco de la República, 2025; Rincón *et al.*, 2020). Esto ayudó a superar la inflación moderada que había persistido por 25 años (Gómez *et al.*, 2023).

De esta manera, para resguardar la estabilidad económica en el corto y largo plazo, la autoridad monetaria utiliza intervenciones esterilizadas, que consiste en la adquisición o enajenación de la moneda extranjera en el mercado cambiario por parte del Banco Central, pero para mantener el control sobre la cantidad de dinero en circulación y evitar una expansión descontrolada de esta, la autoridad también lleva a cabo transacciones paralelas de venta de instrumentos financieros (como títulos de deuda pública) en el mercado interno. Así, el emisor preserva los tipos de interés en el valor que considera apropiado, alineado con el propósito de mantener un nivel de precios estable en la economía. Según lo señalado por Rincón *et al.* (2020), la participación del Banco Central en el mercado de divisas en Colombia siempre se ha esterilizado, atendiendo los objetivos de meta de inflación por la que se rige la política macroeconómica.

De acuerdo con Barón y Salcedo (2012), el nuevo sistema permite al mercado definir la tasa de cambio otorgando al emisor la facultad de operar en el mercado cambiario cada vez que considere necesario, lo que se denomina flotación sucia. Para ello, se desarrollaron otros instrumentos, como la intervención discrecional (no sujeta a ninguna regla, pero bajo la orientación de la junta directiva del Banco de la República) y las subastas de opción *put* y *call* para acumular y desacumular reservas internacionales, o para moderar las fluctuaciones excesivas en la cotización de la moneda local frente a otras divisas (Banco de la República, 2007).

Según el Banco de la República (2007), en el lapso que abarcó desde 1999 hasta 2002, se emplearon opciones de venta (también conocidas como opciones *put*) como mecanismo de intervención en el mercado de divisas para incrementar las reservas internacionales. Esto se llevó a cabo debido a que la entidad bancaria central se encontraba en el proceso de restablecer sus niveles óptimos de divisas internacionales, el cual se había mermado durante la recesión económica ocurrida a finales de los años 90 (ver tabla 1). En el periodo que comprende los últimos meses de 2002 y la primera mitad de 2003, se recurrió al uso de opciones *put* como herramienta financiera para reducir las reservas internacionales, y opciones *call* relacionadas con la volatilidad. Esto se llevó a cabo con el propósito de contrarrestar la depreciación del peso, que estaba respondiendo a la incertidumbre en los mercados como consecuencia de la llegada al poder de Luis Inácio Lula en Brasil y las limitaciones comerciales aplicadas por el gobierno venezolano a las exportaciones.

**Tabla 1.** Operaciones en el mercado de divisas clasificadas por tipo y época, expresadas en millones de USD

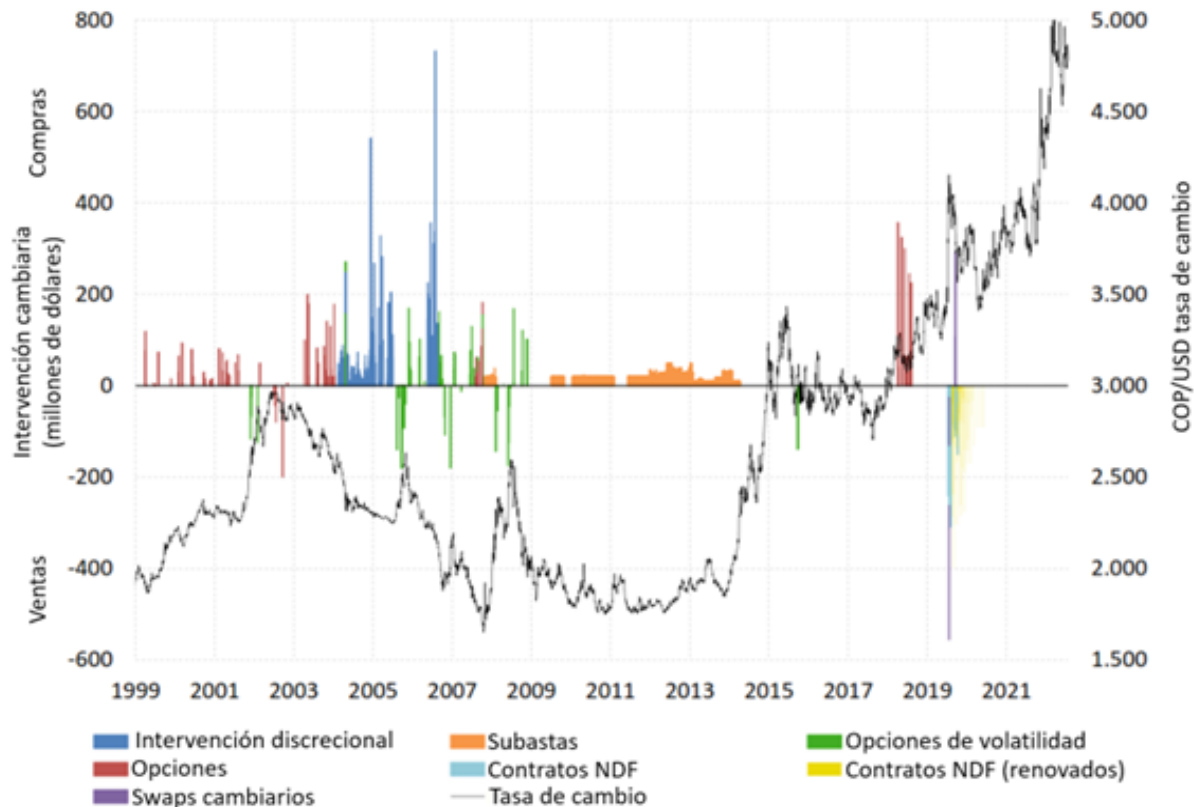
Método de operación en el mercado cambiario	Total	1999-2004	2005-2009	2010-2014	2015-2016	2017-2020
<b>Adquisiciones directas</b>	23.867	0	1.416	22.451	0	0
<b>Operaciones a criterio del banco central</b>						
Adquisiciones	11.708	1.325	10.383	0	0	0
<b>Contratos de opción para estabilizar fluctuaciones</b>						
Adquisiciones	2.373	180	2.193	0	0	0
Ventas	(2.330)	(414)	(1.916)	0	0	0
<b>Contratos de opción para incrementar fondos de reserva en moneda extranjera</b>						
Adquisiciones	3.355	2.905	450	0	0	10.244
Ventas	(600)	(345)	0	0	(256)	0
<b>Frecuencia de operaciones (porcentaje de días laborables)</b>	<b>39,4</b>	<b>11,0</b>	<b>33,0</b>	<b>85,1</b>	<b>0,3</b>	<b>ND</b>

**Nota.** Los datos muestran una transformación de instrumentos: mientras entre 1999-2004 predominaron opciones put/call para reconstruir reservas tras la crisis, después de 2010 las adquisiciones directas preanunciadas se convirtieron en el mecanismo preferido por su mayor transparencia y menor costo de implementación.

**Fuente.** Adaptado de Uribe (2016) y Banco de la República (2021).

En el periodo entre 2004 y 2008, debido a la valorización del peso (ver figura 3), el emisor llevó a cabo intervenciones discrecionales en el mercado de divisas. Durante el periodo comprendido entre 2004 y 2005, estas intervenciones alcanzaron un total de 4.700 millones de dólares. En 2006, estas acciones de intervención se llevaron a cabo en menor medida, incluyendo tanto derechos de compra (opciones *call*) como derechos de venta (opciones *put*). En el año 2007, debido a la intensa presión de valorización del peso, el banco central colombiano volvió a activar intervenciones discrecionales en el mercado de divisas, y entre enero y abril compró 4.527 millones de USD, un monto muy cercano a lo que había adquirido durante todo el año 2005. De esta manera, entre el año 2005 y 2009 la intervención discrecional ascendió a 10.383 millones de dólares (ver tabla 1).

**Figura 3.** Intervención cambiaria en Colombia y tasa de cambio, periodo I trimestre de 1999 – I trimestre de 2023



**Nota.** La figura contrasta dos patrones de intervención: acumulación sistemática mediante subastas preanunciadas entre 2008-2014 (barras azules) con menor volatilidad cambiaria, frente a intervenciones esporádicas en otros periodos asociadas a mayor dispersión en la tasa de cambio.

**Fuente.** Gómez et al. (2023).

Como lo indica el Banco de la República (2011), la intervención en el mercado cambiario entre 2008 y 2014 se realizó mediante subastas holandesas diarias con montos preestablecidos y anunciados públicamente, lo que permitió regular la disponibilidad de divisas, sin enfrentar directamente a especuladores ni señalar tasas de cambio objetivo. Este sistema, iniciado en junio de 2008 con compras mínimas de 20 millones de USD diarios para contrarrestar el debilitamiento global del dólar, resultó en la adquisición de 23,9 mil millones de USD hasta 2014, superando en más del 100 % las operaciones directas sin intermediarios, evidenciando una estrategia progresiva para enfrentar la apreciación del peso y aumentar responsablemente las reservas internacionales (ver tabla 1 y figura 3).

En octubre de 2018 se puso en marcha un plan de incremento de divisas extranjeras, como resultado de la adopción de una nueva metodología para estimar el nivel adecuado de reservas internacionales, teniendo en cuenta el aumento de la intervención de capitales foráneos en los mercados financieros de Colombia, el desbalance en las transacciones internacionales corrientes esperado, amortizaciones de los compromisos financieros internacionales del próximo año y estimación de posibles salidas de cartera de residentes y no residentes durante un año (Vargas *et al.*, 2019). Por lo anterior, en la figura 3 se observa un incremento de la acumulación de reservas finalizando el periodo 1999-2019, que equivale a 10.244 millones de dólares (ver tabla 1).

Durante la crisis sanitaria de 2020, ante la volatilidad cambiaria y la caída de los precios del petróleo, el Banco de la República implementó instrumentos modernos de intervención, como subastas de *swaps* y operaciones *forward*, facilitando la disponibilidad de dólares sin afectar las reservas internacionales y logrando estabilizar la tasa de cambio (Banco de la República, 2021; (Rincón *et al.*, 2020). La entidad también redujo la tasa de interés del 4,25 % al 1,75 % entre marzo de 2020 y septiembre de 2021, mantuvo medidas macroprudenciales previas y continuó acumulando reservas, marcando un contraste con el periodo 1999-2014, cuando la intervención en el mercado cambiario fue más frecuente y diversificada en sus instrumentos (ver figura 3).

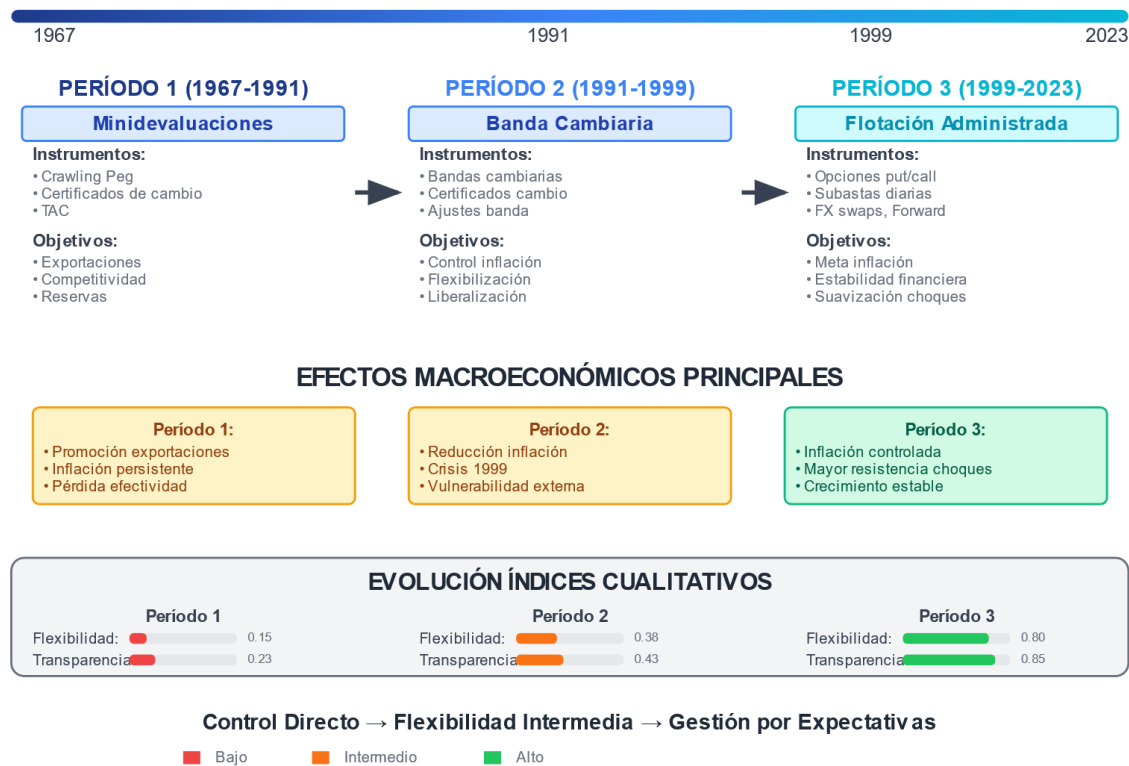
En el año 2023, el peso colombiano experimentó una fuerte apreciación, pasando de 4.810 a 3.822 pesos por dólar. Esta tendencia se atribuyó principalmente a dos factores: la reducción en la demanda de dólares debido a la desaceleración del mercado y flujo de capitales, y el efecto de las políticas monetarias restrictivas del emisor, incluyendo el aumento de la tasa de interés de referencia hasta el 13 % en diciembre de 2023, que no solo buscaba controlar la inflación hacia la meta del 3 %, sino que también hizo más atractivos los activos en pesos, contribuyendo a su apreciación (Banco de la República, 2024).

En conjunto, los instrumentos utilizados durante este periodo han sido licitaciones de opciones de compra o venta para gestionar reservas (desde 1999), subastas para controlar fluctuaciones del tipo de cambio (desde 2002), subastas de compra de divisas (2008-2014)

y compras directas discrecionales (2004-2007). Durante la pandemia, se incorporaron nuevos instrumentos como contratos *forward* sin entrega física (NDF) y *swaps* cambiarios. Además, Echavarría *et al.* (2018) y Kuersteiner *et al.* (2018), demostraron que las restricciones a flujos monetarios tienen un impacto positivo en la cotización de divisas y potencian el efecto de la intervención cambiaria, validando su uso como instrumento de política.

La figura 4 sintetiza la evolución institucional de la política cambiaria colombiana entre 1967 y 2023, mediante tres periodos diferenciados por sus regímenes, instrumentos y efectos macroeconómicos. El esquema visualiza la transición desde el sistema de minidevaluaciones sistemáticas (1967-1991) hacia la banda cambiaria (1991-1999) y posteriormente al régimen de flotación administrada (1999-2023); asimismo, presenta la evolución de los índices cualitativos de flexibilidad y transparencia, que demuestran el fortalecimiento progresivo del marco institucional. La progresión de efectos macroeconómicos evidencia el tránsito desde resultados mixtos en los primeros periodos, hacia un desempeño más estable en la etapa actual de gestión basada en expectativas.

**Figura 4.** Evolución de la política cambiaria en Colombia (1967-2023)



**Nota.** La figura sintetiza la arquitectura conceptual del estudio al conectar tres dimensiones de análisis: la transformación de instrumentos y objetivos en cada régimen (nivel superior), sus efectos macroeconómicos diferenciados (nivel medio), y la mejora progresiva en flexibilidad y transparencia institucional (nivel inferior), evidenciando el tránsito desde mecanismos de control directo hacia un sistema de gestión basado en expectativas, donde la credibilidad del Banco Central opera como ancla de estabilidad.

**Fuente.** Elaboración propia.

## 4.2. Análisis comparado de la política cambiaria en Colombia: patrones, respuestas y evolución institucional

Para complementar el análisis histórico de la política cambiaria en Colombia, esta sección desarrolla tres elementos analíticos que permiten una mejor comprensión de las transformaciones ocurridas entre 1967 y 2023. Primero, se presenta una matriz comparativa que examina la evolución de instrumentos y objetivos a través de los tres periodos principales. Segundo, se analizan las respuestas de política ante tres crisis económicas relevantes para evaluar la capacidad de adaptación del marco cambiario. Tercero, se propone

una evaluación cualitativa mediante indicadores que permiten medir aspectos clave como flexibilidad, coherencia y transparencia de la política cambiaria.

#### 4.2.1. Evolución de los instrumentos y objetivos de política cambiaria, 1967-2023

La matriz comparativa examina siete dimensiones que permiten identificar no solo los cambios en los mecanismos de intervención monetaria, sino también cómo estos se relacionaron con el contexto económico de cada periodo y sus resultados (ver tabla 2). La comparación sistemática facilita la identificación de patrones de evolución en el manejo cambiario y la evaluación de la efectividad de diferentes enfoques de política.

**Tabla 2.** Comparación de los instrumentos y objetivos de política cambiaria según periodos y dimensiones de análisis

Dimensión de Análisis	Minidevaluaciones (1967-1991)	Banda Cambiaria (1991-1999)	Flotación Administrada (1999-2023)
<b>Objetivos principales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Promover exportaciones no tradicionales.</li> <li>- Mantener competitividad externa.</li> <li>- Acumular reservas internacionales.</li> <li>- Control de divisas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Control inflacionario.</li> <li>- Flexibilización gradual del mercado cambiario.</li> <li>- Liberalización económica.</li> <li>- Ajuste a nueva apertura económica.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Estabilidad macroeconómica.</li> <li>- Meta de inflación.</li> <li>- Estabilidad financiera.</li> <li>- Suavización de choques externos.</li> </ul>
<b>Instrumentos utilizados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Crawling peg</i>.</li> <li>- Certificados de cambio.</li> <li>- Títulos de ahorro cafetero (TAC).</li> <li>- Depósitos previos.</li> <li>- Reintegros anticipados.</li> <li>- Control a posesión de divisas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Certificados de cambio.</li> <li>- Bandas cambiarias.</li> <li>- Intervenciones directas.</li> <li>- Ajustes a la banda.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Opciones <i>put/call</i>.</li> <li>- Intervenciones discrecionales.</li> <li>- Subastas diarias preanunciadas.</li> <li>- <i>FX swaps</i>.</li> <li>- Compras directas.</li> <li>- <i>Forward</i> sin entrega física.</li> </ul>
<b>Efectividad</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Exitoso en promoción inicial de exportaciones.</li> <li>- Pérdida de efectividad por revaluación real.</li> <li>- Logró estabilidad cambiaria.</li> <li>- Limitaciones en control monetario.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Funcionó en transición a un régimen más flexible.</li> <li>- Vulnerabilidad ante crisis externas.</li> <li>- Pérdida de credibilidad al final del periodo.</li> <li>- Costos altos de defensa de la banda.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mayor capacidad de ajuste ante choques.</li> <li>- Mejor control inflacionario.</li> <li>- Acumulación efectiva de reservas.</li> <li>- Menor vulnerabilidad externa.</li> </ul>
<b>Retos enfrentados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Alta inflación.</li> <li>- Bonanza cafetera.</li> <li>- Control monetario limitado.</li> <li>- Desequilibrios comerciales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Crisis financiera internacional.</li> <li>- Presiones especulativas.</li> <li>- Pérdida de reservas.</li> <li>- Crisis económica interna.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Volatilidad cambiaria.</li> <li>- Crisis financiera global.</li> <li>- Pandemia covid-19.</li> <li>- Choques petroleros.</li> </ul>
<b>Contexto económico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Modelo de sustitución de importaciones.</li> <li>- Economía cerrada.</li> <li>- Control estatal del comercio exterior.</li> <li>- Bonanza cafetera.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Apertura económica.</li> <li>- Liberalización financiera.</li> <li>- Reformas estructurales.</li> <li>- Crisis asiática y rusa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Globalización financiera.</li> <li>- Economía de mercado.</li> <li>- Integración financiera internacional.</li> <li>- Volatilidad global.</li> </ul>

Dimensión de Análisis	Minidevaluaciones (1967-1991)	Banda Cambiaria (1991-1999)	Flotación Administrada (1999-2023)
<b>Lecciones aprendidas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Necesidad de flexibilidad cambiaria.</li> <li>- Importancia del control inflacionario.</li> <li>- Limitaciones del control estatal.</li> <li>- Costos de rigidez cambiaria.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vulnerabilidad de regímenes intermedios.</li> <li>- Importancia de credibilidad.</li> <li>- Costos de defender bandas.</li> <li>- Necesidad de mayor flexibilidad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ventajas de la flexibilidad cambiaria.</li> <li>- Importancia de intervenciones preanunciadas.</li> <li>- Efectividad de política macroprudencial.</li> <li>- Valor de reservas internacionales.</li> </ul>
<b>Impacto macroeconómico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Promoción inicial de exportaciones.</li> <li>- Inflación persistente.</li> <li>- Acumulación de reservas.</li> <li>- Crecimiento del sector externo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reducción gradual de la inflación.</li> <li>- Crisis económica 1999.</li> <li>- Pérdida de reservas.</li> <li>- Ajuste estructural.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inflación controlada.</li> <li>- Mayor resistencia a choques.</li> <li>- Crecimiento más estable.</li> <li>- Mejor posición externa.</li> </ul>

**Nota.** La matriz revela que la diversificación de instrumentos disponibles aumentó en cada transición de régimen, aunque la efectividad mejoró principalmente cuando los objetivos de política se alinearon con metas macroeconómicas más amplias, en lugar de centrarse exclusivamente en el nivel de la tasa de cambio.

**Fuente.** Elaboración propia.

Este análisis muestra una progresión desde un enfoque centrado en el control directo del tipo de cambio hacia un marco más flexible y orientado a objetivos macroeconómicos más amplios. Los instrumentos evolucionaron desde mecanismos de control directo, como el *crawling peg*, hacia herramientas de mercado como las opciones y subastas. La efectividad de las intervenciones mejoró con la adopción de instrumentos más sofisticados y el fortalecimiento institucional. Los retos enfrentados en cada periodo llevaron al desarrollo de nuevas capacidades y al aprendizaje institucional, resultando en un marco de política más robusto y adaptable. Esta evolución refleja tanto el cambio en el modelo económico del país como el desarrollo de la capacidad técnica del Banco de la República.

#### 4.2.2. Respuestas de política cambiaria ante crisis: un análisis comparativo

El análisis de las respuestas ante crisis examina cómo la política cambiaria se adaptó frente a tres choques económicos clave: la crisis de los años 90, la crisis financiera global de 2008-2009 y la crisis del covid-19. Esta comparación permite evaluar la capacidad de respuesta del marco institucional y la efectividad de diferentes instrumentos de intervención bajo distintos escenarios de estrés económico. En la tabla 3 se analizan los desencadenantes externos e internos, los instrumentos de intervención utilizados, los objetivos perseguidos y los resultados observados en términos de estabilidad cambiaria y macroeconómica.

**Tabla 3.** Comparación de los instrumentos y objetivos de política cambiaria según periodos y dimensiones de análisis

Elemento de análisis	Crisis de los 90	Crisis financiera global 2008-2009	Crisis covid-19, 2020
<b>Desencadenantes externos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Crisis asiática y rusa.</li> <li>- Salida de capitales de mercados emergentes.</li> <li>- Caída de precios de <i>commodities</i>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Crisis hipotecaria en EE. UU.</li> <li>- Contracción del comercio global.</li> <li>- Aversión al riesgo en mercados emergentes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Choque sanitario global.</li> <li>- Caída de precios del petróleo.</li> <li>- Disrupciones en cadenas globales.</li> </ul>
<b>Contexto interno</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Régimen de banda cambiaria.</li> <li>- Altos niveles de deuda externa.</li> <li>- Sistema financiero vulnerable.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Régimen de flotación.</li> <li>- Mayores reservas internacionales.</li> <li>- Sistema financiero más robusto.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Régimen de flotación consolidado.</li> <li>- Posición externa más sólida.</li> <li>- Marco institucional fortalecido.</li> </ul>
<b>Instrumentos utilizados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ajustes a la banda cambiaria.</li> <li>- Intervención directa.</li> <li>- Aumento de tasas de interés.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Opciones <i>put/call</i>.</li> <li>- Subastas diarias preanunciadas.</li> <li>- Intervenciones discrecionales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Swaps</i> cambiarios (FX <i>swaps</i>).</li> <li>- <i>Forward</i> sin entrega física (NDF).</li> <li>- Operaciones de liquidez.</li> </ul>
<b>Objetivos principales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Defender la banda cambiaria.</li> <li>- Contener la devaluación.</li> <li>- Preservar reservas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Moderar la volatilidad cambiaria.</li> <li>- Acumular reservas.</li> <li>- Mantener la liquidez del mercado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Asegurar liquidez en dólares.</li> <li>- Mantener estabilidad cambiaria.</li> <li>- Apoyar el comercio exterior.</li> </ul>
<b>Resultados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Abandono del régimen de banda</li> <li>- Pérdida de reservas.</li> <li>- Recesión económica.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Estabilización del mercado cambiario</li> <li>- Acumulación de reservas.</li> <li>- Recuperación gradual.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Estabilización del mercado.</li> <li>- Preservación de reservas.</li> <li>- Recuperación del comercio exterior.</li> </ul>

**Nota.** La comparación entre crisis demuestra que la disponibilidad de instrumentos modernos (*swaps*, *forwards* sin entrega física) durante el covid-19 permitió estabilizar el mercado sin comprometer reservas internacionales, resultado inalcanzable durante la crisis de los 90 con el limitado arsenal de política entonces disponible.

**Fuente.** Elaboración propia.

El análisis de estas tres crisis muestra una evolución en la capacidad de respuesta de la política cambiaria colombiana. Durante la crisis de los 90, la rigidez del régimen de banda cambiaria limitó las opciones de política y resultó en costos económicos elevados. En contraste, durante la crisis financiera global y la crisis del covid-19, el régimen de flotación administrada permitió mayor flexibilidad en el uso de instrumentos y una mejor absorción de los choques externos. La diversificación de instrumentos de intervención y el fortalecimiento del marco institucional contribuyeron a mantener la estabilidad cambiaria, sin comprometer las reservas internacionales o la recuperación económica.

#### 4.2.3. Evaluación cualitativa de la política cambiaria

La evaluación cualitativa propone cuatro índices que miden aspectos centrales de la política cambiaria: flexibilidad, capacidad de respuesta a choques, coherencia y transparencia. El Índice de Flexibilidad de Política Cambiaria (IFLEX) refleja la transformación fundamental del marco cambiario colombiano. Durante 1967-1991, la baja puntuación (0.15) evidencia las limitaciones del sistema de minidevaluaciones, donde los ajustes predeterminados restringían la capacidad de respuesta ante cambios en el entorno económico. El periodo de banda cambiaria (0.38) representó una fase de transición, introduciendo elementos de mercado, pero manteniendo controles significativos que probaron ser costosos durante periodos de estrés económico. En el régimen actual (0.80), la combinación de flotación con intervenciones selectivas ha permitido balancear la flexibilidad del mercado con la capacidad de influir en la dinámica cambiaria cuando los objetivos de política lo requieren.

**Tabla 4.** Cálculo del índice de flexibilidad de política cambiaria (IFLEX) para cada periodo de análisis

Criterio	Ponderación	Periodo		
		1967-1991	1991-1999	1999-2023
Capacidad de ajuste autónomo del tipo de cambio	0,25	0,1	0,3	0,8
Diversidad de instrumentos disponibles	0,25	0,3	0,5	0,9
Grado de intervención del banco central	0,25	0,1	0,3	0,7
Libertad de mercado en la determinación del tipo de cambio	0,25	0,1	0,4	0,8
<b>IFLEX total</b>		<b>0,15</b>	<b>0,38</b>	<b>0,80</b>

**Nota.** El incremento del índice desde 0,15 hasta 0,80, cuantifica la transición hacia un marco cambiario que privilegia la capacidad de ajuste del mercado sobre el control administrativo, aunque mantiene espacios de intervención selectiva ante disfuncionalidades temporales.

**Fuente.** Elaboración propia.

El índice de capacidad de respuesta a choques (IRESC) muestra cómo evolucionó la capacidad institucional para manejar perturbaciones. En el periodo inicial (0,28), el régimen de minidevaluaciones limitaba las opciones de respuesta, como se evidenció durante la bonanza cafetera, donde los instrumentos disponibles resultaron insuficientes para manejar los flujos de divisas. La etapa de banda cambiaria (0,40) introdujo nuevos mecanismos, pero mantuvo rigideces que complicaron el manejo de las crisis de los 90. El periodo actual (0,80) ha

demostrado mayor adaptabilidad, ejemplificada en la introducción de instrumentos como los FX *swaps* durante la pandemia, y la capacidad de mantener la estabilidad cambiaria sin comprometer otros objetivos de política.

**Tabla 5.** Cálculo del índice de capacidad de respuesta a choques (IRESC) para cada periodo de análisis

Criterio	Ponderación	Periodo		
		1967-1991	1991-1999	1999-2023
<b>Velocidad de ajuste ante choques</b>	0,30	0,2	0,4	0,8
<b>Variedad de mecanismos de respuesta</b>	0,25	0,3	0,5	0,9
<b>Efectividad de las intervenciones</b>	0,25	0,4	0,3	0,7
<b>Coordinación con otras políticas</b>	0,20	0,2	0,4	0,8
<b>IRESC total</b>		<b>0,28</b>	<b>0,40</b>	<b>0,80</b>

**Nota.** El salto más pronunciado del índice ocurre entre el segundo y tercer periodo (0,40 a 0,80), coincidiendo con la adopción de esquema de inflación objetivo que dotó al banco central de mayor autonomía para coordinar política monetaria y cambiaria ante choques externos.

**Fuente.** Elaboración propia.

El índice de coherencia de política cambiaria (ICOH) destaca la evolución en la integración de objetivos de política. Durante 1967-1991 (0,45), la política cambiaria servía principalmente al modelo de sustitución de importaciones, con objetivos a veces contradictorios entre promoción de exportaciones y estabilidad de precios. En la fase de banda cambiaria (0,47), la coherencia mejoró marginalmente, pero persistieron tensiones entre los objetivos de estabilidad cambiaria y autonomía monetaria. El periodo actual (0,80) muestra una mayor alineación entre política cambiaria, monetaria y macroprudencial, con objetivos claros dentro del esquema de inflación objetivo.

**Tabla 6.** Cálculo del índice de coherencia de política cambiaria (ICOH) para cada periodo de análisis

Criterio	Ponderación	Periodo		
		1967-1991	1991-1999	1999-2023
<b>Alineación con objetivos macroeconómicos</b>	0,30	0,4	0,5	0,8
<b>Consistencia de instrumentos</b>	0,25	0,5	0,4	0,7
<b>Claridad de propósitos</b>	0,25	0,6	0,5	0,9
<b>Coordinación institucional</b>	0,20	0,3	0,5	0,8
<b>ICPC total</b>		<b>0,45</b>	<b>0,47</b>	<b>0,80</b>

**Nota.** El índice muestra una mejora marginal entre los dos primeros periodos (0,45 a 0,47) pese al cambio de régimen, pues persistieron tensiones entre objetivos cambiarios y monetarios, hasta que el abandono de la banda en 1999 resolvió esta inconsistencia estructural.

**Fuente.** Elaboración propia.

El índice de transparencia en implementación (ITRAN) revela la transformación más sustancial en el marco institucional. La baja puntuación del periodo inicial (0,23) refleja la opacidad en las decisiones de devaluación y la limitada rendición de cuentas. Durante la banda cambiaria (0,43), aunque mejoró la comunicación de los parámetros del sistema, las decisiones de ajuste de la banda frecuentemente generaban incertidumbre. El régimen actual (0,85) ha establecido prácticas de comunicación claras, intervenciones preanunciadas y reportes detallados de política, fortaleciendo la credibilidad del marco cambiario.

**Tabla 7.** Cálculo del Índice de Transparencia en Implementación (ITRAN) para cada periodo de análisis

Criterio	Ponderación	Periodo		
		1967-1991	1991-1999	1999-2023
Claridad en comunicación	0,30	0,2	0,4	0,9
Predictibilidad de acciones	0,25	0,3	0,5	0,8
Disponibilidad de información	0,25	0,2	0,4	0,9
Rendición de cuentas	0,20	0,2	0,4	0,8
<b>ITI total</b>		<b>0,23</b>	<b>0,43</b>	<b>0,85</b>

**Nota.** La transparencia registra la evolución más dramática entre todas las dimensiones evaluadas (0,23 a 0,85), reflejando el tránsito desde un sistema opaco de devaluaciones discrecionales hacia un marco donde las reglas de intervención se comunican explícitamente y las decisiones se documentan públicamente.

**Fuente.** Elaboración propia.

El índice compuesto de política cambiaria (ICOMP) captura la evolución del marco institucional en su conjunto. El periodo 1967-1991 (0,27) refleja las limitaciones de un sistema centrado en el control directo del tipo de cambio. La fase de banda cambiaria (0,42) representó un avance institucional importante, pero insuficiente ante los desafíos de la apertura económica y la integración financiera internacional. El régimen actual (0,81) muestra la maduración del marco de política, con capacidades institucionales robustas, aunque con espacios de mejora en la efectividad de las intervenciones y la coordinación entre objetivos de política.

**Tabla 8.** Cálculo del índice compuesto de política cambiaria (ICOMP) para cada periodo de análisis

Criterio	Ponderación	Periodo		
		1967-1991	1991-1999	1999-2023
IFLEX	30 %	0,045	0,114	0,240
IRES	25 %	0,070	0,100	0,200
ICOH	25 %	0,113	0,118	0,200
ITRAN	20 %	0,046	0,086	0,170
<b>ICOMP total</b>	<b>100 %</b>	<b>0,27</b>	<b>0,42</b>	<b>0,81</b>

**Nota.** El índice compuesto valida la hipótesis de progreso institucional sostenido, aunque la distancia aún existente respecto al máximo teórico (0,81 frente a 1,00), advierte sobre espacios de mejora en la coordinación de instrumentos y la anticipación de riesgos derivados de la innovación financiera digital.

**Fuente.** Elaboración propia.

Los indicadores propuestos revelan que la maduración del marco de política cambiaria en Colombia no ha sido un proceso lineal ni uniforme. Si bien el régimen actual muestra avances sustanciales en todas las dimensiones evaluadas, persisten desafíos inherentes al manejo cambiario en una economía emergente integrada a los mercados globales. La experiencia colombiana sugiere que el desarrollo de capacidades institucionales, debe ir acompañado de una continua adaptación de instrumentos y estrategias ante la evolución de los mercados financieros y la aparición de nuevos riesgos externos.

La comparación sistemática entre los tres periodos permite identificar un patrón: la efectividad de la política cambiaria aumenta cuando la institucionalidad privilegia transparencia sobre discrecionalidad. El régimen de minidevaluaciones (1967-1991) logró una estabilidad nominal, pero sacrificó la autonomía monetaria; el sistema de bandas (1991-1999) introdujo flexibilidad parcial, aunque resultó vulnerable ante la especulación; la flotación administrada (1999-2023) ha equilibrado mejor estos objetivos al combinar flexibilidad de mercado con intervenciones predecibles. Los índices compuestos muestran mejoras consistentes en las cuatro dimensiones evaluadas, aunque persiste el desafío de coordinar la política cambiaria con otros instrumentos macroprudenciales en un contexto de creciente integración financiera global.

## 5. Discusión

La transformación de la política cambiaria en Colombia refleja un tránsito institucional desde un sistema centrado en el control directo hacia un marco más sofisticado, flexible y adaptativo. El análisis mediante índices cualitativos muestra una mejora sustancial en todas las dimensiones evaluadas durante los últimos 50 años, evidenciando un fortalecimiento en la capacidad de respuesta institucional, la coherencia en la implementación de políticas y la transparencia en la toma de decisiones. Sin embargo, como señalan Gómez *et al.* (2023), este desarrollo institucional no ha seguido una trayectoria lineal, sino que ha requerido ajustes continuos ante los cambiantes desafíos macroeconómicos y las condiciones del mercado global. La evidencia sugiere que el fortalecimiento del marco institucional ha sido particularmente notable en aspectos como la flexibilidad operativa y la capacidad de integrar objetivos múltiples de política económica, aunque persisten retos en la efectividad de las intervenciones y la coordinación de instrumentos de política.

La evidencia empírica sobre la efectividad de las intervenciones cambiarias presenta resultados mixtos. Por un lado, Rincón *et al.* (2020) encuentran que las intervenciones tienen efectos mínimos o temporales sobre el tipo de cambio, con impactos que raramente superan las 48 horas. En contraste, Echavarría *et al.* (2018) documentan que las intervenciones preanunciadas y sistemáticas (2008-2012) fueron significativamente más efectivas que las discrecionales (2004-2007), sugiriendo que la predictibilidad y transparencia mejoran la eficacia de la política cambiaria. Esta divergencia en resultados puede explicarse por lo que Parra *et al.* (2022) identifican como alta volatilidad y predominancia de factores externos sobre los domésticos en la determinación del tipo de cambio.

El análisis comparativo de respuestas a crisis revela una evolución en la capacidad institucional para manejar choques externos. Como argumentan Carrillo y Díaz (2023), la flexibilización del régimen cambiario ha permitido mayor capacidad de ajuste y estabilidad macroeconómica. Esta observación se refuerza al contrastar las respuestas durante la crisis de los 90, donde la rigidez del sistema de bandas amplificó los efectos negativos, con la gestión durante la crisis del covid-19, donde nuevos instrumentos como los FX *swaps*

permitieron mantener la estabilidad sin comprometer las reservas internacionales. No obstante, Ojeda y Romero (2023) advierten que el sistema cambiario colombiano mantiene una alta vulnerabilidad ante incertidumbres políticas globales.

Los hallazgos tienen aplicaciones concretas para la gestión corporativa. Las empresas que operan en sectores transables deben ajustar sus estrategias de cobertura cambiaria en función del régimen vigente, bajo flotación administrada, los derivados financieros resultan más eficaces que bajo sistemas de bandas, donde las discontinuidades en política generaban riesgos de cola difíciles de cubrir. Asimismo, la mayor predictibilidad de las intervenciones actuales reduce la prima de riesgo en contratos de largo plazo denominados en dólares; esto facilita la planificación de inversiones en activos importados y la estructuración de deuda externa, aunque obliga a monitorear continuamente las señales del Banco de la República sobre sus intenciones de intervención.

Los directores financieros pueden operacionalizar estos hallazgos en decisiones concretas de tesorería y gestión de riesgos. La evidencia sobre la mayor efectividad de intervenciones preanunciadas implica que las proyecciones de flujo de caja en moneda extranjera deben incorporar las señales del Banco de la República sobre próximas subastas o compras directas; esta información reduce la incertidumbre en la valoración de activos y pasivos dolarizados. Los gerentes de comercio exterior, por su parte, pueden optimizar el momento de reintegro de divisas por exportaciones al anticipar movimientos cambiarios asociados con ciclos de acumulación de reservas, mientras que las decisiones de endeudamiento externo se benefician al considerar el historial de volatilidad cambiaria en cada régimen para estimar costos esperados de servicio de deuda.

La mejora en los índices de transparencia y coherencia sugiere un fortalecimiento sustancial del marco institucional. Como señalan Villamizar (2018) y Gómez *et al.* (2023), esto ha permitido una mejor coordinación entre objetivos monetarios y cambiarios bajo el esquema de inflación objetivo. No obstante, Ali y Anwar (2022) argumentan que las economías emergentes enfrentan desafíos particulares en la gestión cambiaria, debido a primas de

riesgo variables y choques externos frecuentes, lo que puede limitar la efectividad de la política aun con marcos institucionales sólidos.

La interpretación de los resultados debe considerar las limitaciones de las fuentes históricas utilizadas. Antes de 1991, la información sobre operaciones cambiarias del Banco de la República presenta vacíos documentales —en particular respecto a intervenciones no oficiales o acuerdos informales con operadores financieros— que pueden subestimar la magnitud real de las acciones de política. Las series de reservas internacionales experimentaron ajustes metodológicos en 1994 y 2003 que complican las comparaciones intertemporales. Tampoco fue posible incorporar datos sobre contratos *forward* o *swaps* anteriores a 1999, pues estos instrumentos no existían o no se reportaban sistemáticamente, limitando la evaluación de opciones de política disponibles en periodos tempranos.

La experiencia colombiana sugiere que el éxito de la política cambiaria depende no solo de la elección del régimen, sino de la capacidad institucional para implementarlo efectivamente. Como argumentan Arango *et al.* (2020), la efectividad de las intervenciones cambiarias está condicionada por el contexto macroeconómico y la credibilidad institucional. El incremento en el índice de flexibilidad ha permitido mayor capacidad de respuesta ante choques, pero como señalan Kuersteiner *et al.* (2018), la efectividad de las intervenciones depende crucialmente de su diseño y ejecución.

Los desafíos futuros para la política cambiaria colombiana incluyen la gestión de nuevos riesgos derivados de la innovación financiera y la creciente integración global. Como sugiere Pantelopoulos (2021), las restricciones del trilema monetario siguen siendo relevantes, incluso con marcos operativos modernos. En este contexto, la experiencia colombiana demuestra la importancia de mantener un equilibrio entre flexibilidad y capacidad de intervención, mientras se fortalece continuamente el marco institucional para enfrentar nuevos desafíos.

## 6. Conclusiones

La evolución de la política cambiaria en Colombia durante el periodo 1967-2023 muestra una transformación fundamental desde un sistema de control directo hacia un marco más sofisticado y flexible, caracterizada por una adaptación gradual influenciada por cambios en el contexto económico global, crisis internacionales y la modernización institucional del país. Se identificaron tres fases distintivas en el desarrollo de instrumentos de intervención cambiaria: control directo (1967-1991), intermediación de mercado (1991-1999) y gestión basada en expectativas (1999-2023). Esta evolución refleja no solo cambios técnicos, sino una transformación fundamental en la comprensión de cómo funciona la política cambiaria en mercados financieros modernos.

La evaluación mediante índices compuestos revela un fortalecimiento institucional progresivo, caracterizado por periodos de adaptación ante nuevos desafíos económicos y una creciente sofisticación de instrumentos. El análisis comparativo demuestra que la efectividad de las intervenciones cambiarias ha estado más vinculada a la predictibilidad y transparencia institucional que al régimen específico adoptado, como se evidencia particularmente durante el periodo 2008-2014, donde la credibilidad institucional demostró ser más determinante que el tipo de intervención utilizado. Esta evolución presenta diferentes velocidades de implementación y efectividad según el contexto macroeconómico enfrentado.

El análisis de respuestas ante crisis demuestra un aprendizaje institucional amplio. La comparación de la gestión durante la crisis de los 90, la crisis financiera global y la pandemia del covid-19 evidencia una mejora progresiva en la capacidad de respuesta y en la efectividad de los instrumentos utilizados. Notablemente, la velocidad de recuperación poscrisis se redujo significativamente con cada transición de régimen cambiario, demostrando una mayor resiliencia económica bajo el sistema actual.

Las empresas colombianas con exposición cambiaria pueden extraer lecciones operativas de esta evolución institucional. La transición hacia una mayor transparencia y predictibilidad en las intervenciones del Banco de la República ha modificado el entorno para la toma de decisiones de cobertura financiera, planificación de importaciones y estrategias de precios

en mercados externos; los directores financieros disponen ahora de señales más claras para estructurar derivados cambiarios o ajustar posiciones en moneda extranjera. Esta investigación también aporta al campo de la administración pública al documentar cómo las instituciones económicas adaptan sus instrumentos ante cambios en el contexto global, lección aplicable a otras agencias reguladoras que enfrentan tensiones entre autonomía técnica y presiones políticas de corto plazo.

Se identificó una paradoja no reconocida previamente: mientras el marco institucional se fortalecía, la duración del efecto de las intervenciones cambiarias disminuía. Esta aparente contradicción sugiere que los mercados más desarrollados pueden ser más eficientes en absorber intervenciones, limitando su impacto temporal, pero mejorando su eficacia en términos de estabilidad general. Esta dinámica tiene implicaciones importantes para el diseño de la política cambiaria en economías emergentes, sugiriendo que el énfasis debería ponerse en desarrollar marcos institucionales sólidos y transparentes, que permitan esta mayor eficiencia de mercado, más que en la elección específica del régimen cambiario o en buscar efectos prolongados de las intervenciones.

Los resultados respaldan tres recomendaciones de política. Primero, mantener el compromiso con transparencia en la comunicación de intervenciones, pues la evidencia muestra que la predictibilidad institucional importa más que el volumen de recursos movilizados. Segundo, fortalecer la coordinación entre política cambiaria y regulación macroprudencial, para anticipar riesgos sistémicos derivados de descalces cambiarios en el sector privado. Tercero, desarrollar capacidades analíticas para evaluar continuamente el nivel adecuado de reservas internacionales en función de la evolución de los mercados financieros y las innovaciones en instrumentos de intervención, tema que adquiere relevancia ante la digitalización de pagos transfronterizos y la eventual incorporación de monedas digitales de bancos centrales.

## 7. Referencias

- Ali, S. Z. & Anwar, S. (2022). Risk-premium shocks and the prudent exchange rate policy. *International Review of Economics & Finance*, 77, 97-122. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.08.004>
- Arango, L., Menkhoff, L., Rodríguez, D. & Villamizar, M. (2020). The effectiveness of FX interventions: A meta-analysis. *Journal of Financial Stability*, 74, 100794. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2020.100794>
- Banco de la República. (2007). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República – Marzo de 2007*. <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-junta-directiva-congreso/marzo-2007>
- Banco de la República. (2011). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Marzo de 2011*. <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-junta-directiva-congreso/marzo-2011>
- Banco de la República. (2021). *Informe de gestión 2017-2020*. <https://www.banrep.gov.co/es/informe-gestion-2017-2020>
- Banco de la República. (2023). Series históricas Tasa Representativa del Mercado (TRM). Estadísticas Económicas. [https://suameca.banrep.gov.co/estadisticas-economicas/informacionSerie/1/tasa cambio peso colombiano trm dolar usd](https://suameca.banrep.gov.co/estadisticas-economicas/informacionSerie/1/tasa%20cambio%20peso%20colombiano%20trm%20dolar%20usd)
- Banco de la República. (2024). *Informe de política monetaria. Enero de 2024*. <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-politica-monetaria/enero-2024>
- Banco de la República. (2025). *Política de intervención cambiaria*. <https://www.banrep.gov.co/es/politica-monetaria-cambiaria/politica-intervencion-cambiaria>

- Barón, J. y Salcedo, E. (2012). *Análisis de la política comercial y cambiaria en Colombia y sus efectos en la balanza comercial, periodo 1998-2010*. [Tesis de pregrado]. Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia].
- Caballero, C. y Esguerra, P. (2023). Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023. *Lecturas de Economía*, (100), 169-204. <https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a357121>
- Caprio, G. (Ed.). (2013). *The evidence and impact of financial globalization*. Elsevier.
- Caprio, G. & Bacchetta, P. (Eds.). (2013). *Handbook of safeguarding global financial stability: Political, social, cultural, and economic theories and models*. Elsevier.
- Cárdenas, M. (2013). *Introducción a la economía colombiana*. Alfaomega.
- Carrillo, P. & Díaz, J. (2023). An anatomy of external shocks in the Andean region. *The Journal of Economic Asymmetries*, 27, e00295. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2023.e00295>
- Cheng, P. & You, Y. (2025). U.S. monetary policy spillovers to emerging market countries: Responses to cost-push and natural rate shocks. *Economic Modelling*, 143, 106971. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2024.106971>
- Echavarría, J. J., Melo, L. F. & Villamizar, M. (2018). The impact of pre-announced day-to-day interventions on the Colombian exchange rate. *Empirical Economics*, 55, 1319-1336. <https://doi.org/10.1007/s00181-017-1299-1>
- Fleming, J. M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *Staff Papers*, 9(3), 369-380. <https://link.springer.com/article/10.2307/3866091>
- Girón, A. & Correa, E. (2021). Fiscal stimulus, fiscal policies, and financial instability. *Journal of Economic Issues*, 55(2), 552-558. <https://doi.org/10.1080/00213624.2021.1915083>
- Glebocki, H. & Saha, S. (2024). Global uncertainty and exchange rate conditions: Assessing the impact of uncertainty shocks in emerging markets and advanced economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 96, 102060. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.102060>

- Gómez, J. G., Murcia, A., Cabrera, W. A., Vargas, H. & Villar, L. (2023). The monetary and macroprudential policy framework in Colombia in the last 30 years: the lessons learnt and the challenges for the future. *Borradores de Economía*, (1238), 1-33. <https://doi.org/10.32468/be.1238>
- Ilzetzki, E., Reinhart, C. M. y Rogoff, K. S. (2022). Chapter 3 - Rethinking Exchange rate regimes. *Handbook of International Economics*, 6, 91-145. <https://doi.org/10.1016/bs.hesint.2022.02.010>
- Kuersteiner, G. M., Phillips, D. C. & Villamizar-Villegas, M. (2018). Effective sterilized foreign exchange intervention? Evidence from a rule-based policy. *Journal of International Economics*, 113, 118-138. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.04.003>
- Lastauskas, P. & Nguyen, A. D. M. (2024). Spillover effects of US monetary policy on emerging markets amidst uncertainty. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 92, 1010956. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.101956>
- López, A. (1995). Las últimas décadas: un proceso lento e interrumpido de liberación financiera. *Borradores de Economía*, (27), 1-31. <https://doi.org/10.32468/be.27>
- López, A., Steiner, R., Carrasquilla, A., Suescún, R., Gómez, H. J. y Botero, C. H. (2023). Colombia 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior. Banco de la República. <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/143b5362-fd29-43f1-8444-fb75c414a3f4/content>
- Lora, E. (1991). Introducción a la macroeconomía colombiana (3.<sup>a</sup> ed.). Tercer Mundo.
- Luangaram, P. & Wongpunya, N. (2024). The effect of trade openness and exchange rate on inflation targeting in Thailand. *Journal of Asian Economics*, 92, 101733. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2024.101733>
- Martínez, M. F. & Saade, J. D. (2023). Dependency, finance and development: Echoes of the past that resonate in the present. In M. Meireles, B. De Conti & D. Guevara (Eds.), *Covid-19 and economic development in Latin America*. Taylor & Francis Group.

- McKinney, S. (2021). The lost decade of the 1980s. In S. McKinney (Ed.), *An introduction to Latin American economics: Understanding theory through history* (pp. 125-149). Springer. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-76617-7\\_8](https://doi.org/10.1007/978-3-030-76617-7_8)
- Mesa, R. J. y Ramos, E. (2003). Sector externo y política cambiaria en Colombia 1999-2002: del desequilibrio externo al equilibrio precario. *Perfil de Coyuntura Económica*, (2), 64-83.
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485. <https://doi.org/10.2307/139336>
- Nudelsman, S. (2019). La política cambiaria de América Latina en el contexto de baja cooperación monetaria internacional. *Relaciones Internacionales*, 28(57), 19-35. <https://doi.org/10.24215/23142766e069>
- Ojeda, J. & Romero, J. V. (2023). Global uncertainty shocks and exchange-rate expectations in Latin America. *Economic Modelling*, 120, 106185. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106185>
- Pantelopoulos, G. (2021). Can central banks circumvent the impossible trinity within their operational frameworks? Theory and evidence. *The World Economy*, 44(7), 2041-2075. <https://doi.org/10.1111/twec.13154>
- Parra, J. A., Sánchez, A. y Sarmiento, M. (2022). Oral FX Interventions in Emerging Markets: The Colombian case. *Borradores de Economía*, (1194), 1-22. <https://doi.org/10.32468/be.1194>
- Prebisch, R. (2012). El desarrollo económico de América Latina y algunos de sus principales problemas. CEPAL. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/40010-desarrollo-economico-la-america-latina-algunos-sus-principales-problemas>
- Rincón, H., Arango, L., Ariza, S., Bejarano, V., Cardozo, P., Gamboa, F., Julio, J. M., León, L., Miranda, C., Moreno, W., Ocampo, J. A., Parra, J., Quicazán, C., Rodríguez, N., Rodríguez, D., Rojas, J. S., Sánchez, A., Sarmiento, M., Villamizar, M. y Zárate, H. (2020). Impacto de la intervención cambiaria y su duración. *Ensayos sobre Política Económica (ESPE)*, (98), 1-123. <https://doi.org/10.32468/espe.98>

- Romero, M. P. & Mogollón, L. (2007). Política cambiaria y de comercio exterior en Colombia: Un análisis de los efectos en el crecimiento económico entre 1967 y 1979. Universidad de la Salle.
- Rose, A. K. & Rose, A. I. G. (2024). A presence of absence: the benign emergence of monetary stability. *Journal of International Money and Finance*, 146, 103125. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103125>
- Sánchez, E., Fernández, A. y Armenta, A. J. (2005). Crisis cambiarias en Colombia bajo tipo de cambio fijo: 1938-1967. Documentos CEDE, (32), 1-57. <https://repositorio.uniandes.edu.co/entities/publication/d9c881a8-b37f-426c-92ea-976e2fc4bb4c>
- Sunkel, O. y Zuleta, G. (1990). Neoestructuralismo versus neoliberalismo en los años noventa. *Revista de la CEPAL*, (42), 35-53. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/11792-neoestructuralismo-versus-neoliberalismo-anos-noventa>
- Uribe, J. D. (2012). En defensa del marco actual de la política cambiaria. *Revista del Banco de la República*, 85(1015). [https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/jdu\\_ago\\_2012.pdf](https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/jdu_ago_2012.pdf)
- Uribe, J. D. (2016). Intervención bajo flotación cambiaria en Colombia. *Revista del Banco de la República*, 89(1066), 5-14. [https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr\\_nota\\_1066.pdf](https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr_nota_1066.pdf)
- Urrutia, M. (2002). Una visión alternativa: La política monetaria y cambiaria en la última década. *Borradores de Economía*, (207). <https://www.banrep.gov.co/es/vision-alternativa-politica-monetaria-y-cambiaria-ultima-decada>
- Urrutia, M. (2004). Política monetaria y cambiaria del Banco Central Independiente. *Revista del Banco de la República*, 77(925).
- Vallejo, L. (2001). La política comercial y cambiaria y sus efectos en la balanza comercial 1960—1999. Apuntes del CENES, (31-32), 77-107. <https://revistas.uptc.edu.co/index.php/cenes/article/view/93/97>

Vargas, H., Cardozo, P. A. & Villamizar, M. (2019). International reserve policy and the effectiveness of sterilized FX intervention in Colombia. *BIS Working Papers*, 104, 103-116. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap104h.pdf>

Villamizar, M. (2018). Evolución de la política cambiaria en Colombia desde el 2000. Seminario de Banca Central. [https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/06\\_banca-central-mauricio-villamizar.pdf](https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/06_banca-central-mauricio-villamizar.pdf)

Villar, L. & Esguerra, P. (2005). El comercio exterior colombiano en el siglo XX. *Borradores de Economía*, (358). <https://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra358.pdf>