

**Cien años de regímenes cambiarios en Colombia:
1923-2023**

Carlos Caballero-Argáez y Pilar Esguerra-Umaña

Lecturas de Economía - No. 100. Medellín, número especial 2023



Carlos Caballero-Argáez y Pilar Esguerra-Umaña

Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023

Resumen: *El presente artículo analiza los regímenes cambiarios en Colombia entre 1923 y 2023. En él, se destacan los períodos clave de inestabilidad monetaria e intervenciones políticas. Asimismo, identifica los retos que han implicado dichos regímenes y traza su evolución, haciendo hincapié en el cambio hacia un sistema cambiario flexible y en los debates en torno a la necesidad de intervenciones en el mercado.*

Palabras clave: *régimen cambiario, política cambiaria, coyuntura.*

Clasificación JEL: E58, N16.

One Hundred Years of Exchange Rate Regimes in Colombia: 1923-2023

Abstract: *This paper analyzes the exchange rate regimes in Colombia between 1923 and 2023. It highlights key periods of monetary instability and policy interventions. It also identifies the challenges that these regimes have implied and traces their evolution, emphasizing the shift towards a flexible exchange rate system and the debates surrounding the need for market interventions.*

Keywords: *exchange rate regime, exchange rate policy, conjuncture.*

<https://doi.org/10.17533/udea.le.n100a357121>



Este artículo y sus anexos se distribuyen por la revista *Lecturas de Economía* bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Cent ans de régimes de change en Colombie: 1923-2023

Résumé: *Cet article analyse les régimes de change en Colombie entre 1923 et 2023. Il met en évidence les périodes clés d'instabilité monétaire et d'interventions politiques. Il identifie également les défis que ces régimes ont posés et retrace leur évolution, en mettant l'accent sur le passage à un système de taux de change flexible et sur les débats entourant la nécessité d'interventions sur le marché.*

Mots clés: *régime de change, politique de change, conjoncture.*

Cómo citar / How to cite this item:

Caballero-Argáez, C., & Esguerra-Umaña, 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>

Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023

Carlos Caballero Argáez ^a y Pilar Esguerra Umaña^b

–Introducción. –I. El patrón oro: 1923-1929. –II. La recuperación y el régimen cambiario semilibre: 1933-1939. –III. La Segunda Guerra Mundial: 1940-1945. –IV. La posguerra y la bonanza del café: 1946-1954. –V. La destorcida cafetera y la inestabilidad cambiaria: 1955-1967. –VI. El sistema de minidevaluaciones: 1967-1991. –VII. El mercado libre, las bandas y la libre flotación cambiaria: 1991-2023. –Declaración de ética. –Referencias.

Primera versión recibida el 19 de julio de 2023; versión final aceptada el 4 de febrero de 2024

Introducción

El papel de la tasa de cambio como el instrumento de enlace de una economía con el mundo exterior evolucionó conceptualmente a lo largo de los últimos cien años en el mundo. Los acontecimientos económicos y políticos a nivel global durante el Siglo XX y el presente siglo condujeron que las teorías de la tasa de cambio se fueran ajustando a ellos lo cual influyó sobre las visiones y el pensamiento de los economistas. De hecho, hay quienes consideran que el caso de la tasa de cambio es indicado para estudiar “si las ideas influyen los eventos o los eventos influyen las ideas” (Krueger, 1983, p. 1).

En este artículo se describen y analizan los distintos regímenes cambiarios y las variantes que estuvieron vigentes en Colombia en los últimos cien años. Una conclusión es que la mayoría de las modalidades conocidas para el manejo de la tasa de cambio —si no todas— fueron utilizadas en el país en alguna de las coyunturas de la historia de la economía. Todo inició con el Patrón Oro, que fue abandonado durante la Gran Depresión para dar paso a un régimen controlado. Tras la Segunda Guerra Mundial, en especial en la fase de precios bajos del café tras la bonanza de 1954 a 1957, se registró inestabilidad en el

^a Carlos Caballero Argáez: profesor de la Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia. Dirección electrónica: ccaballero@uniandes.edu.co <https://orcid.org/0000-0001-7272-8752>

^b Investigadora del Banco de la República, Dirección de Comunicaciones y Educación Económica, Bogotá, Colombia.

manejo cambiario, con una gran dificultad para estabilizar la economía, por la interacción entre las medidas cambiarias y los ajustes monetarios y fiscales. Cuando se procedió sin acudir a estas políticas complementarias de estabilización no se tuvo éxito e, inevitablemente, en corto tiempo se desembocaba en devaluaciones abruptas del peso.

La adopción del Estatuto Cambiario en 1967 con un esquema incluso más controlado que en el pasado, pero con mayor flexibilidad de movimiento de la tasa, denominado con el tiempo como el de las *minidevaluaciones*, contribuyó sustancialmente a la estabilidad cambiaria. Sin embargo, aun así, los instrumentos a disposición de las autoridades eran limitados, lo mismo que las posibilidades para implantar políticas contracíclicas cuando la economía enfrentaba choques externos de una u otra índole, negativos o positivos. Esta posibilidad solamente se abrió cuando, después de la transición entre 1991 y 1999, el país optó en este último año por un sistema cambiario de mayor flexibilidad, que también en el tiempo hizo tránsito hacia la libre flotación, que es el vigente en 2023. Esto, después de haber pasado en los años de 1990 por regímenes de mercado, pero más intervencionistas, como la banda cambiaria. Esta evolución de los regímenes cambiarios pudo concretarse tras asimilar las múltiples lecciones de los aciertos y los errores de las décadas anteriores.

La historia de la política de tasa de cambio en Colombia a partir de la fundación del Banco de la República responde claramente al planteamiento anterior. Podemos dividirlo en ocho períodos:

- El primero, entre 1923 y 1931, cuando el profesor Edwin Kemmerer, quien presidió la misión que lleva su nombre y asesoró al gobierno colombiano en ese primer año en la creación del Banco, era un defensor de las bondades del régimen del *patrón oro*.
- El segundo período corresponde a la adopción ya de un tipo de cambio controlado que convivió con otro semilibre que caracterizaría al régimen cambiario vigente en la década de 1930, entre 1931 y 1939, de tasas múltiples.
- Este mismo régimen múltiple se mantendría en el tercer período durante la Segunda Guerra Mundial, pero que funcionaría con gran estabilidad por el superávit cambiario que registró el país durante la guerra.

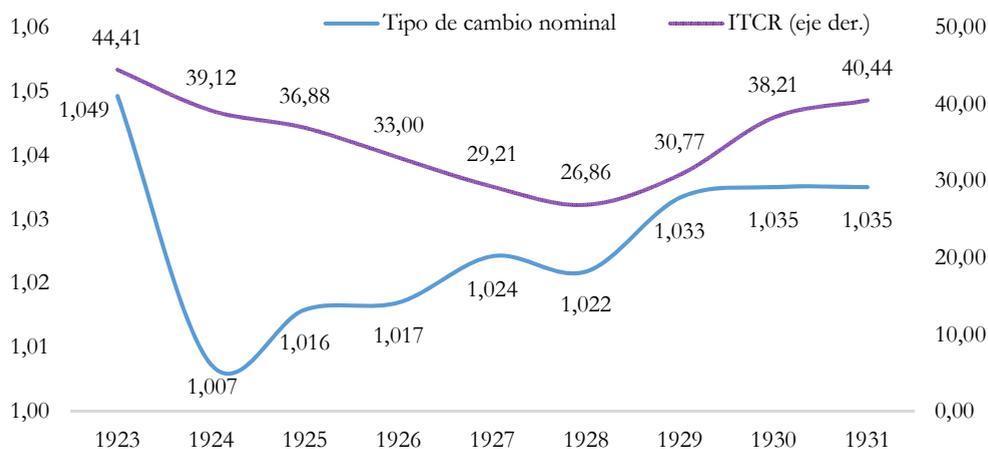
- Ya terminada la conflagración, las presiones cambiarias regresarían y comenzaría una etapa de inestabilidad cambiaria entre 1946 y 1951 en lo que puede caracterizarse como un cuarto período del manejo cambiario. Las presiones cederían con el incremento del precio del café entre 1951 y 1954 aunque no por ello pudo evitarse la devaluación adicional de la moneda.
- Entre 1954 y 1967, el quinto período, la situación se caracterizaría por ser el de mayor inestabilidad cambiaria, con múltiples devaluaciones y tipos de cambio diferenciales. En general, la situación económica y política del país fue inestable a pesar de que en estos años se reactivaría el crédito externo proveniente principalmente de fuentes multilaterales.
- Con la adopción del régimen cambiario del Decreto 444 de 1967 empieza el sexto período cuando regresaría la estabilidad, pero no por la adopción de este régimen se evitarían los impactos económicos desfavorables de varios choques externos positivos y negativos hasta 1991 cuando se eliminó.
- El séptimo y último período es el que se caracteriza por la adopción paulatina entre 1991 y hoy en día de un régimen de tipo de cambio flotante, que muchos beneficios han traído al manejo macroeconómico del país. Comienza con la liberalización del mercado cambiario, pero con fuerte intervención del Banco utilizando los certificados de cambio, luego sigue con la adopción de la banda cambiaria que funcionó entre 1994 y 1999. Finalmente, la libre flotación se impondría a partir de ese último año hasta el día de hoy con la adopción del régimen de inflación objetivo.

I. El patrón oro 1923-1929

Como se sabe, bajo el patrón oro se fijaba el contenido del metal de la unidad monetaria y de la paridad cambiaria como la relación entre el peso oro y el dólar. Esta tasa era por definición estable y era la que supuestamente mantenía el equilibrio de la balanza de pagos (Figura 1). En caso de que ese equilibrio se alterara, automáticamente se ajustaba el circulante, produciendo una contracción o expansión del producto, hasta alcanzar un nuevo equilibrio cambiario. El patrón oro se consideraba indispensable, además, en una

coyuntura internacional en la cual los países desarrollados intentaban regresar a ese sistema cambiario para reencontrar la estabilidad perdida durante la Primera Guerra Mundial. El Banco de la República adoptó en su ley orgánica el patrón oro, y el contenido de oro de la moneda se fijó el que había estado vigente desde 1912. El Banco, así “fue uno de los primeros en marcar el auge de adhesión internacional al régimen monetario” (Avella, 2016, p. 73).

Figura 1. Evolución de la tasa de cambio 1923-1931



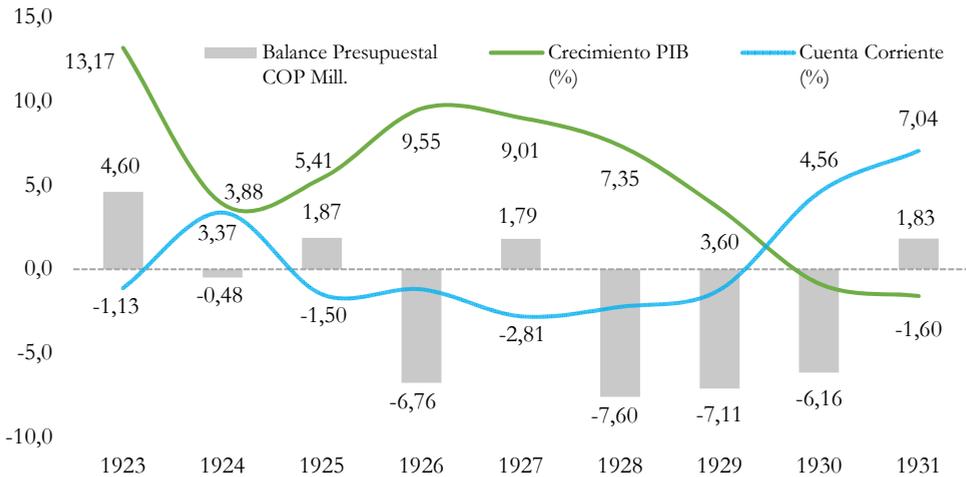
Fuente: elaboración propia..

Como se aprecia en la Figura 1, si bien la tasa nominal se mantuvo muy estable hasta 1931, la tasa real de cambio sí registró variaciones, revaluándose continuamente entre 1923 y 1928, para luego devaluarse entre 1929 y 1931 por el incremento de los precios internos. En el primer período, la economía creció vigorosamente con un aumento de la inflación mientras que en el segundo producto de la Gran Depresión y el cierre del crédito externo la economía decreció y experimentó incluso el fenómeno de la deflación.

Entre 1923 y 1928 la economía colombiana vivió un período de auge con gran estabilidad macroeconómica, derivada del amplio acceso que tuvo al financiamiento externo, no solo a nivel del Gobierno nacional sino de los departamentos y municipios, del ingreso de la indemnización de Estados Unidos por la pérdida de Panamá y por el buen desempeño de los precios del café

en los mercados internacionales. Este financiamiento se vio reflejado en la posibilidad de mantener déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos durante todos estos años (Figura 2).

Figura 2. Crecimiento del PIB y cuenta corriente 1923-1931



Fuente: elaboración propia..

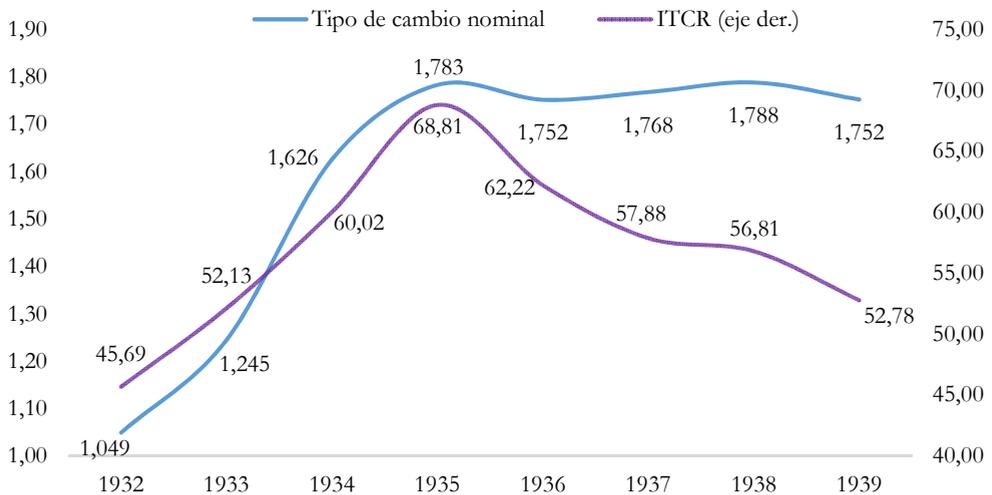
La Gran Depresión, desatada en el mundo tras el colapso en 1929 de la Bolsa de Nueva York, trajo consigo una enorme inestabilidad económica caracterizada por los flujos de oro hacia Estados Unidos, las devaluaciones competitivas de los países, el cierre de las economías mediante la imposición de altas tarifas arancelarias y, consecuentemente, la reducción del volumen y el valor del comercio internacional.

El 21 de septiembre de 1931 Gran Bretaña suspendió la operación del patrón oro. A la semana siguiente, Colombia procedió en igual sentido y en su lugar estableció un régimen de controles cambiarios. La tasa de cambio se mantuvo sin alteraciones por unas semanas y se exigió a los bancos depositar sus exigencias de oro en el Banco de la República. En enero de 1932 se ajustó el tipo de venta del dólar a COP 1,05, tasa que subsistió hasta febrero de 1933 cuando se devaluó el peso a 1,16 por dólar y se puso fin al que se denominó *régimen de patrón oro controlado*, que había estado vigente desde septiembre de 1931 (Figura 1).

II. La recuperación y el régimen cambiario semilibre: 1933-1939

Comenzó entonces el segundo período comprendido entre 1933 y 1939, en el cual, bajo diferentes modalidades, variantes y ensayos, el régimen de una tasa de cambio semilibre —parte fija, parte fluctuante y, en algunos momentos, libre con controles cambiarios— habría de mantenerse no sin alteraciones (Figura 3). Las autoridades colombianas hicieron gala de creatividad y pragmatismo para acomodarlo a las cambiantes condiciones de una economía cuyo sector externo dependió fundamentalmente del comportamiento de los precios internacionales del café y un acceso limitado al financiamiento externo por haber decretado la moratoria de la deuda externa.

Figura 3. Tipo de cambio, 1932-1939



Fuente: elaboración propia.

Por ejemplo, en 1933 se estableció que un 85 % de las transacciones de divisas se realizarían en el mercado libremente y el 15 % se venderían al Banco de la República a una tasa fija; en 1934 no solamente se introdujo el concepto de *posición propia* de los bancos comerciales, sino que se dispuso que contra el 85 % de las divisas recibidas se entregarían certificados de depósito que podrían utilizarse para efectuar pagos al exterior o venderse en el mercado

abierto. Estos títulos serían los precursores de muy famosos certificados de cambio utilizados una y otra vez como instrumento, particularmente en 1977 para facilitar el manejo monetario cuando el país registró una elevación extraordinaria de precios internacionales del café.

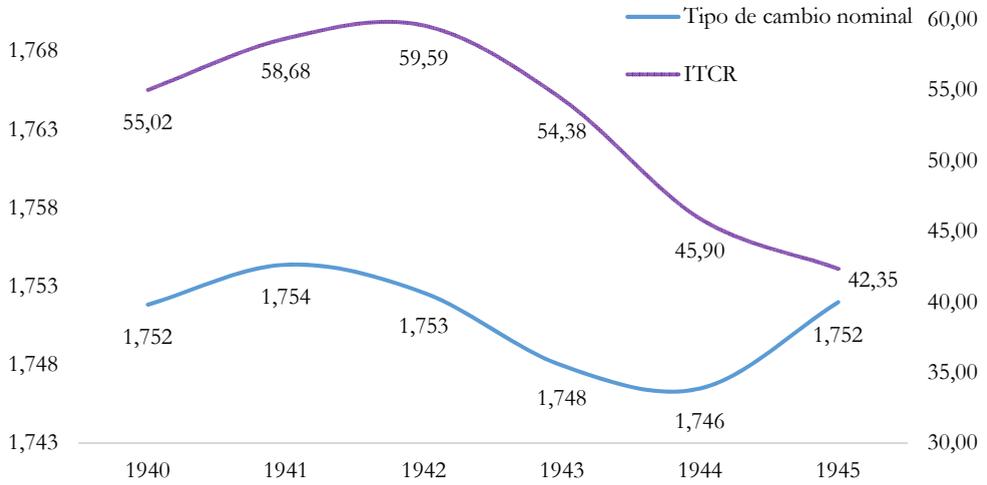
III. La Segunda Guerra Mundial: 1940-1945

Luego vendría el tercer período, de 1939 a 1945, en medio de la Segunda Guerra Mundial. En este período predominaron las tasas múltiples pero la tasa de cambio se mantuvo relativamente estable (Figura 4). En este lapso se paralizó el comercio mundial, pero Colombia obtuvo en todos estos años un superávit cambiario y acumuló reservas internacionales, tal como se observa en las figuras 5 y 6. Esto fue posible gracias a que las exportaciones de café pudieron mantenerse en niveles altos como consecuencia de la firma de un acuerdo comercial con EE. UU. Y un convenio panamericano del café que aseguró la venta del grano a Norteamérica. Esto implicó que Estados Unidos se convirtiera en el principal mercado del grano y que Europa perdiera la participación como destino cuando tradicionalmente era el principal mercado para el grano colombiano. La holgada situación externa permitió que la tasa de cambio nominal se mantuviera estable alrededor de 1,75 por dólar durante los años 1940 a 1945, como se observa en la Figura 4. Así mismo, aunque a tasas muy variables, la economía creció durante la guerra y, como ya se dijo, se generó un superávit externo (Figura 5).

IV. La posguerra y la bonanza del café: 1946-1954

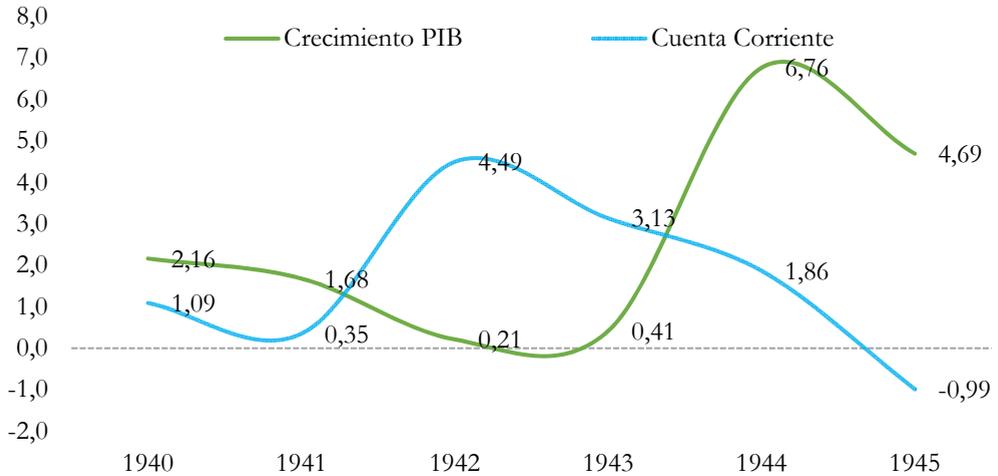
Finalizada esta guerra, el país se había comprometido ya con su participación en los acuerdos que buscaban restablecer el sistema monetario a nivel internacional. Colombia mantuvo una relación cercana con el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde su fundación. El país participó en la reunión de Bretton Woods en 1944, representado por una delegación que presidió el exministro de Hacienda Carlos Lleras Restrepo. En cumplimiento de los acuerdos alcanzados en dicha reunión, Colombia informó al Fondo en 1945 que la tasa de cambio de paridad para su economía era de COP 1,75 por dólar, una tasa de que había mantenido bastante estable desde antes de la Segunda

Figura 4. Tasas de cambio 1940-1945

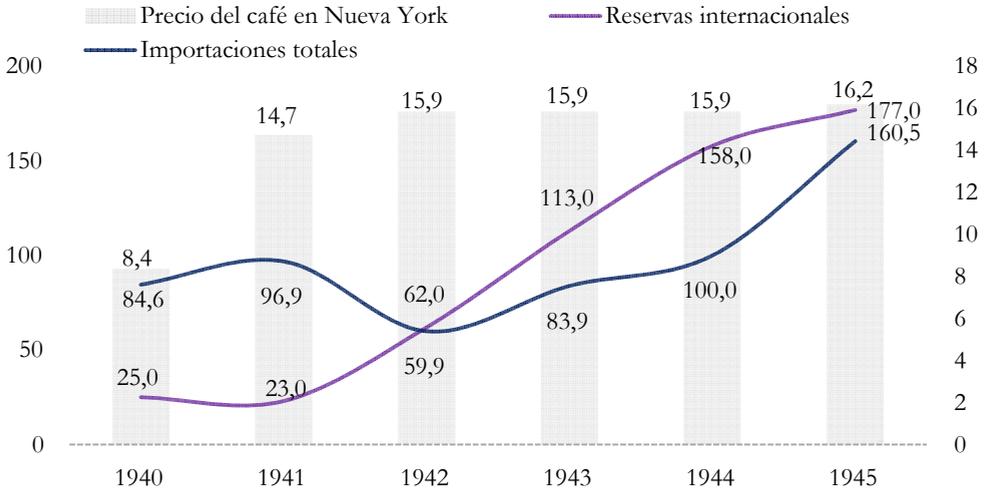


Fuente: elaboración propia.

Figura 5. Crecimiento del PIB y Cuenta corriente 1940-1945



Fuente: elaboración propia.

Figura 6. Reservas internacionales e importaciones totales 1940-1945

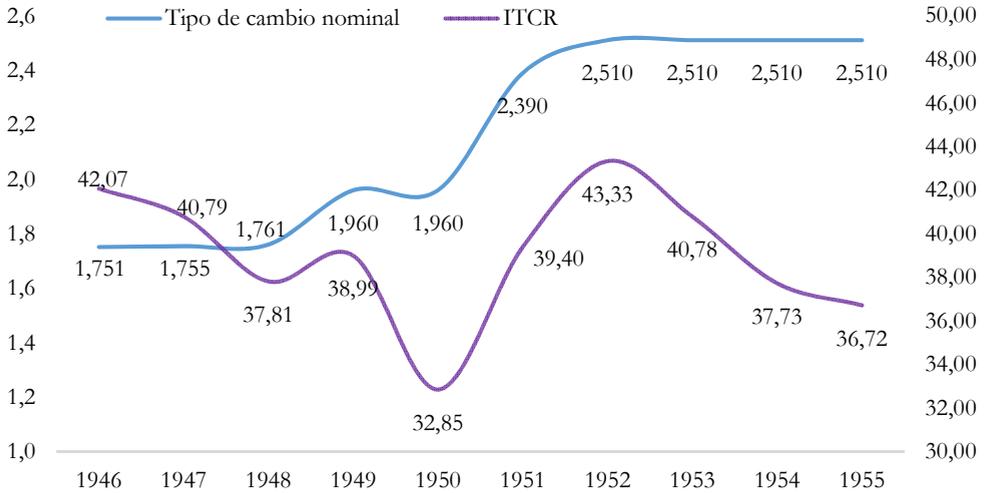
Fuente: elaboración propia.

Guerra Mundial y con la cual —erróneamente— se consideraba se obtendría el equilibrio de la balanza de pagos del país (Figura 7)¹.

Después del abandono del patrón oro y la Segunda Guerra Mundial, las teorías de la tasa de cambio en el mundo habían cambiado sustancialmente. La que predominaba en ese momento y que sirvió de base a los acuerdos de Bretton Woods era que la tasa de cambio de un país debía ser, precisamente, aquella paridad que lograra el equilibrio de las cuentas externas por un período prolongado de tiempo. Al menos mientras no sucedieran eventos externos o internos de gran importancia de afectar el devenir económico del país. La estabilidad de los tipos de cambio de los países resultaba fundamental para cimentar la recuperación económica mundial después del conflicto bélico y todos los sucesos anteriores a él que habían destruido al intercambio comercial entre países.

¹ Otros 36 países también notificaron al Fondo una tasa de paridad y la mayoría de ellos tuvieron que devaluar en los siguientes cinco años de haberlo hecho.

Figura 7. Tasas de cambio 1946-1955



Fuente: elaboración propia.

Por ello el FMI adoptó en sus comienzos la doctrina de que las tasas de cambio deberían ser fijas, aunque podrían ajustarse cuando la economía enfrentara un *desequilibrio fundamental*, caracterizado por un déficit considerable y persistente de su balanza de pagos. Esto, en teoría, debía ser poco frecuente. En los programas de los países con el Fondo se contemplaba la existencia de ese desequilibrio y, para su corrección, se recomendaban una serie de medidas de política económica junto con la aprobación de préstamos de balanza de pagos por parte de la entidad, para que los países estuvieran en capacidad de mantener el nivel de su comercio exterior. Sin embargo, como ya se dijo, se preveía que tales situaciones serían extraordinarias y, por lo tanto, que los préstamos necesarios no se solicitarían tan frecuentemente.

Pero ello no ocurrió así. En el cuarto período de manejo cambiario, de 1945 a 1951, una vez terminada la guerra, en Colombia como en muchos otros países, pronto volverían a aparecer los grandes y difícilmente manejables desequilibrios externos en la que amenazaban la recuperación de las economías por no poder atender la demanda de importaciones. La verdad es que una vez pasado el conflicto bélico se reproduciría el patrón de comercio de antes de

la guerra según el cual convivían unos pocos países superavitarios y el resto muy deficitarios en el comercio mundial.

Como consecuencia de la dificultad para atender sus necesidades de importación, desde 1948 Colombia comenzó una carrera por conseguir recursos externos para financiarlas y evitar una devaluación de la paridad reportada al Fondo. Se acudió a varias fuentes y comenzó a recibir misiones de estudio de las recién creadas entidades multilaterales como FMI y el Banco Mundial. Con el primero, buscó su asesoría con el propósito de obtener apoyo financiero para superar sus permanentes déficits externos, si bien la relación no resultó sino hasta la década siguiente en créditos de balanza de pagos para el país. El FMI buscaba que se resolvieran primero aspectos estructurales de la economía y que, si no se resolvían, los recursos no servirían verdaderamente. Las autoridades nacionales, muy acostumbradas a reaccionar a los problemas sobre la marcha, no tenían esa misma perspectiva. Por ello, en varios momentos ni siquiera comprendieron ni adoptaron las recomendaciones del organismo. El Fondo siempre recomendó, por ejemplo, que Colombia eliminara las tasas de cambio múltiples que hacían muy complejo el manejo de la política económica, propósito que solamente se logró en 1968².

Fue evidente, además, en los análisis de este organismo, que había necesidad de convencer a las autoridades de nuestro país que el manejo de la tasa de cambio dependía de la política fiscal y de la política monetaria, y que, mientras no se lograra la estabilidad en estos frentes era imposible evitar las devaluaciones abruptas. Esto naturalmente implicaba que el Banco de la República dejara de financiar al Gobierno nacional y a la Federación Nacional de Cafeteros, como condición *sine qua non* para evitar las crisis cambiarias y las correspondientes devaluaciones del peso.

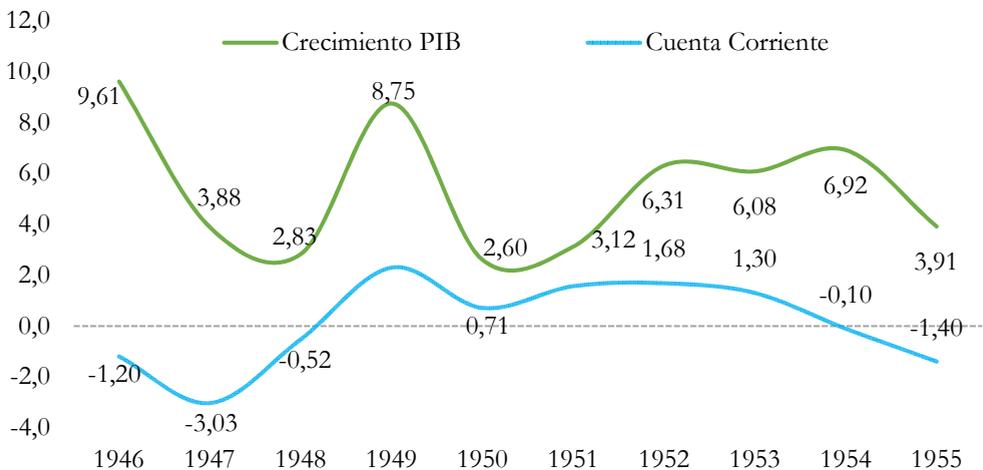
Las autoridades económicas colombianas no compartían enteramente esas visiones. En varias ocasiones, como ya se dijo, respondieron al FMI que no podían desmontar el sistema de tasas de cambio múltiples. Tampoco veían la forma de dejar de financiar las actividades económicas, principalmente el

² El sistema de tipos de cambios múltiples en Colombia llegó a ser tan enredado y complejo que el fondo hizo notar en varias ocasiones a las autoridades que se tenían tasas cruzadas entre monedas inconsistentes con las vigentes en los mercados internacionales.

café, cuyos compromisos en acuerdos internacionales obligaban a realizar un almacenamiento del grano que el gremio no podía financiar con sus propios medios.

Además de ello, las autoridades no contaban con suficientes instrumentos de política para cumplir las recomendaciones del FMI. Desde la creación del Banco, basado en un enfoque ortodoxo del patrón oro, se pasó al desarrollo de nuevas funciones que no preveían un desborde del financiamiento por parte del Banco al Gobierno y mucho menos con mecanismos para compensar el efecto sobre la cantidad de dinero circulante. Algunos esfuerzos hicieron cuando el auge de los precios del café entre 1951 y 1954 y con las reformas que le introdujeron al propio Banco de la República para darle un orden al crédito de fomento y la creación de los encajes marginales para tener mayor control sobre el dinero circulante. Pero estas medidas no fueron suficientes, ya que se continuó financiando actividades productivas sin consideración sobre su impacto monetario y fiscal. Al final, cuando vino la destorcida del café, el manejo sin control de los agregados monetarios de la economía no permitió evitar un nuevo deterioro cambiario que no se pudo contrarrestar con políticas anticíclicas.

Figura 8. Crecimiento del PIB y cuenta corriente



Fuente: elaboración propia.

Con el Banco Mundial (BM) la relación fue también estrecha pero eso tampoco implicó flujos de financiamiento. Colombia fue el primer país del continente que recibió una misión en el corto plazo —la conocida Misión Currie— para realizar un diagnóstico de un país en desarrollo. Esta misión fue muy importante para el BM porque con ella inició un proceso de educación institucional en el tema de los países pobres³. Este estudio fue el eje del viraje institucional del BM y por años fue modelo para ejercicios similares en otros países. El propósito de esta misión era diagnosticar la situación de Colombia y sugerir un sólido plan de desarrollo que elevara el estándar de vida de todos los colombianos en cinco o diez años. Las recomendaciones abarcaban la agricultura, industria y combustibles, todas las formas de transporte, vivienda, servicios públicos como energía, agua, salud y saneamiento, educación y en el amplio campo de los asuntos fiscales, monetarios, cambiarios y bancarios.

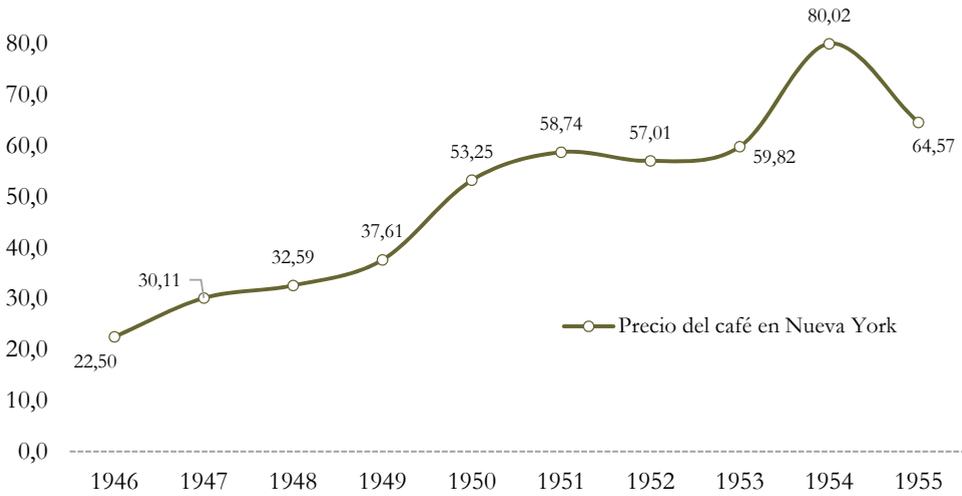
A pesar de esta importante contribución ella no vino acompañada de la financiación del BM. El primer préstamo de esta entidad tardaría hasta 1953 y cuando se dio se dirigió a un sector específico, la construcción de la planta de Acerías Paz del Río, que no fue muy rentable y fue aprobado más bien por razones políticas (Alacevich, 2009). Durante la década de 1950 llegarían más recursos del Banco Mundial pero también a financiar proyectos específicos de infraestructura, sector en el cual Colombia ocuparía el primer lugar de destino de los recursos del banco en América Latina.

Las necesidades de finales de los años de 1940 no fueron atendidas por las entidades multilaterales y entonces las autoridades económicas debieron devaluar la moneda en dos ocasiones en este período: 1948 y 1951. La primera devaluación de 10 % se quedó corta, en parte porque hubo de ser negociada con el Congreso. Los problemas externos continuaron a pesar de la gran cantidad de controles a las importaciones e impuestos diferenciales establecidos

³ Colombia era un país pobre a mediados del siglo XX. El ingreso real por habitante era una quinta parte del actual, la expectativa de vida al nacer era de 40 años. Además, no existían fuentes de información sobre la economía y eso llevó a que la Misión dedicara gran parte de su tiempo a calcular estadísticas macroeconómicas como ingreso nacional, inversión, balanza de pagos y series monetarias y fiscales.

y que no gustaron al FMI⁴. En 1951 se iniciaría un período de alza de los precios del café (Figura 9), pero aún así en ese año se devaluó nuevamente la moneda más de un 20 % (Figura 7). Esta devaluación fue más exitosa porque ayudó a equilibrar las cuentas externas que se siguieron mejorando con el alza del café en los mercados internacionales.

Figura 9. Precio del café 1946-1955



Fuente: elaboración propia.

V. La destorcida cafetera y la inestabilidad cambiaria: 1955-1967

Comenzó el quinto período del manejo cambiario colombiano, de 1955 a 1967, que puede señalarse como uno de los más difíciles por su gran inestabilidad. Colombia tenía un problema estructural de ser un país mono exportador y con grandes necesidades de divisas en un mundo donde no calificaba para obtener préstamos externos ni de fuentes multilaterales, como ya se dijo, ni de la banca privada.

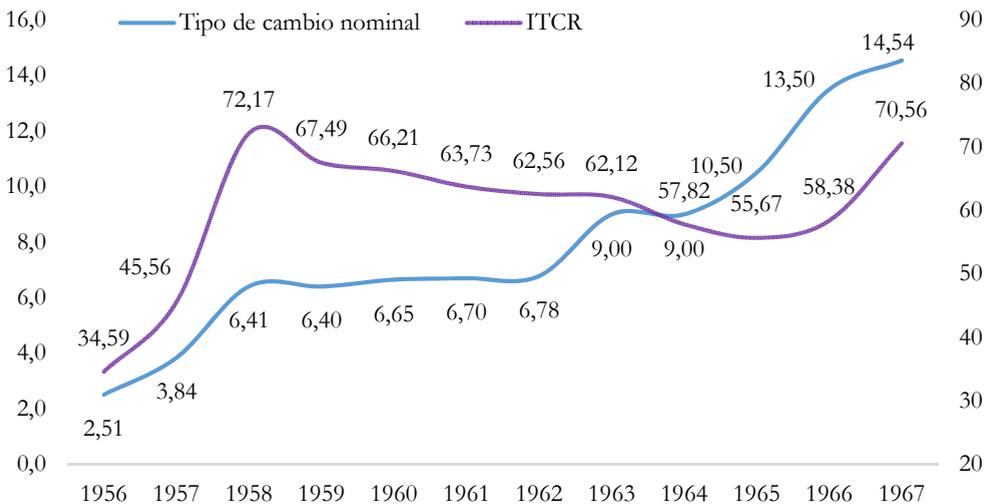
⁴ La potestad de modificar la tasa de cambio y el contenido de oro que respaldaba la moneda la tuvo el Congreso hasta 1951.

Después de la bonanza de 1954, con la caída continuada de los precios del café, se adoptó una conducción de la economía que ha sido caracterizada en la literatura como de *pare y siga*, en la cual se hacían esfuerzos por estabilizar que pronto se abandonaban y se caía en una nueva coyuntura de desajuste y freno de la economía.

Así lo reconoce la historiadora del FMI Margaret Garritsen de Vries, cuando describe la experiencia colombiana y su relación con el Fondo entre 1950 y 1965, que este período:

muestra la turbulencia de la economía y las dificultades del país para combinar los esfuerzos de estabilización con los esfuerzos de desarrollo” y, que solamente “en 1966 y 1967 cuando las autoridades colombianas serían capaces de llevar a cabo un plan exitoso de estabilización y una devaluación de la tasa de cambio (Garritsen de Vries, 1987, p. 76).

Figura 10. Tasas de cambio 1956-1963



Fuente: elaboración propia.

Antes de iniciar la segunda parte de la década de 1950 la situación económica y política del país se había deteriorado fuertemente. La situación externa

llegó a ser tan crítica que las autoridades comenzaron a incumplir los pagos externos del país en 1957, año en que además ocurrió el golpe militar que llevó a la caída y exilio de Rojas Pinilla y la asunción de la junta militar.

En estas difíciles circunstancias, afortunadamente, acudió en ayuda de Colombia el FMI. Asesoró a la nueva junta militar en un programa de ajuste que esta vez vino acompañado de una serie de préstamos para atender desequilibrios de la balanza de pagos. La crisis de pagos de 1957 se resolvió en parte con esta ayuda y otros préstamos con condicionamientos de algunas medidas exigidas por el FMI conducentes a una mayor disciplina fiscal y monetaria.

Sin embargo, después de un ajuste exitoso, la disciplina no duró tanto. De hecho, se abandonó a comienzos de los años de 1960 durante el Gobierno de Lleras Camargo. El propio presidente Lleras señalaba a mediados de 1961:

Ya lo dije en reciente discurso de Puerto Berrío, pero juzgo necesario repetirlo, que el gobierno con cada uno de estos pasos está demostrando que no defiende la estabilidad como una meta en sí misma, ni como programa para mantener el país paralizado en su deficiente desarrollo actual. Hemos superado muchas etapas en que fue necesario proceder con vigor para realizar los ajustes indispensables y sin que hayamos adoptado una política inflacionaria, estamos comprometidos ya con un plan de desarrollo que no podrá menos que producir una expansión considerable a medida que se ejecute el presupuesto y se vayan incorporando los préstamos externos". (Notas Editoriales, Revista del Banco de la República, julio de 1961).

Es decir, se detuvieron los esfuerzos por estabilizar la economía y los ajustes asociados se sustituyeron por un enfoque de expansión buscando el crecimiento y el desarrollo. Sin embargo, al menos en teoría, las inversiones se financiarían prioritariamente con los préstamos externos. El país no generaba suficientes ingresos externos o fiscales para financiar la inversión que estimaba el Plan Decenal de desarrollo promulgado por la administración Lleras.

Estos préstamos, aunque se reactivaron en los años de 1950, no llegaron en las cantidades ni en las frecuencias esperadas. Aun así el enfoque no cambió, con lo cual, fue el Banco de la República el encargado de financiar al Gobierno

Tabla 1. Principales indicadores económicos 1956-1967

Año	Tipo de cambio nominal	ITCR	Crecimiento PIB	Reser. inter. millones USD	Cta. corriente % PIB	Inflación %	Precio del café en Nueva York (US. CTS./lb)	Balance presu. millones COP	Situación fiscal millones COP	Import. totales millones USD
1956	2,510	34,59	4,06	144,00	-1,74	7,82	73,97	-37,39	-43,36	605,40
1957	3,840	45,56	2,23	157,00	0,84	20,23	63,94	-106,97	-4,89	454,20
1958	6,410	72,17	2,46	173,00	2,25	8,10	52,34	80,79	18,21	383,90
1959	6,400	67,49	7,23	230,00	1,90	7,86	45,22	247,73	201,47	402,50
1960	6,650	66,21	4,27	178,40	-0,95	7,22	44,89	182,87	130,52	496,40
1961	6,700	63,73	5,09	170,60	-2,35	5,90	43,62	-223,11	-238,18	530,81
1962	6,780	62,56	5,41	115,80	-1,26	6,41	40,77	-315,07	-792,36	501,96
1963	9,000	62,12	3,29	124,60	-0,98	32,56	39,55	-179,57	-210,26	498,03
1964	9,000	57,82	6,17	147,20	-0,42	8,92	48,80	391,48	23,51	575,40
1965	10,500	55,67	3,60	145,30	1,64	14,55	47,44	19,03	-377,88	433,98
1966	13,500	58,38	5,35	144,10	-2,83	12,98	44,12	678,00	153,71	638,95
1967	14,540	70,56	4,20	149,40	0,32	7,30	41,14	660,36	879,00	464,31

Fuente: (1) Principales Indicadores Económicos, Banco de la República (cuadro II.46) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado - Banco de la República. Se refiere a la cotización de venta. (2) Tomado de GRECO (1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994 = 100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar. (3) Principales Indicadores Económicos del Banco de la República 1923-1997. 1946-1949: tomado de CEPAL a precios 1950. 1949-1970: metodología de ONU Rev 2, precios 1958. 1971-1996: metodología ONU Rev 3, precios 1975. (4) Reservas Internacionales Brutas reportadas por el Banco de la República a diciembre de cada año. (5) Banco de la República. CC como porcentaje del PIB. (6) Banco de la República. Índice de precios GRECO, se empalmaron las siguientes series: 1946-1954: Pmaycv, 1955-1967: Inflación del IPC. (7) Federación Nacional del Café (8) Revista del Banco de la República. (9) Revista del Banco de la República. Incluye ajustes por Balance del Tesoro. (10) GRECO 1999.

en su enfoque desarrollista (véase columnas 8 y 9 de la Tabla 1). Por ello no extraña que a partir de 1962 y hasta 1966 se agravaran las crisis económicas manifestadas en fuertes desequilibrios cambiarios reflejados en importantes déficits de cuenta corriente y reservas internacionales netas negativas (Tabla 1). Las autoridades tuvieron que hacer gala de demasiada creatividad en el manejo del tipo de cambio para evitar devaluaciones abruptas y las que no se pudieron evitar pasarían una gran cuenta de cobro a los gobiernos en los que ocurrieron, en particular, el de Guillermo León Valencia en 1963.

Fue tal el impacto político que tuvo este incremento de la tasa de cambio, que el Gobierno de Valencia quedó muy debilitado. Aun así, se decidió hacer un ajuste salarial de más del 30 % en ese mismo año. Este aumento disparó la inflación a más de un 32 % y erosionó completamente el efecto de la devaluación sobre el desequilibrio de las cuentas externas (Tabla 1).

Continuaron entonces los problemas de desajustes macroeconómicos hasta que se desató la más aguda de las sucesivas crisis cambiarias que ocurrieron en este período. Fue precisamente la de mediados y finales de 1966, bajo este mismo gobierno, cuando, ante el incumplimiento en el programa acordado con el FMI, en noviembre de 1965, se cerraron las fuentes multilaterales de crédito externo para el país y el Fondo consideró no reactivarlas hasta que se procediese a una nueva devaluación del peso.

La devaluación exigida por el FMI generó una fuerte tensión con el Gobierno que había iniciado labores en agosto de 1966. El presidente Carlos Lleras Restrepo se negó a efectuarla y optó por actuar por su parte y establecer un estricto control de cambios, poner fin al programa de liberación de importaciones vigente y expedir, en marzo de 1967, un nuevo Estatuto Cambiario mediante el Decreto-Ley 444 de 1967, dictado en uso de facultades extraordinarias otorgadas por el Congreso al Gobierno.

VI. El sistema de minidevaluaciones: 1967-1991

En el sexto período transcurrido entre 1967 y 1991 fue el Estatuto Cambiario el que dotó a las autoridades de reglas más claras y estables para conducir la relación económica con el exterior, y constituyó un hito muy importante

en la historia de la economía colombiana de la segunda parte del siglo XX. Constituyó desde luego, una muestra de ese pragmatismo colombiano que esta adopción de una tasa fija que se devaluaba diariamente, el *crawling peg*, que se mantuvo hasta 1991 y demostró su eficacia para hacer frente a situaciones de crisis cambiarias y la dificultad para afrontar las de auge externo, como la bonanza de 1977-1978.

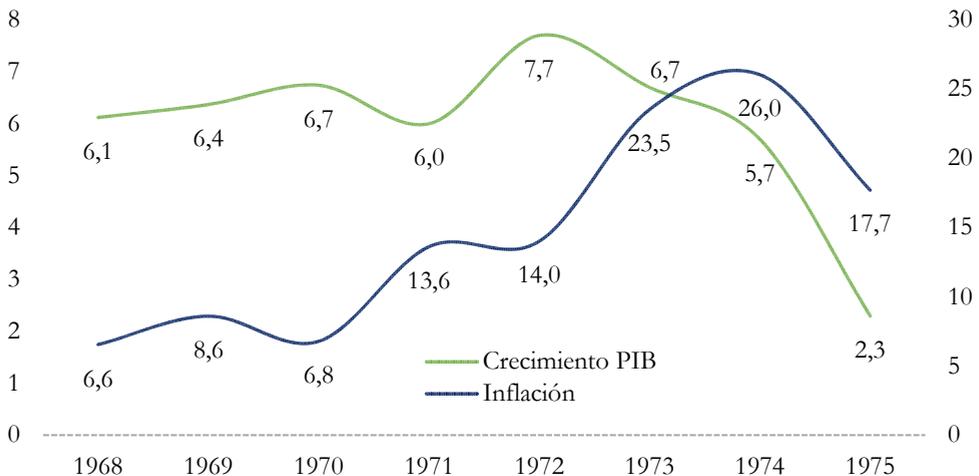
En un comienzo el esquema no contemplaba un sistema de minidevaluaciones diarias, aunque rápidamente este manejo se fue dando y resultaría exitoso. El mismo Fondo no sabía muy bien qué esperar de este régimen cambiario ya que era un sistema novedoso y optó por una posición más pragmática: su éxito dependería del manejo que le dieran las autoridades ante los distintos eventos que estaba enfrentando la economía colombiana. Que el Fondo no se opuso al régimen cambiario quedó demostrado cuando después del impasse generado en 1966, en 1967 se restableció plenamente la relación con el organismo que siguió apoyando con préstamos de balanza de pagos a la economía colombiana hasta bien entrada la década de 1970.

A partir de lo dispuesto por el Decreto 444, los distintos gobiernos, la Junta Monetaria—creada en 1963— y el Banco de la República hicieron frente a choques externos sobre la economía, tanto de aquellos de bonanza como de crisis. La reforma del Banco también respondía a la necesidad de separar el manejo de la política monetaria de las presiones sectoriales de financiamiento que tanto impedían la coherencia de las políticas macroeconómicas. Ya se identificaba que este era uno de los principales problemas para mantener la disciplina monetaria que tantos efectos negativos tenía sobre la economía.

La estabilidad ausente en años anteriores retornó con el nuevo régimen. Esto permitió una aceleración del crecimiento económico que registró tasas superiores al 6% anual y ayudó a consolidar una base exportadora de productos distintos al café hasta entonces inexistente (Figura 11). Entre finales de los sesenta y mediados de los setenta se diversificaron las exportaciones llamadas menores. La inflación por su parte se mantuvo estable hasta 1971, cuando empezó a aumentar hasta situarse en dos dígitos. Como se analiza más adelante el propio régimen de minidevaluaciones era un mecanismo muy importante de indexación de los precios.

Ya para ese momento muchos países y el propio FMI habían dejado de creer en la necesidad de tener una tasa de cambio fija. Casi todos los países movieron sus tasas durante los años de 1950 y 1960 y aun así el comercio mundial continuó recuperándose. En 1971, finalmente, se pondría en jaque la estructura de los acuerdos de Bretton Woods, con la eliminación de la convertibilidad del oro en agosto de 1971 por parte de Estados Unidos cuando el precio oficial del oro se estableció en US\$42,22 la onza troy, después de permanecer estable en US\$35 desde 1945, al tiempo que el precio no-oficial del oro se triplicó en los mercados internacionales. El dólar se devaluó entonces con respecto al oro en 12 % y en otro 1 % quince meses después (Wiesner, 1978). El esquema de tasas fijas y el patrón dólar-oro entró en crisis a nivel mundial y la demora de los países en adoptar un nuevo régimen de tasas fluctuantes “significó una inundación de dólares en los mercados internacionales” (Wiesner, 1978, p. 20). En un muy poco tiempo se presentó un incremento muy grande en las reservas internacionales en el mundo y la inflación mundial fue “inevitable” (Wiesner 1978, p. 20).

Figura 11. Inflación y crecimiento del PIB 1968-1975

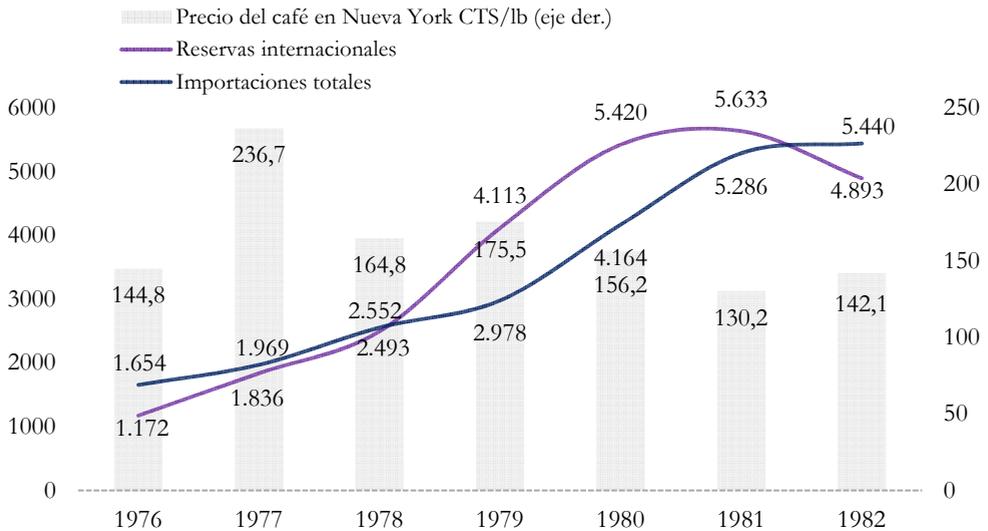


Fuente: elaboración propia.

La mayor inflación mundial y una serie de acontecimientos políticos y geopolíticos contribuyeron a la elevación de los precios del petróleo y otros

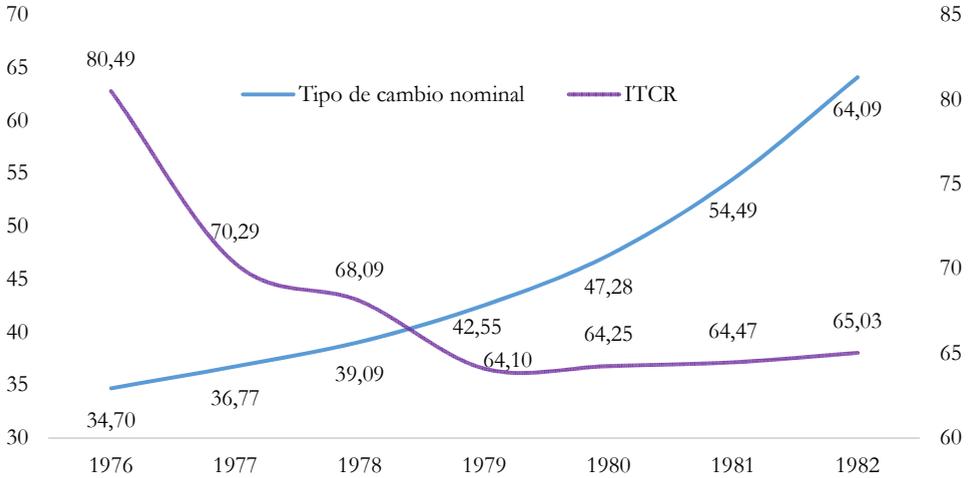
productos básicos. A mediados de los años 1970 sobrevino además un alza extraordinaria de los precios del café por la sequía de los cafetales brasileños. A pesar de todos estos choques externos, algunos positivos y otros negativos, en Colombia no se abandonó el manejo cambiario. Sin embargo, el régimen de minidevaluaciones generó problemas con la bonanza porque los mayores ingresos de divisas se monetizaban y representaban un crecimiento excesivo de los medios de pago que a su vez presionaba la inflación interna. Como consecuencia de ello las autoridades redujeron el ritmo de devaluación, medida que se acompañó con otras como la mayor liberación de importaciones y aumento del encaje marginal del 100 %. También se establecieron controles al endeudamiento privado externo y un aumento de la tributación cafetera para desacelerar la demanda interna. No obstante, el manejo macroeconómico, por ausencia de instrumentos más sofisticados, fue más bien procíclico y sus efectos benéficos sobre los ingresos del país no repercutieron en mucho mayor crecimiento sostenido de la economía.

Figura 12. Precio del café y el petróleo 1976-1982



Fuente: elaboración propia.

Figura 13. Tasa de cambio nominal y real, 1976-1982



Fuente: elaboración propia.

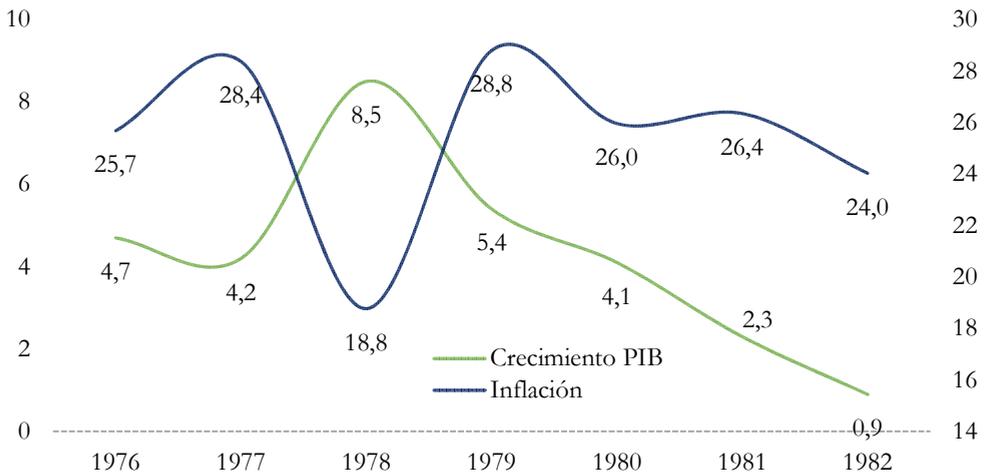
El sistema de minidevaluaciones en cambio resultó más útil en la década de 1980, cuando se desató la crisis de la deuda externa de América Latina y Colombia enfrentó un severo desajuste macroeconómico. Para resolverlo, sin reestructurar la deuda externa, devaluó la tasa de cambio dentro del régimen de las *minidevaluaciones* y acudió al FMI con el cual acordó un programa de *monitoria* de la economía que le abrió las puertas de la banca privada internacional para financiar las necesidades de inversión del país.

La economía de Colombia saldría más rápidamente de la crisis de la deuda latinoamericana que los demás países de la región. Por supuesto a ello contribuyó el hecho de que no se había endeudado tanto en los años de 1970 como otras naciones del continente. Sin embargo, el endeudamiento público sí aumentó a comienzos de los ochenta cuando comenzaron a subir las tasas de interés internacionales. Por ello, al igual que otros países latinoamericanos, hubo de ajustar la economía a partir de 1982 generando superávits cambiarios para atender el servicio de la deuda.

Ya superada la crisis y retornado las tasas de crecimiento a finales de la década, se había diagnosticado que la economía de nuestro país tenía un bajo

crecimiento potencial y se caracterizaba por tasas de inflación, aunque estables, relativamente altas (Figura 14). Buena parte de la razón de la inflación persistente podía atribuirse al propio régimen cambiario que, a través de las minidevaluaciones, perpetuaba el alza de los precios.

Figura 14. *Inflación y crecimiento del PIB, 1976-1982*



Fuente: elaboración propia.

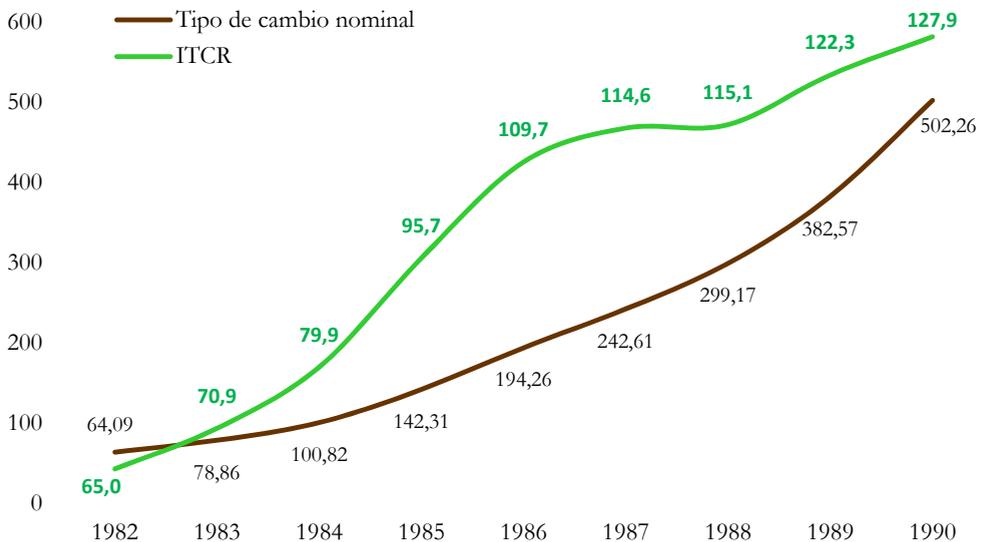
Con este diagnóstico, más el hecho de que ya a finales de los ochenta era evidente que el país enfrentaría menores precios del café por la ruptura definitiva en 1989 del acuerdo internacional del grano, comenzarían los esfuerzos por liberalizar la economía.

La liberalización sin duda representaba un paso gigante en el diseño institucional y planteaba la necesidad de realizar múltiples reformas, entre ellas los mecanismos para controlar la inflación. Ello necesariamente implicaba un cambio del régimen cambiario vigente durante más de 20 años. La verdad era que la economía colombiana ya era muy distinta de la de años anteriores, no solamente porque ya no se basaba en la exportación de un solo producto, sino que además ya había recuperado su acceso a los capitales externos, aún con el cierre de estos durante la crisis de la deuda. Cabe recordar que en 1986 no solamente había un desarrollo mayor de las exportaciones menores, sino

que ese año se reanudó la exportación de petróleo que se había suspendido en 1975.

Además, el mundo veía el ejemplo que representaban los países del sudeste de Asia, que partiendo de niveles de desarrollo incluso más bajos que muchos países latinoamericanos antes de la Guerra, ya para entonces crecían a tasas impensadas en estas latitudes, superiores al 6% con base en sus exportaciones. Colombia a duras penas lograba crecer al 4% y el peso de las exportaciones en el PIB no alcanzaba el 20% (Figura 15).

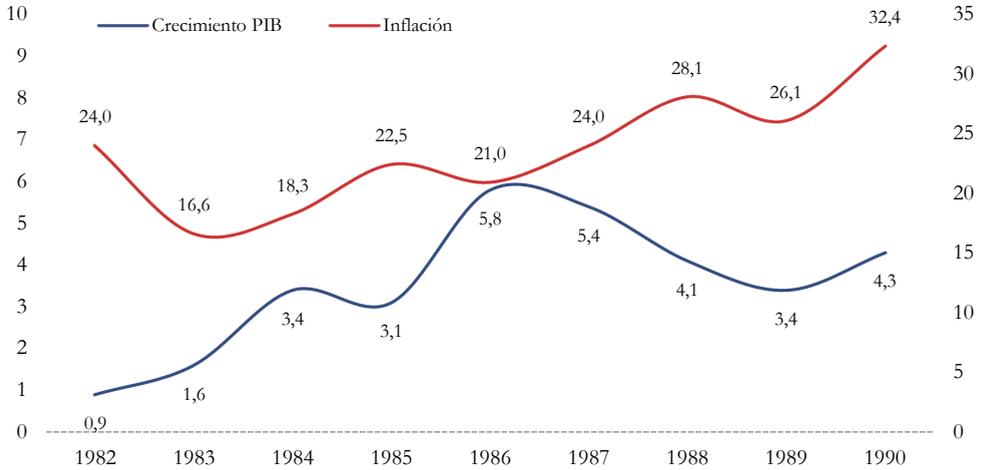
Figura 15. *Tasas de cambio, 1982-1990*



Fuente: elaboración propia.

VII. El mercado libre, las bandas y la libre flotación cambiaria: 1991-2023

En este contexto, surge el séptimo y último período 1991 a la fecha en que se abandonó definitivamente en Colombia el control de cambios vigente desde 1931. Como consecuencia de las nuevas visiones teóricas predominantes, la primera mitad de los años de 1990 fue testigo de cambios institucionales

Figura 16. Inflación y crecimiento del PIB, 1982-1990

Fuente: elaboración propia.

muy profundos en Colombia. La Constitución de 1991 ordenó la modificación de la estructura del Banco de la República y de sus competencias. Desde entonces el Emisor desarrolló sus funciones de banco central con autonomía e independencia de los gobiernos de turno, gracias a lo cual obtuvo resultados macroeconómicos, tanto en el control de la inflación como en la formulación de políticas anticíclicas; sería muy útil en los años que vendrían para responder al impacto de choques externos de diferente índole sobre la economía.

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

transacciones de divisas, redujeron en gran medida el alcance de los controles de capital e implementaron un régimen cambiario de flotación al interior de una banda (Edwards y Steiner, 2008, p.144).

En 1991 se realizaron procesos de liberación comercial y de capitales simultáneos, lo que impondría exigencias a la autoridad: la trayectoria de la tasa de cambio dependería de los movimientos comerciales y también de los de capitales. Se haría más difícil mantener la conducción de la política monetaria con una tasa de cambio controlada en un nivel en el cual las exportaciones fueran competitivas.

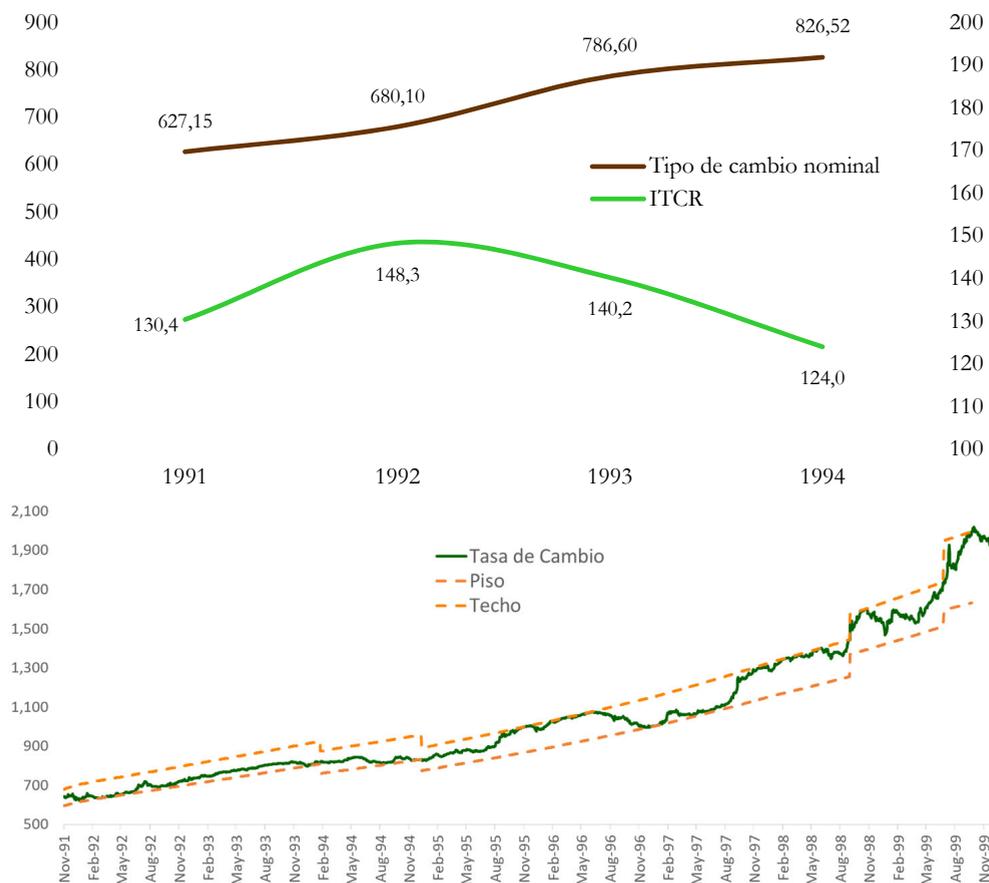
En junio de 1991, el sistema de las minidevaluaciones, o *crawling peg*, dejó de existir. Inicialmente, se adoptó una banda de flotación *sucia* determinada por el descuento del certificado de cambio en el momento de su recompra inmediata por parte del Banco de la República. Esta primera banda se mantuvo hasta enero de 1994 cuando se adoptó formalmente un sistema de banda cambiaria dentro de la cual la tasa de cambio flotaba libremente, con una revaluación del centro de la banda, motivada, en gran parte, porque en julio de 1993 se había declarado la comercialidad de los yacimientos de petróleo de Cusiana y Cupiagua, en el piedemonte de los Llanos Orientales, lo cual auguraba una gran bonanza petrolera para el país en los años siguientes.

Entre enero de 1994 y septiembre de 1999, cuando se eliminó, la Junta del Banco de la República introdujo varias modificaciones en la banda, a raíz de los choques externos de 1997 y 1998, en momentos en los cuales se registraba un enorme déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en Colombia, que cambiaron severamente los fundamentales en la economía.

La defensa del techo de la banda implicó una pérdida abultada de reservas internacionales; por esta razón, en una situación de cierre de los mercados internacionales de capital y de pérdida de credibilidad con respecto a la sostenibilidad de la política económica, las autoridades decidieron acercarse al FMI para negociar un acuerdo de facilidad extendida. Una condición para la aprobación de este programa fue la eliminación de la banda cambiaria y dejar flotar libremente la tasa de cambio. Así se hizo y el Directorio del Fondo aprobó en diciembre de 1999 el acuerdo, por tres años, con recursos de crédito hasta por USD 2 700 millones y tres años de vigencia. En retrospectiva, es claro

que las bandas cambiarias de los años de 1990 representaron una transición hacia la flotación de la tasa de cambio.

Figura 17. Tasas de cambio 1991-1994 y banda cambiaria 1991-1999

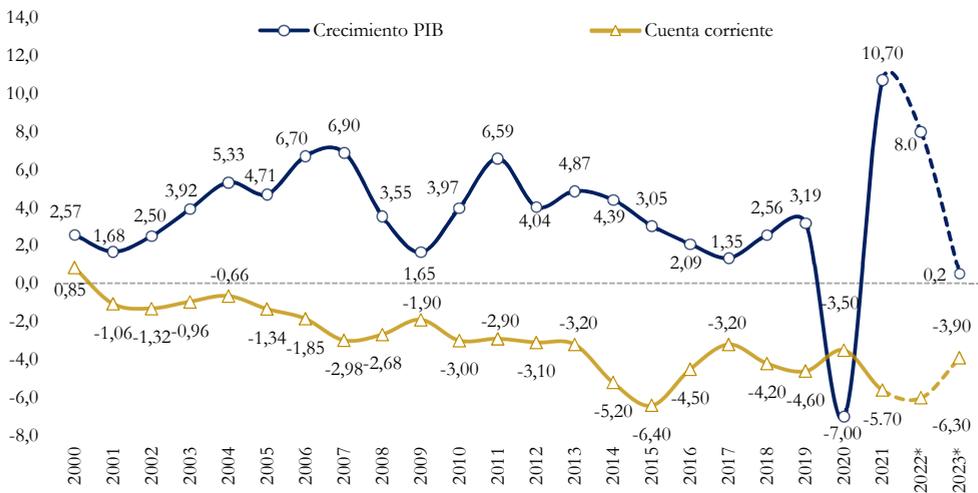


Fuente: elaboración propia.

Después de una contracción del PIB en 1999 que superó el 4%, el nuevo siglo se inició bajo el esquema de la *inflación objetivo* y flexibilidad cambiaria. El

Banco de la República avanzó hacia mayor autonomía en el manejo monetario al utilizar como instrumento la tasa de interés. Estos mecanismos facilitarían por primera vez en la historia económica del país la ejecución de políticas anticíclicas, como lo hizo exitosamente al enfrentar el impacto de la crisis financiera internacional de 2008-2009 —la Gran Recesión— sobre la economía colombiana. En efecto, aunque la actividad productiva se desaceleró notoriamente después del importante ritmo de crecimiento entre 2004 y 2007, no se registró una contracción del producto interno bruto (PIB), como sí ocurrió en otros países de la región (Figura 18).

Figura 18. Crecimiento del PIB y cuenta corriente 2000-2023



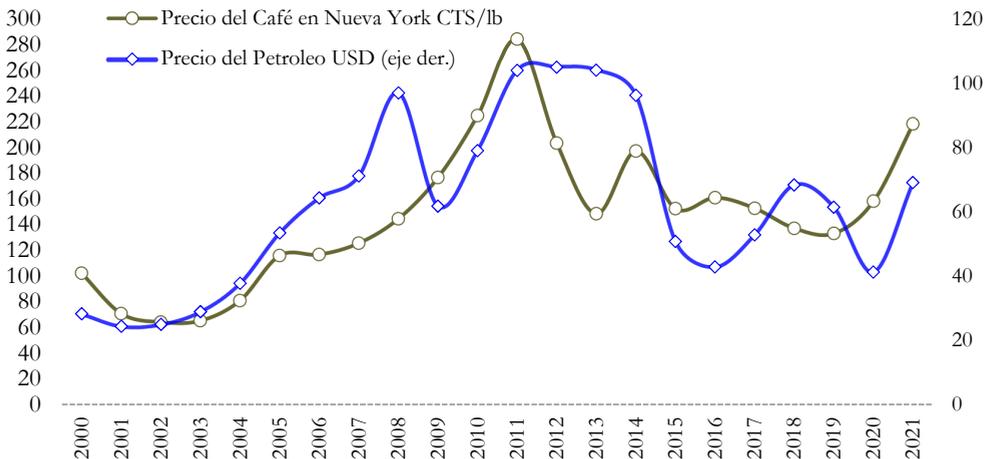
Fuente: elaboración propia.

Durante el período de consolidación del régimen de inflación objetivo y la flotación del tipo de cambio las autoridades sin embargo se debatieron en varias ocasiones sobre la necesidad de intervenir en el mercado cambiario para evitar las excesivas fluctuaciones de la tasa de cambio en el corto plazo. Entre 2002 y 2014 cuando aumentó sustancialmente el precio del petróleo (Figura 19), hubo varios períodos y formas de intervención del Banco como las opciones de volatilidad, ventas o compras de contado, *swaps*, encajes, entre otras,

como se aprecia en la Figura 20. Así mismo, en 2008, el gobierno de turno utilizó otros mecanismos para controlar la entrada y salida de capitales en varios momentos de este período como los plazos mínimos requeridos para las inversiones de capitales de corto plazo. Estas experiencias sin embargo dejaron como lección que el poder de intervención del Banco en el mercado cambiario era limitado y todavía más cuando muchos de los movimientos cambiarios respondían a eventos internacionales. Hoy en día pocos se plantean este tipo de intervenciones en el mercado cambiario.

De igual manera, al sobrevenir el colapso del precio del petróleo entre 2014 y 2019, el peso se depreció en cerca de 70 % en un período de dieciocho meses y, si bien el Banco de la República intervino en el mercado para moderar el impacto de la devaluación sobre las expectativas de inflación, la economía se estabilizó satisfactoriamente desde 2017.

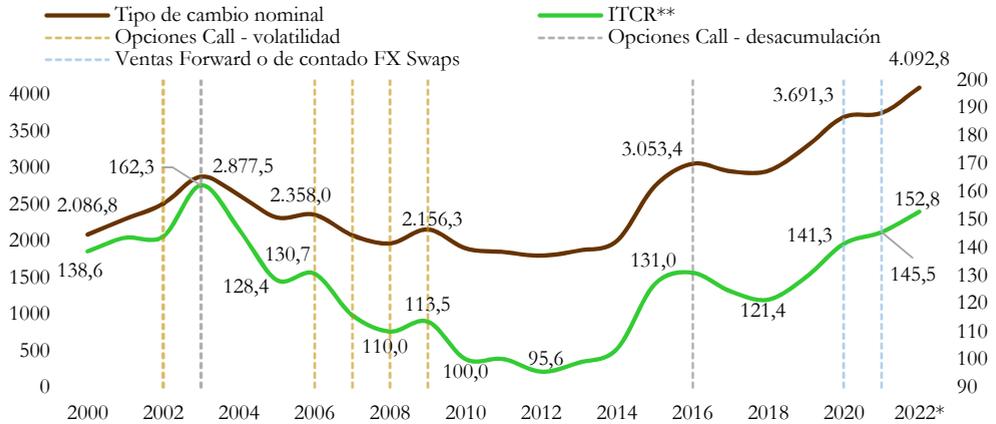
Figura 19. Precio del café y el petróleo 2000-2021



Fuente: elaboración propia.

A comienzos de 2020, Colombia recibió un choque externo de diferente índole, el de la pandemia del coronavirus, que obligó al Gobierno y a la Junta del Banco de la República a adoptar medidas drásticas durante ese año, con consecuencias profundas sobre la economía por los impactos simultáneos sobre la oferta y la demanda agregadas. El PIB se contrajo 7 % en 2020, el

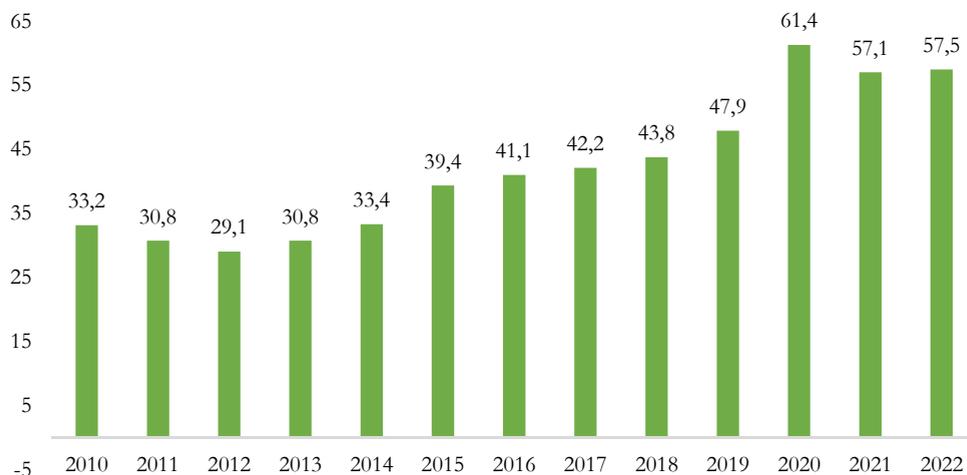
Figura 20. Tasas de cambio e intervenciones del Banco de la República, 2000-2022



Fuente: elaboración propia.

déficit fiscal cerró el año en 7,8 % del PIB y la deuda pública ascendió al 61,4 % del PIB (Figura 21). La tasa de cambio se devaluó rápidamente en los primeros meses de la pandemia, pero luego bajó y registró una caída de 12,4 % en el año, gracias al conjunto de medidas de la Junta del Banco que incorporaron las lecciones aprendidas en veinte años de flexibilización cambiaria (Figura 20). En septiembre de 2020, el directorio ejecutivo del Banco Mundial aprobó un incremento en la línea de *crédito flexible* con la cual contaba el país desde 2010 lo que contribuyó a despejar el espectro de una crisis cambiaria.

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

Figura 21. *Deuda neta del Gobierno Central como % del PIB, 2010-2022*

Fuente: elaboración propia.

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

Agradecimientos

Este artículo está basado en un ensayo más extenso sobre este mismo tema, publicado en Villar-Gómez y Esguerra-Umaña (2023). Agradecemos a Luis Eduardo Castellanos por su trabajo como asistente.

Declaración de ética

Este artículo no realizó trabajo con una persona o grupos de personas para la generación de datos empleados en la metodología, por tanto, no requirió ni obtuvo un aval del Comité de Ética para su realización.

Referencias

- Alacevich, M. (2009). *La economía política del Banco Mundial: los primeros años*.
- Avella-Gómez, M. (2016). *La economía colombiana en la Revista del Banco de la República, 1927-2015*. Banco de la República. Tomos I y II.
- Banco de la República. (1961). Notas editoriales. *Revista del Banco de la República*, 34(405), 855-881. <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/18580/18992>
- Caballero Argález, & Esguerra-Umaña, P. (2023). Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023. En L. Villar-Gómez & P. Esguerra Umaña (eds.), *Ensayos de historia económica. Cien años del Banco de la República* (pp. 53-189). CAF y Banco de la República.
- Edwards, S., & Steiner, R. (2008). *La revolución incompleta: las reformas de Gaviria*. Editorial Norma.
- El Congreso de la República de Colombia. (1967, 22 de marzo). Decreto 444 de 1967. *Sobre régimen de cambios internacionales y de comercio exterior*. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=75333>
- El Congreso de la República de Colombia. (1991, 17 de enero). Ley 9 de 1991. *Por la cual se dictan normas generales a las que deberá sujetarse el Gobierno Nacional para regular los cambios internacionales y se adoptan medidas complementarias*. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=80013#:~:text=%E2%80%9Cpor%20la%20cual%20se%20dictan,y%20se%20adoptan%20medidas%20complementarias.%E2%80%9D&text=DE%20LAS%20NORMAS%20>

GENERALES%20EN%20MATERIA%20DE%20CAMBIOS%20INTERNACIONALES

- Fondo Monetario Internacional. (2022, noviembre 30). *History of Lending Commitments: Colombia*. <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extrarr2.aspx?memberKey1=190&date1key=2022-11-30>
- Garritsen De Vries, M. (1987). *Balance of Payments Adjustment, 1945 to 1986: The IMF Experience*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2016/12/30/Balance-of-Payments-Adjustment-1945-to-1986-The-IMF-Experience-21>
- Krueger, Anne O. (1983). *Exchange-Rate Determination*. Cambridge University Press.
- Wiesner Durán, E. (1978). *Política monetaria y cambiaria en Colombia*.