



# **Análisis e interpretación de la incidencia de las fluctuaciones del dólar y el euro en el mercado cambiario colombiano**

**Carlos Mario de los Ríos Colorado**

**Elizabeth González Restrepo**

**Juliana Restrepo Sánchez**

Institución Universitaria Esumer  
Facultad de Estudios Internacionales  
Medellín, Colombia

2011



# **Análisis e interpretación de la incidencia de las fluctuaciones del dólar y el euro en el mercado cambiario colombiano**

**Carlos Mario de los Ríos Colorado**

**Elizabeth González Restrepo**

**Juliana Restrepo Sánchez**

Trabajo de investigación presentado para optar al título de:

**Profesional Negocios Internacionales**

Director:

Andrés Felipe Hincapié Rodríguez

Administrador de empresas y especialista en gerencia de proyecto

Línea de Investigación:

Lo jurídico y lo político del comercio internacional

(Derecho Público Internacional, Derecho Público Privado, Relaciones Internacionales).

Institución Universitaria Esumer

Facultad de Estudios Internacionales

Medellín, Colombia

2011



*(Dedicatoria o lema)*

A Dios, fuente de todo bien, por permitirnos el suficiente entendimiento para llegar a este punto de la vida, por darnos salud para disfrutar estos momentos y conciencia para discernir lo bueno que hemos recibido, sin ello, no podríamos darnos esta oportunidad de reconocer su presencia a través de seres admirables en nuestra historia personal.

Igualmente queremos dedicar este trabajo, que representa el último esfuerzo en este ciclo de aprendizaje, a las personas más importantes en nuestras vidas, nuestros padres, quien cuyo esfuerzo y apoyo ha hecho posible este logro.



## **Agradecimientos**

Ante todo darle gracias a Dios por darnos la oportunidad y los medios para estudiar, de igual forma queremos agradecerle a todos aquellos docentes que con sus explicaciones ayudaron a forjar nuestro conocimiento, a nuestro asesor y a nuestros familiares por todo el apoyo brindado, su compromiso y dedicación, que de alguna u otra forma nos ayudaron en el desarrollo de esta monografía, sin los cuales no hubiera sido posible mostrar un balance positivo, como el que aquí se presenta.

Estamos convencidos que no se pueden lograr resultados si no se trabaja en equipo y si cada uno de sus integrantes no asume su responsabilidad en beneficio del cumplimiento de la misión de la Institución. El apoyo que recibimos particularmente en los momentos difíciles, muestra ahora sus frutos y nos permite presentar una facultad fortalecida y deseosa de continuar adelante.





## Resumen

Esta investigación está desarrollada a partir del análisis, de fuentes secundarias y sondeos de opinión, sobre la volatilidad del dólar americano y el euro “guerra de divisas” en los mercados internacionales y en especial la fluctuación de estas dos monedas, su incidencia en los exportadores, importadores, gobierno y sector financiero, así mismo se hace un breve recuento sobre la historia en el patrón oro al patrón dólar, la implementación del sistema monetario europeo y como el dólar llegó a ser la divisa más utilizada. En la misma también son mencionados el riesgo de mercado y cambiario a los que se enfrenta el mercado colombiano causados por las constantes volatilidades y los efectos originados, abordando elementos de análisis que permiten comparar e identificar la estabilidad del dólar y el euro como monedas internacionales y a su vez la incidencia en el mercado colombiano, dando cumplimiento a los objetivos propuestos, tales como consecuencias de la guerra de divisas y su efecto domino, incidencias en las reservas internacionales de Colombia, mecanismos de intervención del Banco de la República en el mercado y fluctuaciones en el tipo cambiario del peso colombiano frente al dólar americano y el euro.

Finalmente los resultados obtenidos en el desarrollo de esta monografía fueron económicos, financieros e institucionales, los cuales se enmarcan principalmente en fluctuaciones de monedas fuertes vs. monedas débiles, sistemas monetarios y cambiarios fragmentados, desvalorización de las reservas internacionales y mecanismos de intervención por parte del banco central e inestabilidad de los mercados de divisas por la gran utilización del dólar americano, todo esto generando un efecto directo al mercado colombiano.

### Palabras clave:

Mercado Cambiario, riesgo cambiario y de mercado, volatilidad, fluctuación, tipo cambiario, reservas internacionales y divisas.

## **Abstract**

This investigation was developed from the analysis, secondary sources and opinion surveys, about the volatility of the American dollar and Euro “currency war” in the international markets and specially the fluctuation of these two currencies, their impact in the exporters, importers, government and financial sector, this way, a brief account about the history from gold pattern to the dollar standard was made, the implementation of the European monetary system and how the dollar came upon being the most used currency. Likewise, this text mentions the markets threats, and the obstacles that the Colombian market is facing caused upon the volatilities and the effects produced, addressing analytical elements that let you compare and identify the stability of the dollar and euro as international currency and showing its incidence in the Colombian market, complying with the proposed objectives, such as the consequence of the currency war and its effect domain, incidents in the Colombian international reserves, intervention mechanisms of the Republic Bank in the market and the difference upon the Colombian peso and American dollar and Euro.

Finally the results obtained in the development of this monograph were economic, financial and institutional, which are marked fluctuations mainly in strong currency versus weak currency, monetary systems and fragmented exchange, impairment of international reserves and intervention mechanisms from the main banks and volatility in the currency markets due to the strong use of the American dollar, all of this causing a direct effect in the Colombian market.

## **Keywords:**

Exchange Market, exchange rate and market risk, volatility, fluctuation, exchange rate, international reserves and currency.

# Contenido

	<u>Pág.</u>
<b>Lista de gráficas</b> .....	XII
<b>Lista de tablas</b> .....	XIII
<b>Lista de abreviaturas</b> .....	XIV
<b>Introducción</b> .....	1
<b>1. Formulación del Proyecto</b> .....	<b>3</b>
1.1 Antecedentes.....	3
1.2 Estado del Arte.....	5
1.3 Planteamiento del problema.....	7
1.4 Justificación.....	9
1.5 Objetivos.....	11
1.5.1 Objetivo general.....	11
1.5.2 Objetivos específicos.....	11
1.6 Marco metodológico.....	12
1.6.1 Método.....	12
1.6.2 Metodología.....	12
1.7 Alcances.....	12
<b>2. Ejecución del Proyecto</b> .....	<b>15</b>
2.1 Marco Teórico.....	15
2.1.1 Dólar vs. Euro, un pequeño bosquejo en la historia.....	15
2.1.2 Mercado Cambiario.....	22
2.2 Análisis de la Información.....	31
2.2.1 Estabilidad en el tipo cambiario del peso colombiano COP.....	31
2.2.2 Guerra de Divisas y sus consecuencias en el mercado cambiario Colombiano.....	37
2.2.3 Mecanismos de intervención para mitigar los riesgos de mercado.....	38
2.2.4 Incidencia en las Reservas Internacionales de Colombia.....	39
<b>3. Hallazgos</b> .....	<b>45</b>
<b>4. Conclusiones y recomendaciones</b> .....	<b>50</b>
4.1 Conclusiones.....	50
4.2 Recomendaciones.....	52
<b>Referencias bibliográficas</b> .....	<b>53</b>
<b>ANEXOS</b>	
<b>A. Anexo: Matriz de análisis de involucrados</b> .....	<b>56</b>

## Lista de Gráficas

	<u>Pág.</u>
<b>Gráfica 1.</b> Árbol de problemas.....	10
<b>Gráfica 2.</b> Aversión al riesgo en Estados Unidos y Europa.....	25
<b>Gráfica 3.</b> VIX Vs Índices de monedas.....	27
<b>Gráfica 4.</b> COP / USD vs LACI.....	27
<b>Gráfica 5.</b> Cambios oficiales del euro del BCE.....	28
<b>Gráfica 6.</b> Unidades monetarias de COP por USD & EUR.....	32
<b>Gráfica 7.</b> Fluctuación del tipo cambiario del euro frente al dólar Americano. ....	34
<b>Gráfica 8.</b> Tasa de cambio peso colombiano por euro.....	35
<b>Gráfica 9.</b> Comparativo año actual y año anterior de la TRM.....	36
<b>Gráfica 10.</b> Reservas internacionales de Colombia.....	41
<b>Gráfica 11.</b> Cambio Euro / Dólar Americano.....	42
<b>Gráfica 12.</b> Rentabilidad histórica de las reservas.....	43

## Lista de tablas

	<b>Pág.</b>
<b>Tabla 1:</b> Devaluación de monedas frente al dólar americano.....	26
<b>Tabla 2:</b> Unidades monetarias de pesos Colombianos – COP – por dolares americanos – USD - & euros - EUR . .....	32
<b>Tabla 3:</b> Devaluacion COP Vs Dólar & Euro. ....	33
<b>Tabla 4:</b> Mecanismos de intervención del Banco de la República .....	39

## Lista de abreviaturas

TLC.	Indica el tratado de libre comercio.
EUR.	Indica el signo representativo del euro.
USD.	Indica el signo representativo del dólar americano.
COP.	Indica el signo representativo del peso colombiano.
EEUU.	Indica los Estados Unidos de América.
VSTOXX.	Indicador que mide la volatilidad del euro.
VIX.	Indicador que mide la volatilidad sobre las opciones put.
ADXY.	Indicador del comportamiento de las monedas de Asia.
LACI.	Indicador del comportamiento de las monedas de Latinoamérica.
BCE.	Indica el Banco Central Europeo.
FMI.	Indica el Fondo Monetario Internacional.
UE.	Indica la comunidad política y económica Unión Europea.
TRM.	Indica la tasa representativa del mercado.
BR.	Indica el Banco de la República.
OIC.	Indica las operaciones internas cambiarias.
FIAR.	Indica el Fondo Latinoamericano de Reservas.
CERT.	Indica el certificado de reembolso tributario.
SIG.	Indica el sistema informativo del Gobierno.
DEG.	Indica los derechos especiales de giro.

# Introducción

El presente trabajo de grado está enfocado en realizar un análisis muy detallado de la estabilidad del dólar y euro como monedas internacionales y su gran impacto en el mercado cambiario colombiano, para lo cual se realizó una investigación que evaluó mediante una interpretación de datos, gráficas y noticias, como fuentes secundarias que permitieron asumir una perspectiva de la posición de dichas monedas en el mercado colombiano y su incidencia en los diferentes actores de nuestra economía.

Es evidente que en la actualidad la inestabilidad del dólar americano y el euro como monedas internacionales han generado gran incertidumbre en los mercados internacionales. La volatilidad cambiaria del peso colombiano frente a dichas monedas, ha presentado cada vez más manifestaciones de fortalecimiento del peso colombiano frente a éstas y mostrando a simple vista algunos sectores de la economía como primeros afectados, los cuales mencionaremos posteriormente. Así mismo se hace un breve recuento sobre la historia en el patrón oro al patrón dólar, la implementación del sistema monetario europeo y como el dólar llegó a ser la divisa más utilizada.

Finalmente, con esta monografía veremos como la alta volatilidad en el tipo de cambio del peso colombiano con el dólar americano y el euro, incide a los actores involucrados (exportadores, importadores, gobierno y sector financiero), y las consecuencias que trae para el mercado colombiano estos comportamientos tan fluctuantes que se vienen dando a partir de factores económicos mundiales generando poca competitividad para las economías emergentes como Colombia.





# 1. Formulación del Proyecto

## 1.1 Antecedentes

Más que estudios o investigaciones, se han venido implementado estrategias o como se muestra hoy en día falencias o caídas del mercado, con doble sentido que en si envuelven un sin fin de intenciones con tal de controlar el mercado global, entre las cuales podemos encontrar algunas como lo enuncian Domínguez (2009) “La estrategia de devaluar el dólar obedece a que los EEUU quieren repartir las pérdidas que han tenido en su balanza comercial en absurdas guerras como la de Afganistán e Irak, entre todos los países que tienen sus reservas internacionales en dólares”.

Yendo más a fondo podemos ver que estrategias tan simples como de la que se habla a continuación, nos demuestran lo equivocados que estamos o nos muestran lo oculto detrás de todas esas situaciones “EEUU abarata sus productos e introduce en mercados europeos y asiáticos como "dumping". Por lo que la devaluación del dólar se ve como una estrategia y no como una tragedia”. (Domínguez, 2009)

Se tienen antecedentes de que no es la primera vez que el país norteamericano se encuentra en estos aprietos, ya que en los 80' se presentó una reducción en la producción, por un dólar sobrevaluado que contrajo la tasa de ganancia en la industria y desplazó las inversiones a la tecnología y la Bolsa. En el portal de BBC (2009) se argumenta lo siguiente:

Europa es uno de los principales afectados por la debilidad del dólar. Un euro más fuerte (o dicho de otra manera, un dólar más débil) vuelve menos competitivas las exportaciones europeas, es decir, los productos y/o servicios europeos se vuelven más caros frente a los estadounidenses.

A lo anterior se suma que el alto endeudamiento del gobierno federal estadounidense tiene el potencial de elevar las tasas de interés en los mercados financieros. De hecho, las tasas de interés de los fondos federales (tasa de referencia en los mercados internacionales) ya han comenzado a subir.

El incremento de las tasas de interés no sólo perjudica a los consumidores estadounidenses, sino que también afecta la deuda de los países en vías de desarrollo al tener que desembolsar mucho más de sus bolsillos a la hora de pagar sus compromisos financieros.

¿Qué podemos esperar del dólar? Sin dudas, un dólar débil beneficia en el corto plazo al gobierno, al mantener contentos a los exportadores estadounidenses, al mismo tiempo que financia el abultado déficit comercial.

Como menciono recientemente en Portafolio Herrera (2011) indica que:

En un reciente estudio, los investigadores Hernán Rincón y Jorge Toro, del Banco de la República, analizaron la efectividad de los controles de capital y la intervención cambiaria que ha realizado el mismo Banco. El estudio busca estimar si las intervenciones del Emisor en el mercado cambiario y los controles a los flujos de capital adoptados por este son medidas efectivas para depreciar el peso colombiano, reducir la volatilidad de la tasa de cambio y su sensibilidad ante choques externos. La motivación principal del trabajo surge del hecho de que durante la más reciente crisis financiera, la mayoría de países emergentes mostró un buen desempeño económico que motivó la entrada de flujos de capital a estas economías, generado presiones de apreciación en sus monedas; fenómeno que resultó particularmente marcado en Colombia y que podría llevar al deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la formación de burbujas sobre el precio de los activos, un excesivo financiamiento interno y un aumento en la fragilidad financiera del país.

Usando datos diarios desde 1993, los autores diseñaron un modelo para medir la efectividad de las intervenciones del Banco Central en la tendencia de apreciación registrada por el peso colombiano en los últimos años. Como resultado principal, se encuentra que estas intervenciones no fueron exitosas para inducir una depreciación de la moneda y, por el contrario, incrementaron la volatilidad de la tasa de cambio peso/dólar; al parecer por el hecho de que las intervenciones son anunciadas por el Banco de la República, dando un amplio margen de acción a los especuladores del mercado cambiario, quienes conocen de antemano el monto de las compras/ventas de la autoridad

cambiaría y reducen la incertidumbre sobre los resultados que tendrán dichas operaciones. En cuanto a los controles a los flujos de capital, los resultados sugieren que no generan resultados significativos en el control del nivel de la tasa de cambio, aun cuando contribuyen a que no se incremente su volatilidad. Finalmente, como un resultado muy importante, se encuentra que durante el periodo en el cual fueron implementadas tanto las políticas de intervención como las de control de capitales (2008-2010), la interacción de ellas resultó ser significativa para depreciar el peso, sin generar aumento en la volatilidad de la tasa de cambio.

Los resultados de las estimaciones empleadas en el modelo que plantea el documento indican, en primer lugar, que los controles de capital no son significativos estadísticamente en la mayoría de los casos; y cuando lo son, el retorno promedio de las tasas de cambio cae en lugar de incrementarse; mientras que a nivel de la volatilidad sobre la tasa de cambio, el control no tiene efecto alguno. Sin embargo, se encuentra evidencia de que los controles de capital ayudaron a frenar las presiones de devaluación y a reducir la volatilidad de la tasa de cambio durante los periodos de fuertes efectos externos.

## 1.2 Estado del Arte

El conflicto es el elemento central de la geopolítica y las relaciones internacionales, igualmente estas relaciones geopolíticas son dinámicas, estratégicas y jerárquicas, lo cual en la actualidad también ocurre con las monedas, por esto Cohen (2006) plantea en el texto “La geopolítica de las divisas y el futuro del sistema internacional”:

La cuestión central es la descomposición de los nítidos monopolios territoriales que los Gobiernos nacionales han reivindicado históricamente en la gestión del dinero, en lugar de un monopolio, lo que tenemos ahora es más parecido a un oligopolio, un número finito de proveedores autónomos, Gobiernos nacionales, compitiendo incesantemente entre ellos para configurar y gestionar la demanda de sus monedas respectivas.

Como resultado, la población del universo monetario cada vez se está volviendo más estratificada, adoptando el aspecto de una enorme Pirámide de Monedas –estrecha en la parte superior, donde se sitúan las monedas más fuertes, y con una base cada vez más ancha, lo que refleja diferentes niveles de inferioridad competitiva. En la actualidad, una moneda está claramente muy por encima del resto: el dólar estadounidense, familiarmente conocido como greenback. El dólar es la única verdadera moneda global; se

emplea para todos los usos habituales del dinero (medio de cambio, unidad contable, depósito de valor) en prácticamente todos los rincones del mundo.

También podemos encontrar opciones o alternativas como las que plantea el Banco de la República de Colombia (2011) a continuación:

Mensualmente se subastan a los intermediarios del mercado cambiario opciones o derechos de venta de dólares al Banco de la República, los cuales se pueden hacer efectivos siempre y cuando la Tasa Representativa del Mercado (TRM) se encuentre por debajo de su promedio móvil de los últimos 20 días. Esta condición garantiza que el Banco de la República comprará dólares exclusivamente cuando la TRM se sitúe por debajo de su tendencia, esto es, cuando exista una amplia oferta de dólares en el mercado.

Cuando la TRM se sitúe al menos 2% por encima o por debajo de su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles, el Banco de la República realizará subastas de opciones o derechos de venta o compra de divisas, respectivamente. Después de efectuada esta intervención, el Banco puede actuar discrecionalmente en el mercado cambiario dentro del mes de duración de las opciones, siempre y cuando se vuelva a cumplir la condición antes mencionada.

Podemos ver que desde diferentes partes del mundo nos afectan decisiones o acontecimientos que día a día nos acometen y llevan a tomar medidas al respecto, entre estas encontramos algunas positivas subastas de bonos en España y Portugal que pueden disparar temores sobre la crisis de deuda en la zona euro, lo que favoreció a las divisas latinoamericanas, como lo enuncia Oré (2011, 17 de enero) “existe mucha volatilidad, pero la tendencia general que se sigue mostrando, muy a pesar de todo, es para apreciación de las monedas en la región. Las bajas tasas de interés en países desarrollados, que apuntan a impulsar el crecimiento económico, han atraído enormes flujos a otros países como Brasil, lo que ha llevado a una ola de intervenciones en la región”.

### 1.3 Planteamiento del problema

En la actualidad la inestabilidad del dólar y el euro como monedas internacionales, ha generado gran incertidumbre en los mercados internacionales, en especial el dólar, puesto que no se sabe a ciencia cierta si seguirá ocupando la cúspide de la “Pirámide de Monedas” (Cohen, 2004, p. 2) afectando fuertemente el mercado colombiano.

Planteamientos que problematizan el Objeto de Estudio

Este problema se refleja a partir de una matriz de análisis de involucrados<sup>1</sup>, donde se estableció una secuencia de problemáticas por cada grupo de actores: Exportadores e Importadores, Gobierno y Sector Financiero, las cuales se irán resolviendo en esta investigación, y que enmarcarán los objetivos de la misma.

- Exportadores e Importadores

Para este grupo de actores se recopilieron los siguientes intereses individuales: a) Incrementar acuerdos bilaterales y TLC's, b) Estabilidad en tasas de cambio, c) Disminuir los costos financieros en las operaciones de venta de divisas, d)Facilidad en el manejo de las operaciones de cambio, e)Aumento en los cupos para créditos a través de Bancóldex, f)Aprovechar tendencia a la baja del dólar para comprar en el exterior (importadores), g)Facilidad en la moneda de negociación.

Así mismo se determinaron unas problemáticas percibidas: a) Revaluación del peso frente al dólar, b)Alta volatilidad, generando poco estabilidad en el tipo de cambio, c) La revaluación del peso genera menos competitividad en los mercados internacionales (exportadores), d) Cierren de empresas, e) Poco conocimiento en la conversión de divisas diferentes al dólar en pesos, f) Devaluación del peso frente al dólar, g) Aumento de los costos generados en las transacciones bancarias.

- Gobierno

Con este actor se encontraron los siguientes intereses individuales: a) Estabilidad en la balanza comercial y de pagos, b)Incentivar y promover el Comercio Internacional, c) Generar empleo, d) A través del Banco de la Republica conservar un nivel en la

---

<sup>1</sup>El análisis de involucrados permite identificar todos aquellos que pudieran tener interés o que puedan beneficiarse directa o indirectamente del objeto de estudio, mediante este proceso se investigan sus roles, interés, poder relativo y capacidad de participación (Ver Anexo 1).

acumulación de reservas internacionales, e) Incrementar el PIB, d) Promoción y protección de las inversiones desde y hacia Colombia.

Los problemas percibidos son: a) Desempleo por el cierre de empresas afectas por el tipo de cambio, b) Costos por el proceso de adaptación financiera y de uso en el cambio de una moneda a otra, c) La volatilidad puede comprometer los objetivos de estabilidad financiera y el funcionamiento adecuado del sistema de pagos, d) Riesgo cambiario y de mercado, e) Aumento en gastos en gastos inherentes al control, desarrollo y protección del mercado.

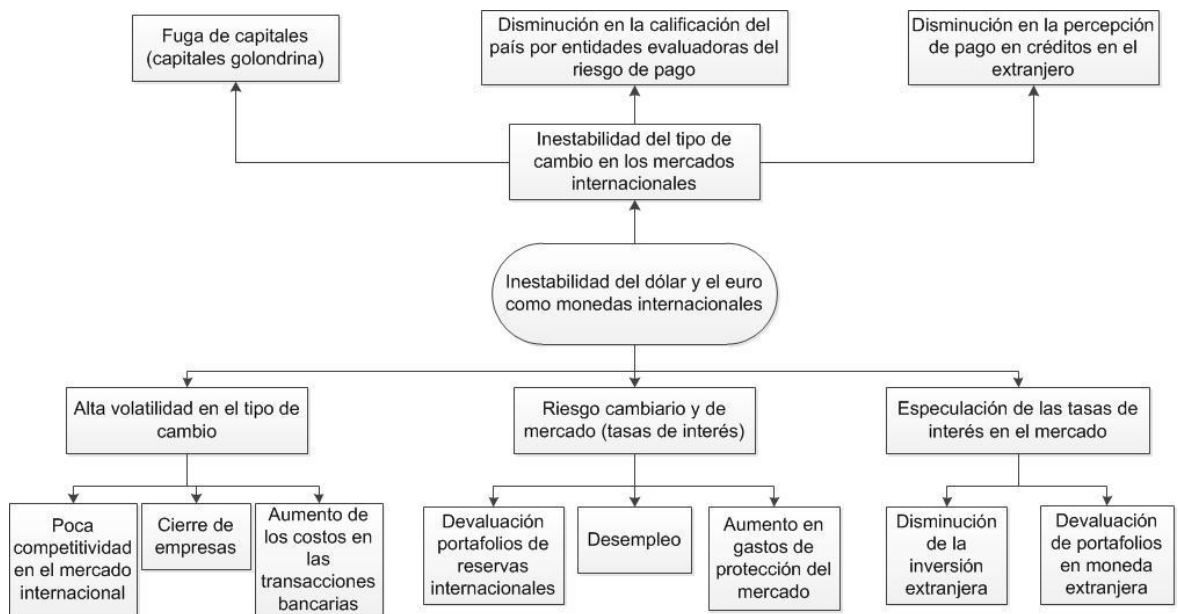
- Sector financiero

Para este actor, al igual que los dos anteriores, se hallaron unos intereses individuales, como se muestra a continuación. a) Controlar niveles de especulación, b) Equilibrar los costos de las transacciones comerciales, c) Aumento de la capacidad de endeudamiento externo con exterior entidades, d) Promocionar una política fiscal expansiva e) Mejorar la calificación de riesgo de pago, f) Valorización de los portafolios en moneda extranjera, g) en las líneas de crédito para financiar el comercio exterior.

La problemática para este actor se describe así: a) Inestabilidad en las tasas, fluctuaciones generadoras de ruido, ocasionando variaciones en el mercado, b) Si se opta por una divisa su uso no resultará rentable a menos que parezca probable que otros también vayan a hacer un uso extensivo de ella.

Finalmente para los cuatro actores implicados en este análisis de involucrados, se halló un interés común, el fortalecimiento del dólar frente al euro como moneda internacional, que permita estabilizar el tipo de cambio en los mercados, en base a este interés se desarrollará la problemática para esta investigación, enmarcada en la inestabilidad del dólar y el euro como monedas internacionales.

La gráfica 1, denominada árbol de problemas, ilustra el problema con un punto central, para a partir de este hallar las causas y efectos.

**Gráfica. 1. Árbol de Problemas.**

## 1.4 Justificación

Cuando se habla de divisas, se hace referencia al grupo de monedas que se utilizan en un país para llevar a cabo, generalmente, actividades o transacciones a nivel internacional.

Actualmente se puede definir un mercado como el espacio donde se lleva a cabo el intercambio, la venta y la compra de bienes, servicios o mercancías por parte de unos compradores que demandan esas mercancías y tienen la posibilidad de comprarlas.

Los bancos centrales también participan activamente en el mercado de divisas, las reservas internacionales de los países están invertidas, en su mayoría, en divisas. Dependiendo de las economías, el dinero en circulación en éstas y las políticas económicas, los bancos centrales deciden entrar o no en el mercado de divisas para comprar o vender, porque a través de todo esto podemos garantizar un flujo positivo o una acumulación de riqueza en el sentido que vamos tener una inversión que a futuro nos va a generar una rentabilidad, adicionalmente nos va a condicionar a la hora de tranzar o generar créditos o alternativas financieras.

### Justificación Teórica

El mundo está ante una nueva faceta de la crisis económica, que, como ya dicen algunos, más parece un virus mutante que se extiende por todas partes del planeta, adoptando distintas formas. Lo que comenzó como una crisis inmobiliaria se convirtió en una tormenta financiera, para posteriormente alcanzar dimensión de recesión mundial. Más adelante se transformó en forma de crisis fiscal y del empleo y ahora se ha transformado en una "guerra de divisas" o de tasas de cambio, pero lo que no se ve es que tras de todo esto están las bajas intenciones de países que solo buscan implementar o radicar sus políticas, para controlar y mantener todo bajo su vigilancia. Y así poder llegar a todas partes e imponer reglas con las cuales manipular y tener el mercado a su favor, inclusive cuando las estadísticas muestran lo contrario.

### Justificación Social

Los Bancos centrales inyectan liquidez para sostener sus sistemas financieros, y estos recursos buscan otros mercados donde las tasas sean más rentables. Aunque el problema tiene que ver más con la política monetaria que con países que quieran manipular la tasa de cambio para robarle crecimiento a otros. En la historia eso no ha funcionado. Todos los países que han manipulado la tasa de cambio al final terminan pagándolo con inflación. La competitividad de una economía no se puede lograr solo con base en la tasa de cambio, eso es falso. Eso se logra con capacidad de crecimiento, con sus exportaciones, con productividad, con un sistema educativo. Si la tasa de cambio fuera una variable que al manipularse llevara a la prosperidad, ya América Latina sería la zona más próspera del mundo, pero lo que se busca con esto es prepararnos y argumentarnos para tomar mejores decisiones, garantizando mercados más dinámicos y diversos.

Devaluar el dólar favorece el interés nacional de Estados Unidos por varias razones. Primero, porque es el único país del mundo cuya deuda externa está denominada en su propia moneda. Esto significa que al devaluarla disminuye su deuda. En segundo lugar, porque esto le permite promover las exportaciones, y en tercero, porque de esta manera puede tomar una represalia, no explícita, contra la política mercantilista.



### Justificación Personal

Dado que el mercado cambiario en Colombia es afectado por las fluctuaciones del dólar americano y el euro, se optó por este tema como objeto de conocimiento para la carrera profesional facilitando información relevante para brindar herramientas al sector exportador e importador, que permitan mejorar la competitividad en el mercado internacional, implementando gestiones para cubrirse contra el riesgo cambiario ayudando así a las empresas a realizar mejores procesos de toma de decisiones en inversiones de capital.

## **1.5 Objetivos**

### **1.5.1 Objetivo general**

Analizar la estabilidad del dólar y el euro como monedas internacionales y su incidencia en el mercado colombiano.

### **1.5.2 Objetivos específicos**

- Comparar la fluctuación en el tipo cambiario del peso frente al dólar y el euro.
- Analizar las consecuencias generadas por la guerra de divisas entre el dólar y el euro en el mercado colombiano.
- Identificar los mecanismos de intervención del Banco de la Republica en el mercado colombiano que ayudan a mitigar el efecto domino causado por la inestabilidad del dólar.
- Identificar la incidencia de la fluctuación del dólar en las reservas internacionales en Colombia.

## 1.6 Marco metodológico

### 1.6.1 Método

El método que se utilizará para abordar el objeto de estudios la investigación, interpretación y análisis de datos, gráficas y noticias, con enfoques cualitativos y cuantitativos, que permitan asumir una perspectiva de la posición del dólar y el euro en el mercado colombiano y su incidencia en actores como los exportadores, importadores, gobierno y sector financiero.

### 1.6.2 Metodología

**Recolección de información Secundaria:** ya que este trabajo es netamente investigativo e interpretativo esencialmente se recurrirá a fuentes secundarias de información como bibliografía sobre divisas y tasas de cambio, noticias, publicaciones gubernamentales, consulta de estadísticas y cuadros comparativos, así desarrollar el objeto de estudio con el análisis y priorización de la información.

No obstante, se desarrollarán algunos diseños de instrumentos, por medio de fases metodológicas como lo son: fase de identificación, diseño y formulación, ejecución y seguimiento y evaluación, que comprende el análisis de involucrados con sus causas y efectos y sondeos de opinión escrita a especialistas, en temas sobre mercado de divisas, conversión de tasas y reservas internacionales.

## 1.7 Alcances

Con esta investigación se busca analizar la inestabilidad del dólar y el euro como monedas internacionales y la incidencia que esto puede generarle al mercado colombiano en el marco de 3 años, tomando como inicio el año 2009, a partir del estudio de actores involucrados<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Exportadores, importadores, gobierno y sector financiero.

Se analizará e interpretará la situación del dólar actualmente y su cotización frente al euro en los mercados de divisas, ya sean bursátiles o conversión de tasas de cambio.



## 2. Ejecución del Proyecto

### 2.1 Marco Teórico

#### 2.1.1 Dólar vs. Euro, un pequeño bosquejo en la historia

Inicialmente se busca dar una reseña historia desde el patrón oro al patrón dólar, el inicio del llamado sistema monetario europeo y como el dólar llegó a ser la moneda central del sistema monetario internacional.

Del patrón oro al patrón dólar

Escribe Cardona (2004):

En el periodo 1870-1914, la Comunidad Internacional realizó sus transacciones comerciales recurriendo a monedas de libre conversión, las cuales se encontraban respaldadas por oro. El patrón-oro vivió su mejor período en esta época, cuando los países emitían dinero utilizando como respaldo la cantidad de oro acumulado en las reservas internacionales del Banco Central. De este mundo los tipos de cambio de las divisas tendían a ser fijos. (p. 25)

Esta situación no podía cambiar, puesto que el valor de las divisas lo definía la cantidad de oro que las respaldaba. El patrón oro fue desmontado al iniciarse la primera guerra mundial, durante esta, transacciones comerciales fueron básicamente de carácter local, la autarquía caracterizó las relaciones internacionales de la época. Fueron escasos los intercambios internacionales, estos se realizaban únicamente entre aliados y, generalmente, se pagaban con oro a través de operaciones de trueque. El dinero se salió de circulación. (p. 26)

Culminada la guerra, las divisas fluctuaron al vaivén de la oferta y la demanda. Desaparecido el patrón-oro, las transacciones comerciales se siguieron realizando (en volúmenes reducidos) recurriendo a las divisas que se intercambian entre sí, pero cuyo precio lo definía el mercado. (p. 26)

La Conferencia de Bretton Woods fue el punto de partida para uno de los periodos más estables de las relaciones económicas internacionales de toda la historia. En dicha conferencia se debatieron dos tesis, las cuales pretendían definir las reglas de juego del sistema monetario internacional de la segunda postguerra. (p. 27)

La primera tesis fue la propuesta británica, presentada por John Maynard Keynes, quien consideraba que el sistema monetario internacional no podía seguir dependiendo de la moneda de un solo país y que debía, en lugar de ésta, crearse una moneda mundial. (p. 27)

La propuesta británica pretendía que las relaciones económicas internacionales de la posguerra se realizaran recurriendo, como mecanismos de pagos, a una cámara de compensación regulada por una especie de banco mundial, utilizando como medio de pago una unidad de cuenta internacional denominada Bancor. (p. 27)

La propuesta británica pretendía que el sistema financiero internacional fuera una preocupación global, donde los países incidieran, de manera proporcional a su tamaño económico, en el funcionamiento y estabilidad del mecanismo, tanto desde el punto de vista de la liquidez, como del poder adquisitivo del dinero. Pero, la propuesta que triunfó fue la elaborada por el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Douglas White, quien consideraba que la solidez del dólar sería la garantía para un comercio internacional estable. (p. 30)

La tesis <<White>> establecía que el dólar tendría un tipo de cambio fijo, y que este sería fijado por el respaldo en oro que tendría la moneda. Ante esta situación, Estados Unidos se convertiría en la <<reserva mundial de oro>>, todos los países cambiarían sus reservas metálicas por la divisa norteamericana. Este sistema de patrón-dólar-oro estaría respaldado por las garantías que ofrecía la estabilidad económica de la potencia norteamericana y por el compromiso de la Reserva Federal de cambiar dólares por oro en caso de que los tenedores de la divisa estadounidense así lo exigieran. Se conservaban, entonces, los principios del patrón oro, se asumía el dólar como moneda central del sistema monetario internacional, y se aprobó una tasa de cambio de este a partir de una cotización fija de US\$35 por onza troy del metal precioso. (p. 30)

Igualmente Arditi (1997) en su artículo La impureza de los universales, expresa:

Hasta 1971, fijar una tasa de cambio entre distintas divisas nacionales era un procedimiento bastante directo gracias al patrón del dólar-oro. Los acuerdos de Bretton Woods de 1944 establecieron un sistema de tipo de cambio fijo mediante el cual se fijaba el valor de una moneda en relación con el oro. En este sistema, el dólar estadounidense se convirtió en la medida universal, sobre todo debido a la confianza que proporcionaba la convertibilidad del dólar en oro. (p. 58)

En esa época, el Banco Federal de Reserva de Estados Unidos poseía el 80% del total de las reservas mundiales de oro. Lo usaba para respaldar el dólar garantizando que cualquier Banco Central que tuviera divisas estadounidenses pudiese convertirlas en oro cuando lo deseara a un precio fijo de 35 dólares por onza. Esto cambió en 1971, cuando el gobierno del presidente Nixon suspendió la convertibilidad del oro y de ese modo precipitó el derrumbe del patrón oro y de Bretton Woods. El mercado se quedó sin unidad de medida referencial para determinar el tipo de cambio o el poder de compra de una moneda en relación con otra. (p. 58)

La ausencia de un patrón fijo no impidió que el mercado estableciera el valor de las divisas, tan sólo lo obligó a buscar un mecanismo diferente para hacerlo. Después de 1971, el régimen de tasa fija fue reemplazado por un sistema de tasa flexible con el cual las monedas quedaban libres para flotar unas con respecto a las demás. Esto significa que su fuerza y debilidad individuales no siempre quedaban uniformes, es decir, la paridad no se determinaba uniformemente: el marco podía subir frente a la libra pero perder terreno frente al yen o al dólar, el franco podía ganar terreno contra el dólar, pero perderlo en relación con el yen, etc. El nuevo contexto introdujo la asimetría en el sentido de un «desarrollo desigual y combinado» de tipos de cambio, así como la contingencia en el valor de las monedas nacionales. También era más complejo debido tanto a la variedad de criterios involucrados en el cálculo de los valores de las monedas, como a la necesidad de adecuar cálculos estratégicos al peso cambiante de cada criterio. Gareth Evans, un especialista en divisas de Rothschild Asset Management, resume el lado operativo de este nuevo contexto de la siguiente manera: «Tenemos un plan estratégico de doce meses que se sobrepone a una visión táctica de entre una semana y tres meses. Observamos las diferentes monedas. Luego tomamos el valor de las monedas en relación unas con otras, que es una técnica conocida en el mercado como paridad del poder de compra. También debe atenderse a las tasas de interés relativo en los distintos países y a los flujos de capital entre monedas. Y además uno debe reaccionar a acontecimientos inesperados, tales como el estallido de hostilidades en el Golfo». (p. 58)

Obsérvese que este ejemplo evita plantear tanto un terreno absoluto como una particularidad pura. La equivalencia no está regida por una norma única y fija, una «medida de medidas» como el patrón dólar-oro. Tampoco se basa en la decisión arbitraria y aislada de cada banco central. Por el contrario, se construye mediante la interacción de diversos criterios. Éstos incluyen la fuerza relativa de la economía de cada país, los efectos de los acontecimientos políticos como guerras o elecciones, las expectativas de la gente sobre el impacto de las políticas monetarias y fiscales, fluctuaciones en las tasas de interés y operaciones especulativas de las casas de cambio y los bancos centrales. Así, la paridad se produce y se transforma de manera continua mediante la interacción de estos criterios en el juego de lenguaje de los mercados cambiarios. (p. 59)

Como se manifiesta en los párrafos anteriores el sistema de Bretton Woods no fue tan exitoso, Cardona (2004) argumenta que esta crisis parte de un proceso lógico, lo que Estados Unidos utilizó inicialmente como herramienta para posicionarse en los mercados mundiales se le devolvió como un “bumerang” sobre su economía, ya que a medida que Japón y Alemania fueron reconstruyendo sus economías, sus balanzas comerciales fueron tomando una posición de Superávit, desplazando los productos norteamericanos del mercado mundial. Comprendido así los norteamericanos que el sistema de patrón cambio oro le permitía al resto de gobiernos, menos a ellos, intervenir sobre el mercado de divisas, generando apreciaciones o depreciaciones de las monedas , según su balanza de pagos, siendo Estados Unidos el único país que no podía promover devaluaciones de su moneda, ya que era cotizada con respecto al patrón metálico y no con relación a las otras monedas, generando así un déficit comercial en los norteamericanos y para que éste se redujera los alemanes y japoneses debían revaluar sus monedas.

### El Sistema Monetario Europeo

Cardona (2004) señala:

En 1979, los países de la Comunidad Europea (entonces eran 9 integrantes), decidieron entrar en una nueva fase de su proceso de integración: la coordinación de las políticas monetarias. Con este acuerdo, los países europeos perseguían una mayor estabilidad en sus relaciones comerciales y con el resto del mundo. Ya, en ese momento se planteaba la necesidad de una moneda única. El primer paso que se dio fue el alineamiento de las diferentes monedas a través de un sistema de tipos de cambio fijos-ajustables, el cual fue denominado el sistema de la serpiente. (p. 40)



(...) Para garantizar la estabilidad del sistema, los países europeos, y en particular sus autoridades económicas, debían respetar parámetros predeterminados en términos de políticas fiscales y de tasas de interés. Como mecanismo supranacional que permitiera el logro de los objetivos, se creó el ECU. Éste era una unidad de cuenta calculada sobre la base de una canasta de monedas, dándole a cada moneda un valor ponderado, proporcional al peso económico de cada país. La participación de cada moneda, dentro de la estructura del ECU, dependía, entonces, del crecimiento económico de cada país. (p. 41)

Las funciones del ECU estaban relacionadas, básicamente, con las transacciones entre los bancos centrales de los países miembros de la Unión Europea. Los tipos de cambio de las monedas europeas se calculaban con base en la relación que estas mantenían con el ECU, o sea que, el tipo de cambio entre las monedas europeas se calculaba de manera indirecta, al utilizar el ECU como puente para ello. (p. 42)

(...) Del llamado Tratado de Maastrich surgió la decisión de dirigir los esfuerzos hacia la última etapa de la integración monetaria: la creación de la Moneda Única Europea. (p. 45)

El Tratado de Maastrich estipuló que la nueva Unión Económica y Monetaria es un proceso fundamentada en cinco principios, de los cuales solo se mencionarán dos: Fijación irrevocable de tipos de cambio y una moneda única: El Euro (Cardona, 2004).

Con respecto al Euro, Cardona explica que solo hasta el 1 de enero de 1999 entro en funcionamiento el Euro como moneda Europea, pero entro en circulación a partir del 2002. Desde 1999 los tipos de cambio de las monedas de los países participes de la unión y el Euro son fijos, es decir, no se dan fluctuaciones. La política monetaria y cambiaria de los países se fundamentaba en el Euro. Las transacciones privadas se cotizaban en euros, no obstante los pagos se siguieron efectuando durante 4 años en las diferente divisas nacionales, ya desde el 2002 los pagos se realizan totalmente en Euros. Para 1998 once de los quince países integrantes de la UE ya habían asegurado su participación en el sistema, la no participación de algunos países restantes se debió a dificultades en el cumplimiento de todos los requisitos enumerados en el Tratado de

Maastrich, para garantizar la estabilidad de la moneda, y los otros por falta de voluntad política al interior del país, como lo fue Gran Bretaña, Suecia y Dinamarca.

Es importante resaltar que con el manejo del Euro a partir de 1999, la conversión de monedas intraeuropeas no se consideraba una operación cambiaria, con ello se dio la desaparición de las comisiones que ganaban los intermediarios, por tal motivo los costos de transacciones bancarias se redujeron, el riesgo cambiario desaparece de manera inmediata y la especulación o las operaciones de cobertura desaparecen en las transacciones de los once países (Cardona, 2004).

Desde sus inicios, el Euro ha sufrido fluctuaciones significativas. En su etapa de transición, la devaluación fue evidente, lo que refleja el buen comportamiento que vivía la economía norteamericana a finales del decenio de los 90, contrario al relativo estancamiento del crecimiento macroeconómico en Europa Occidental y Central. Sin embargo, la entrada en plena vigencia del Euro marco el inicio de una fuerte apreciación de la moneda con respecto al dólar norteamericano (Cardona, 2004, p. 50).

El liderazgo de mercado del dólar

Desde los inicios del sistema de Bretton Woods Estados Unidos logro situar al dólar como la divisa para transar en el sistema monetario internacional, teniendo como respaldo una economía sólida.

Con relación a esto Cohen (2004) plantea:

En la actualidad, una moneda está claramente muy por encima del resto: el dólar estadounidense, familiarmente conocido como greenback. El dólar es la única verdadera moneda global; se emplea para todos los usos habituales del dinero (medio de cambio, unidad contable, depósito de valor) en prácticamente todos los rincones del mundo. Desde su posición dominante de mercado, EEUU obtiene ventajas económicas y políticas significativas (p. 2).

La señal más clara del liderazgo del dólar como moneda internacional es la que muestra el mercado mundial de divisas, en el cual, según el Bank for International Settlements (BIS, 2002), el dólar es el vehículo preferido para el intercambio de divisas en todo el mundo, apareciendo en un lado u otro de aproximadamente el 90% de todas las transacciones en 2001 (el último año para el que se dispone de estos datos. El dólar

estadounidense supone también el vehículo preferido para la facturación del comercio internacional, donde se calcula que representa cerca de la mitad de todas las exportaciones mundiales (Hartmann, 1998), más del doble de la proporción de EEUU en el comercio mundial total (p. 3).

No es de sorprender que todo este uso internacional y extranjero-nacional del dólar parezca traducirse en ventajas considerables para EEUU, tanto en términos económicos como políticos. Aunque minimizados por algunos (como Wyplosz 1999: 97-100), los beneficios derivados de un liderazgo del mercado en cuestiones monetarias pueden de hecho ser bastante sustanciales. Podrían citarse cuatro ventajas claras. La mejor conocida es el potencial de señoreaje (o monedaje). Una mayor circulación transfronteriza de la moneda de un país genera el equivalente a un préstamo subvencionado o libre de intereses del extranjero, una transferencia implícita que representa una ganancia de recursos reales para la economía en su conjunto (p. 4).

Una segunda ventaja es la mayor flexibilidad de la política macroeconómica otorgada por el privilegio de poder depender del dinero de uno mismo para ayudar a financiar los déficits externos. Una mayor circulación transfronteriza reduce el coste real del ajuste a shocks de pago imprevistos, interiorizando mediante el crédito lo que de otra forma serían transacciones externas que exigirían un intercambio de valiosas divisas. De hecho, reduce la necesidad de preocuparse por la balanza de pagos al formular y poner en práctica políticas nacionales. ¿Quién se acuerda de la última vez en que los responsables en Washington incluyeron activamente una preocupación por nuestros amplios déficit actuales o nuestro tipo de cambio en los debates sobre el curso de la política monetaria y la política fiscal? (p. 5)

En tercer lugar, otra ventaja, de carácter más psicológico, es la adquisición del estatus y el prestigio que van unidos al dominio del mercado. El dinero, como ya he escrito en alguna otra ocasión (Cohen 1998), lleva mucho tiempo representando un papel simbólico clave para los Gobiernos, útil (al igual que las banderas, los himnos o los sellos de correos) como medio de cultivar un sentido especial de identidad nacional. Pero ese papel crítico se ve minado en la medida que una moneda local pueda llegar a verse desplazada por una divisa extranjera más popular, especialmente una moneda como el dólar estadounidense, que tanto se emplea a diario. Al público extranjero se le recuerda constantemente el alto lugar ocupado por EEUU en la comunidad de las naciones. Como escribió en su día el Premio Nobel Robert Mundell, “las grandes potencias tienen grandes monedas” (1993: 10). De hecho, el dólar se ha convertido en un poderoso símbolo de la

supremacía estadounidense, un ejemplo de lo que el politólogo Joseph S. Nye (1990) denominó “potencia suave” (softpower): la capacidad de ejercer una influencia mediante la determinación de creencias y percepciones. Aunque obviamente resulta difícil de cuantificar, el papel de la reputación en geopolítica no debería subestimarse (p. 5).

Por último, está la ventaja de la “potencia bruta” (hardpower) .geopolítica que se deriva de la dependencia monetaria de otros. Por un lado, un país emisor está mejor protegido de las influencias externas en el ámbito nacional. Por otro lado, también se encuentra en una mejor posición de perseguir objetivos en el extranjero sin limitación alguna, o hasta de ejercer cierto grado de coacción a nivel internacional. Como nos recuerda el politólogo Jonathan Kirshner (1995: 29, 31), “el poder monetario es un componente altamente eficaz del poder de un Estado, (...), el instrumento más poderoso de coerción económica del que disponen los países en posición de emplearlo”. El dinero, después de todo, es sencillamente control sobre recursos reales. Si puede negarse a otro país el acceso a los medios necesarios para adquirir bienes y servicios vitales, dicho país será claramente vulnerable en términos políticos (p. 5).

### **2.1.2 Mercado Cambiario**

Se busca abordar el tema sobre el mercado de divisas, con el tipo de cambio, el riesgo cambiario y de mercado, explicar la importancia de un tipo de cambio flexible (el actualmente utilizado en Colombia) y como el Banco Central interviene para contralar la volatilidad, generados por la inestabilidad del dólar y la constante guerra entre el dólar y el euro.

#### **Mercado de divisas y volatilidad**

Como expresan Duttagupta, Fernández y Karacadag (2006) sobre los tipos de cambios flexibles y la volatilidad en el mercado de divisas:

El tipo de cambio fijo, que vincula el valor de una moneda al de otra moneda extranjera fuerte como el dólar o el euro, presenta muchas ventajas, especialmente para los países en desarrollo que procuran forjar la confianza en sus respectivas políticas económicas. En este tipo de régimen cambiario son menores, en general, las tasas de inflación. No obstante, los países con tipo de cambio fijo parecen ser más vulnerables a las crisis cambiarias y a las crisis gemelas (yuxtaposición de crisis cambiarias y bancarias) que los países con regímenes cambiarios más flexibles. En rigor, a medida que las

economías maduran y estrechan sus vínculos con los mercados financieros internacionales, las ventajas de la flexibilidad del tipo de cambio parecen ganar terreno. (p. 3)

La operación de un régimen cambiario flexible hace necesario un mercado de divisas que sea lo suficientemente líquido y eficiente para que el tipo de cambio pueda responder a las fuerza de mercado, y limite los episodios de excesiva volatilidad en número y duración, así como las desviaciones respecto al tipo de cambio de equilibrio (el tipo de cambio que se corresponde con los parámetros fundamentales de la economía de un país) de modo tal que puedan determinarse los precios de mercado mediante la libre interacción de compradores y vendedores (p. 5).

En general, el mercado de divisas consiste en un mercado interbancario mayorista en el que los operadores autorizados (normalmente bancos y otras instituciones financieras) comercian entre sí, y un mercado minorista en el que los operadores autorizados efectúan transacciones con los clientes finales (hogares o empresas). Las características de un mercado líquido son: márgenes relativamente estrechos entre el tipo de cambio comprador y vendedor; bajos costos de transacciones; volumen de negocios suficiente para limitar el impacto de las transacciones individuales sobre los precios; sistemas de negociación, compensación y liquidación que facilitan la pronta ejecución de órdenes, y una amplia gama de participantes activos en el mercado (p. 6).

(...)en un régimen flexible, la intervención oficial [Banco Central]en el mercado de divisas es opcional, o discrecional, aunque las autoridades tienen la potestad de intervenir y de hecho lo hacen, normalmente para corregir desajustes, apaciguar mercados desordenados, suministrar moneda extranjera y acumular reservas. (...) Los mercados de divisas, al igual que el resto de los mercados, son imperfectos. Por ejemplo, cuando los inversionistas compran o venden en forma masiva ("efecto de manada") o cuando lo hacen debido a las fluctuaciones de los precios y no con base en los parámetros fundamentales de la economía, puede producirse un desajuste entre una moneda y los fundamentos económicos del país, y esto puede tener repercusiones graves. Entre otras cosas, una moneda sobrevaluada perjudica la competitividad de las exportaciones de un país, mientras que un tipo de cambio subvaluado podría alimentar la inflación. (...) La volatilidad puede tener costos políticos porque el tipo de cambio constituye una medida simbólica del éxito de la gestión macroeconómica de un gobierno. Y los desajustes prolongados y las fluctuaciones erráticas del tipo de cambio pueden inducir a errores

gruesos en las proyecciones de los costos e ingresos del sector real, y dificultar la planificación y la inversión a largo plazo.(p. 9)

Incluso cuando las autoridades detectan un desajuste o una volatilidad desestabilizadora del tipo de cambio, la intervención del banco central no siempre corrige el problema. La práctica demuestra que la eficacia de la intervención para influir sobre el tipo de cambio es dispar y, al parecer, el impacto de la intervención sobre el tipo de cambio es efímero. Los estudios empíricos arrojaron como resultado que la intervención tiende a incrementar, en lugar de reducir, la volatilidad del tipo de cambio. Por lo tanto, la volatilidad cambiaria a corto plazo no siempre justifica la intervención, especialmente cuando tiene lugar en un mercado líquido u ordenado. La volatilidad puede reflejar que el mercado se encuentra en el proceso de formación de precios y enviar señales provechosas a las autoridades y a los participantes del mercado. (p.10)

En general, los bancos deben ser selectivos en sus intervenciones y parsimoniosos al usar las reservas en moneda extranjera. La dificultad para detectar los desajustes cambiarios y los mercados desordenados implica que las decisiones respecto a la oportunidad y la magnitud de la intervención son subjetivas y quizás inadecuadas. (p. 11)

### Riegos Cambiario y de Mercado

Dutttagupta et al. (2006) explican que evaluar la exposición al riesgo cambiario implica un análisis detallado del balance centrado en la composición monetaria, los vencimientos, la liquidez, y la calidad del crédito de los activos y pasivos denominados en monedas extranjeras.

(...) la exposición de los sectores empresarial y bancario al riesgo de tasa de interés puede limitar la capacidad del banco central para administrar la política monetaria utilizando las tasas de interés en lugar de intervenir en el mercado de divisas.

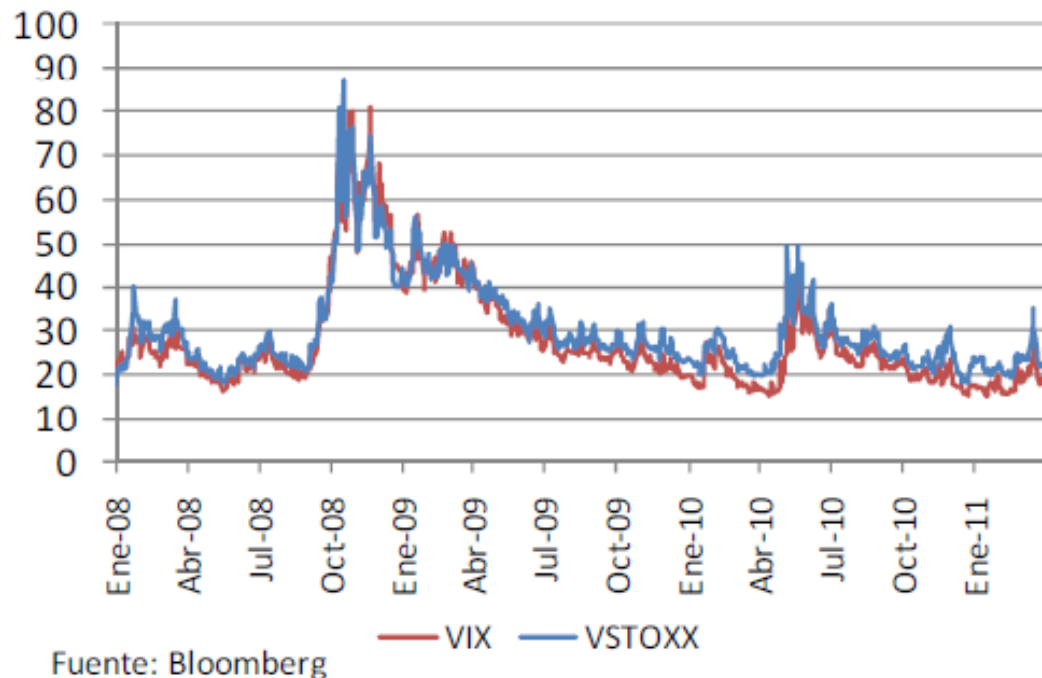
En el primer trimestre del 2011 el dólar estadounidense se debilitó frente a monedas tanto de países desarrollados como emergentes. Las monedas que más se revaluaron frente al dólar fueron la corona checa, el rublo ruso y el euro. Las tasas de cambio de Latinoamérica también se fortalecieron frente al dólar. La revaluación del peso colombiano en el periodo se puede explicar principalmente por factores internos como la reversión de una devaluación significativa por un evento específico ocurrido a finales del

2010, la mejora de calificación a grado de inversión y los resultados económicos mejores a los esperados (Banco de la Republica de Colombia [Banrepública], 2011, p. 3).

### *Usos del dólar Americano y el Euro*

Con la Gráfica 2, se da una mirada al entorno internacional con la aversión al riesgo, tanto en Estados Unidos como en Europa, teniendo en cuenta los índices VIX y VSTOXX<sup>3</sup>, donde se puede observar que la aversión al riesgo disminuyó levemente antes la señales de recuperación económica de las principales economías, es importante resaltar que durante este periodo los precios de los productos básicos presentaron aumentos significativos, incluyendo el precio del petróleo que aumento 17%, influencia por los problemas políticos en los países de oriente medio. Adicionalmente es importante notar que en marzo se presentó un aumento transitorio en la aversión al riesgo, por el desastre natural que se presentó en Japón, generando temores por las consecuencias del mismo (Banrepública, 2011).

**Gráfica 2.** Aversión al riesgo en Estados Unidos y Europa



<sup>3</sup> El índices VSTOXX y el VIX (Volatility Index) miden la volatilidad, el primero mide la volatilidad respecto al EuroStoxx y el segundo es un oscilador financiero que mide la volatilidad sobre las opciones puts del S&P 500, es una medida ampliamente utilizada de riesgo de mercado.

En la Tabla 1 se puede observar el comportamiento del mercado cambiario con la devaluación de otras monedas frente al dólar Americano, se puede observar en el periodo analizado el debilitamiento del dólar americano frente a sus principales cruces. Las monedas que presentaron mayor revaluación frente al dólar estadounidense fueron la corona checa con 7,7%, el rublo ruso con 6,9% y el euro con 5,5% (Banrepública, 2011).

**Tabla 1.** Devaluación de monedas frente al dólar americano.

	Tasa de Cambio	1T11		Tasa de Cambio	1T11
<b>MONEDAS PRINCIPALES</b>	Zona Euro	-5,5%	<b>ASIA</b>	Korea	-2,6%
	Gran Bretaña	-2,6%		India	-0,3%
	Australia	-0,9%		Hong Kong	0,1%
	Nueva Zelanda	2,5%		China	-0,9%
	Canadá	-2,7%		Malasia	-1,2%
	Dinamarca	-5,4%		Tailandia	0,7%
	Suiza	-1,7%		Indonesia	-3,2%
	Japón	2,5%		índice ADXY	-0,7%
<b>LATINOAMÉRICA</b>	Colombia	-2,2%	<b>OTROS</b>	Islandia	-0,7%
	Brazil	-1,8%		Rusia	-6,9%
	México	-3,5%		Polonia	-4,0%
	Argentina	1,8%		Rep. Checa	-7,3%
	Perú	-0,1%		Israel	-1,3%
	Chile	2,0%		Sur África	2,2%
	índice LACI	-1,5%			

Fuente: Bloomberg

En la Gráfica 3 se analizan el índice VIX vs. Índices de monedas, a partir de las tasas de cambio de Asia (ADXY<sup>4</sup>), Latinoamérica (LACI<sup>5</sup>) y USTW, reflejando revaluaciones de las monedas de 0,7%, 1,5% y 3,7% respectivamente. El comportamiento de las monedas

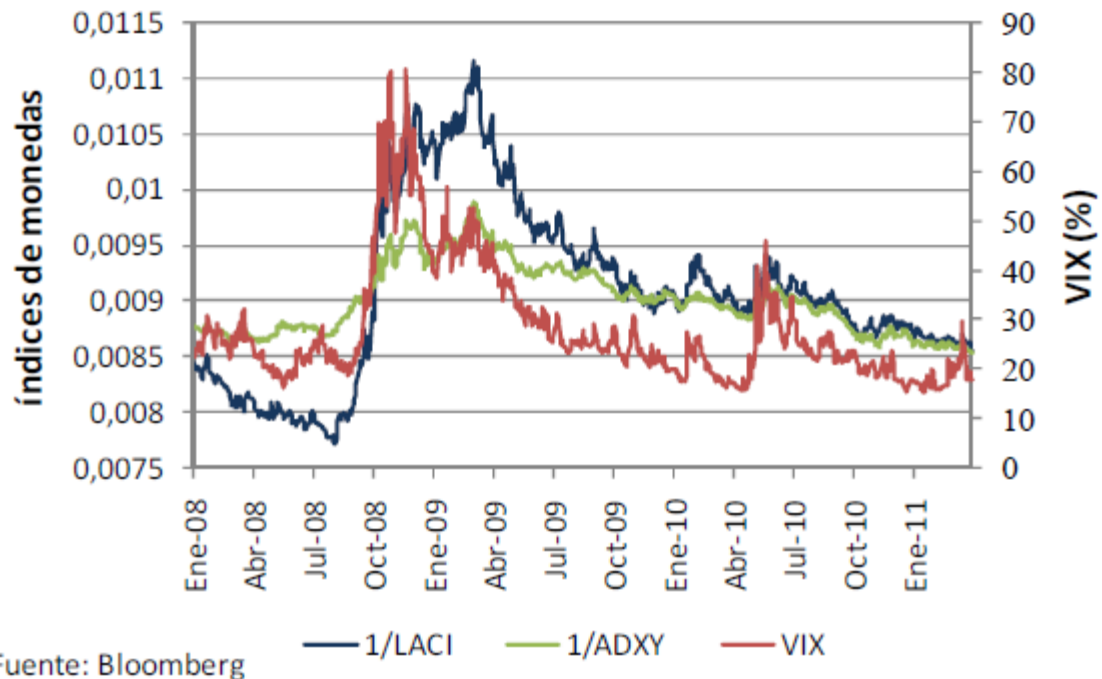
<sup>4</sup> Índice del JP Morgan y Bloomberg que recoge el comportamiento de las monedas de Asia. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa spot de las monedas de 10 países (China, Japón, Hong Kong, India, Indonesia, Sur Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia)

<sup>5</sup> Índice del JP Morgan que recoge el comportamiento de las monedas de Latinoamérica. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa spot de las monedas de 6 países (Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú).

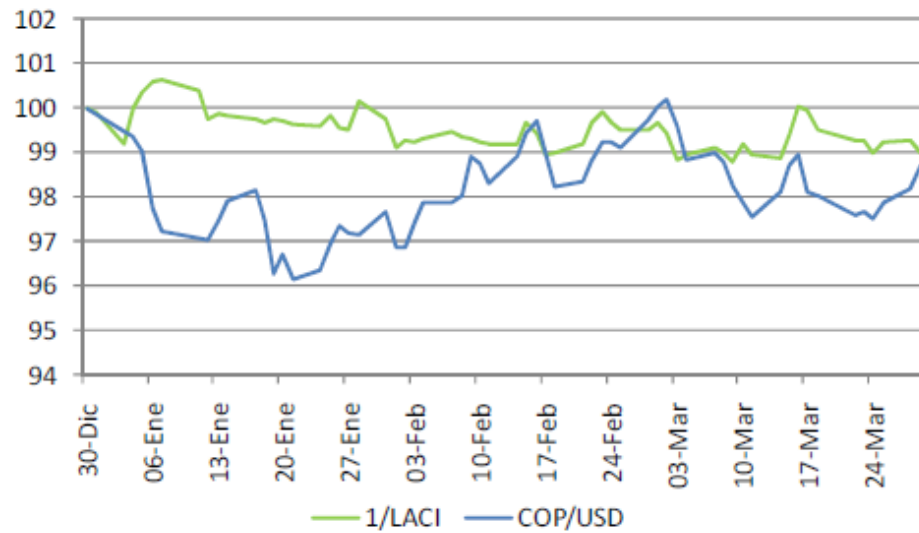


de los países emergentes se puede explicar por los mayores flujos de capital hacia estas economías ante la disminución de la aversión al riesgo cambiario internacional y el estímulo monetario por parte de los países desarrollados, igualmente por el aumento en los precios de los productos básicos, que son la fuente de divisas para estos países (Banrepública, 2011).

**Gráfica 3.** VIX vs. Índices de monedas.



Durante el primer trimestre del 2011 el peso colombiano presento una revaluación de 2,2%, como se muestra en la gráfica 4, que ilustra el índice LACI y la tasa de cambio COP/USD, donde la monedas de la región como el COP se revaluaron (Banrepública, 2011).

**Gráfica 4.** COP/USD vs. LACI.

Fuente: Banco de la Republica, Colombia.

La gráfica 5 ilustra los tipos de cambio diarios oficiales del euro del BCE –Banco Central Europeo – expresado en unidades por euro, en la gráfica se puede apreciar entre mediados del 2010 y 2011 una devaluación del euro frente al dólar.

**Gráfica 5.** Cambios oficiales del euro del BCE

Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España.

Como expresan en el 2007 Bertuch-Samuels y Ramlogan, en la edición de marzo de la revista Finanzas & Desarrollo del FMI:

El euro se ha establecido rápida y firmemente como la segunda moneda internacional más importante del mundo. Su importancia internacional ha sobrepasado holgadamente no solo a las monedas europeas que reemplazó, sino también a las otras monedas internacionales principales: la libra esterlina y el yen japonés. Y, aunque el Banco Central Europeo (BCE) no promueve activamente el uso del euro en el exterior, su importancia sigue creciendo (p. 46).

Desde un punto de vista funcional [del euro], sus mayores adelantos han sido en las transacciones financieras internacionales —sobre todo como moneda de denominación de títulos de deuda internacionales—y en menor grado en las transacciones de comercio internacional. Desde una óptica geográfica, la función del euro como moneda internacional sigue confinada principalmente a los países que tienen lazos regionales y políticos con la zona del euro, entre ellos los miembros de la Unión Europea (UE) que no han adoptado el euro, los países candidatos a ingresar a la UE, y la zona del franco CFA de África. Algunos dirían que la limitación geográfica de la importancia del euro significa que aún no está en la misma categoría del dólar (p. 46).

En cuanto al uso *oficial*, aproximadamente un tercio de los países que vinculan su moneda de algún modo utilizan el euro como ancla. Este grupo se compone principalmente de países miembros de la UE no integrantes de la zona del euro, candidatos o posibles candidatos a ingresar a la UE, y países africanos de habla francesa. La mayor parte de los dos tercios restantes —en Asia, África, Oriente Medio y América Latina— usan el dólar como ancla. (...) La participación del euro ha aumentado a expensas del dólar y el yen. Los países en desarrollo mantienen una mayor participación de sus reservas en euros que los países industriales, a raíz del predominio de las reservas en euros de los países vecinos a la zona del euro y África francófona (p.p. 46-47).

En cuanto al uso *privado*, el euro ha sobrepasado al dólar como la moneda más importante de emisión de bonos y pagarés internacionales (que se definen como emisiones en moneda extranjera y moneda nacional para no residentes). En efecto, las emisiones netas en euros han aumentado más que las de otras monedas y a fines de septiembre de 2006 comprendían casi la mitad de la masa de bonos y pagarés internacionales circulantes en el mundo. (...) En los mercados cambiarios, el euro es actualmente la segunda moneda más negociada después del dólar, y el euro-dólar es la

combinación de monedas más negociada, lo cual parece indicar que el euro es una moneda vehículo importante en las transacciones cambiarias. La escasa información del BCE sobre el comercio indica que el euro es la moneda más importante para facturar el comercio entre los países de Europa integrantes y no integrantes de la zona del euro, pero que casi no se utiliza en el comercio internacional fuera de la zona. Ello podría obedecer, en parte, al hecho de que el comercio de mercancías tradicionalmente se factura en dólares (p. 47).

Son cuatro los factores que determinan en gran medida la función del euro como moneda internacional: El primero es *Tamaño económico y apertura*, cuanto más grande y dinámica sea una economía, mayor será la influencia económica mundial que podría ejercer, en parte porque el tamaño económico y la apertura están muy correlacionados con los flujos de comercio y capital. Con una población mayor que la de Estados Unidos, y una economía agregada relativamente abierta y de un tamaño casi igual (o quizá mayor si se considera a toda la UE), la zona del euro está en condiciones de imprimirle al euro una importante función internacional. El *segundo Estabilidad de los precios y el tipo de cambio*, cuanto mayor sea la estabilidad de precios y del tipo de cambio del país, menor será el costo y los riesgos en los mercados financieros y mayor la confianza en su moneda. El tercero es el *Desarrollo e integración del mercado financiero*, la existencia de mercados financieros internos integrados y bien desarrollados es crucial. Ellos ofrecen liquidez y menores costos de transacción; reducen la incertidumbre y los riesgos y, por ende, los costos de cobertura; y bajan las tasas de interés. Además, impulsan la productividad y el crecimiento económico y elevan la confianza en el euro. Todos estos factores inciden en el grado de utilización del euro como moneda para el ahorro, la inversión y el crédito mundiales y por último el *Hábito e inercia*, las economías de escala elevan la eficiencia y reducen los costos de transacción, y la comodidad y disponibilidad de una mayor variedad de instrumentos del mercado financiero ofrecen fuertes incentivos para que los agentes económicos sigan usando la moneda dominante habitual (Bertuch-Samuels y Ramlogan, 2007).

## **2.2 Análisis de la Información**

### **2.2.1 Estabilidad en el tipo cambiario del peso colombiano COP**

Como en todos los países, el precio del dólar y euro en Colombia está limitado por la política monetaria y económica del país llevada a cabo por el gobierno y puesta en acción mediante el Banco de la República de Colombia, quien es el que establece los rangos entre los que fluctuará el peso colombiano con el dólar y el euro. Es así, como el precio de otras monedas en Colombia se rige por una economía de mercado entre los que el principal fundamento es la política económica adoptada por el gobierno colombiano.

Inicialmente, como vemos en la tabla se compara la fluctuación cambiaria del peso colombiano frente al euro y el dólar americano dentro de un periodo de 6 años y en lo que se observa que el precio más alto del tipo de cambio a dólar fue en el año 2006, donde aún no se tenían repercusiones de la crisis hipotecaria generada en el 2008, adicionalmente, se observa el precio más alto de cambio a euro que es en el año 2009.

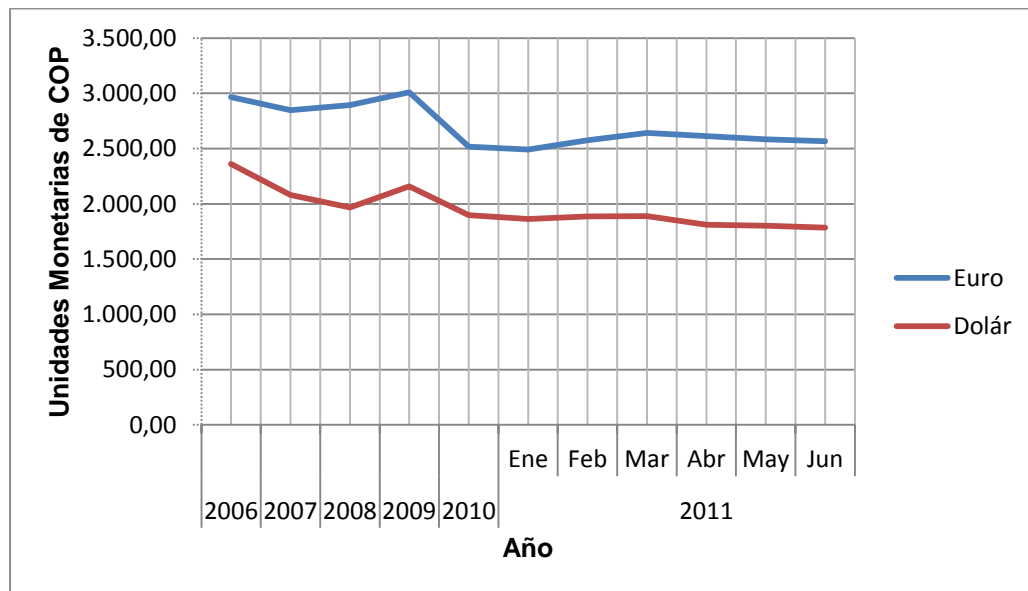
En la gráfica 6 de una forma muy general, se puede observar la fluctuación del dólar americano y el euro frente al peso, la cual muestra el promedio del tipo de cambio anual del peso frente al dólar y al euro comprendido entre los periodos 2006 y junio de 2011.

**Tabla 2.** Unidades Monetarias de Pesos Colombianos - COP - por Dólares Americanos - USD - y Euros – EUR –

Tipos de Cambio COP / USD		Tipos de Cambio COP / EUR		
Año	Unidad Monetaria	Año	Unidad Monetaria	
2006	2.361,10	2006	2.964,60	
2007	2.078,30	2007	2.848,30	
2008	1.967,70	2008	2.894,00	
2009	2.158,30	2009	3.010,30	
2010	1.898,60	2010	2.517,00	
2011	Ene	1.863,80	Ene	2.490,00
	Feb	1.886,20	Feb	2.574,50
	Mar	1.887,60	Mar	2.642,50
	Abr	1.809,40	Abr	2.613,10
	May	1.800,90	May	2.584,00
	Jun	1.783,00	Jun	2.565,40
	Pro.	1.838,48	Pro.	2.578,25

Fuente: Banco Central Europeo y Banco Central Español

**Gráfica 6.** Unidades Monetarias de COP por USD y EUR.



El comportamiento del dólar ha registrado en los últimos años comportamientos irregulares que han sido consecuencias de la crisis que se vivió a mediados del año 2008 en los Estados Unidos, y en los cuales el mercado cambiario colombiano ha tenido sus repercusiones cambiarias frente a esta divisa y a su vez frente el euro.

En el transcurso de ese año hubo días en que las caídas o las alzas de la divisa fueron muy altas, como reflejo de la incertidumbre que se vivió en los mercados internacionales. Los mayores altibajos de la moneda estadounidense se dieron tras el estallido de la crisis financiera de ese país, a mediados de septiembre, por lo que cabe decir, que la economía estadounidense se encontraba en una desaceleración, dentro de un escenario de alta inflación, que no permitía que la Reserva Federal redujera las tasas de interés y dejando como una consecuencia a largo plazo el continuo debilitamiento del dólar a nivel global.

Durante la crisis económica, el peso colombiano se había constituido en la moneda que más se había apreciado en el mundo, como lo muestra la tabla 3 se puede apreciar la devaluación del peso colombiano frente al dólar americano y el euro, donde se presenta una tendencia más de revaluación y de apreciación de nuestra moneda.

**Tabla 3.** Devaluación COP vs. Dólar & Euro.

Peso vs. Dólar Americano		Peso vs. Euro	
Periodo	Devaluación	Periodo	Devaluación
2009-2010	-12,03%	2009-2010	-16,39%
2010-2011 (Pro)	-3,17%	2010-2011 (Pro)	2,43%

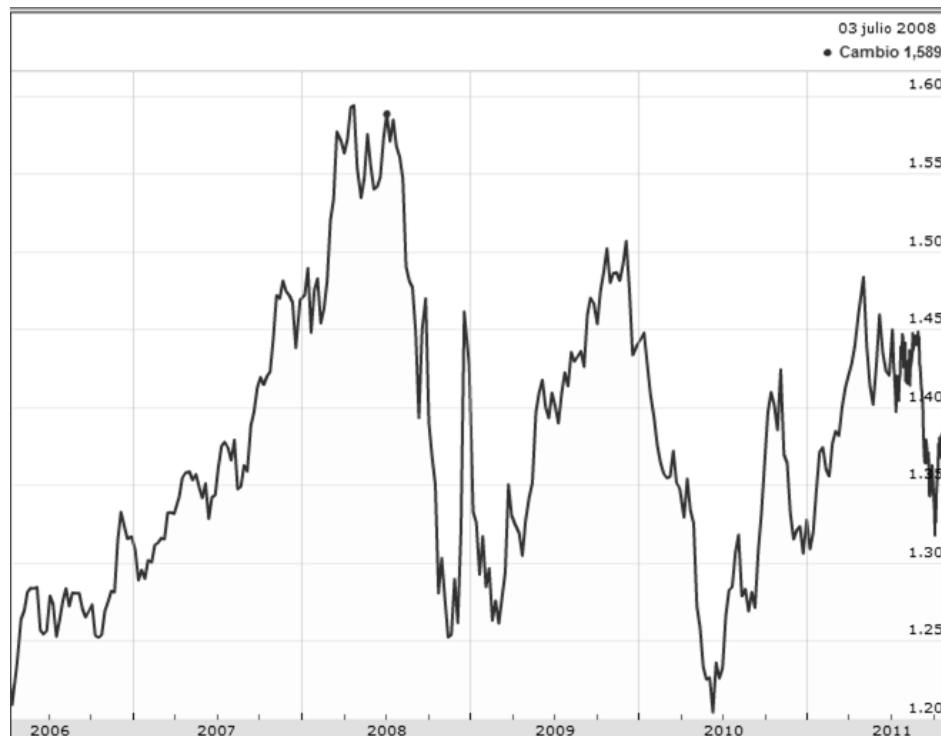
El comportamiento de la tasa de cambio llevó a que se tomaran medidas administrativas encaminadas a frenar la caída del dólar, entre ellas el fortalecimiento al control de la inversión extranjera adoptada por el Gobierno y a su vez, se tomaron medidas dentro de las que estaban las subastas de opciones 'Put' para la acumulación de reservas internacionales y la compra de 20 millones de dólares diarios.

Sin embargo, los niveles de fluctuación de la tasa de cambio fue una clara muestra de que estas medidas no tuvieron el efecto deseado y que, por el contrario, alternativas como las subastas de opciones Put incentivaron a los agentes del mercado a realizar transacciones especulativas que incrementaron la volatilidad de la tasa de cambio.

La fuerte caída del dólar, provocó una fuerte revaluación de las monedas, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes.

En la Zona Euro, la revaluación del euro frente al dólar se inició en el último trimestre del año 2005, pero se pronunció desde que empezó la crisis hipotecaria. Estos efectos se pueden observar en la gráfica 7 que muestra la fluctuación del euro frente al dólar desde el año 2006 hasta lo transcurrido del 2011, la cual muestra que el dólar perdió gran parte de su valor frente al euro, generando efectos negativos en la competitividad de las empresas europeas frente a las empresas de Estados Unidos.

**Gráfica 7.** Fluctuación del tipo cambiario del Euro frente al Dólar Americano.



Fuente: <http://www.forexpros.es/currencies>

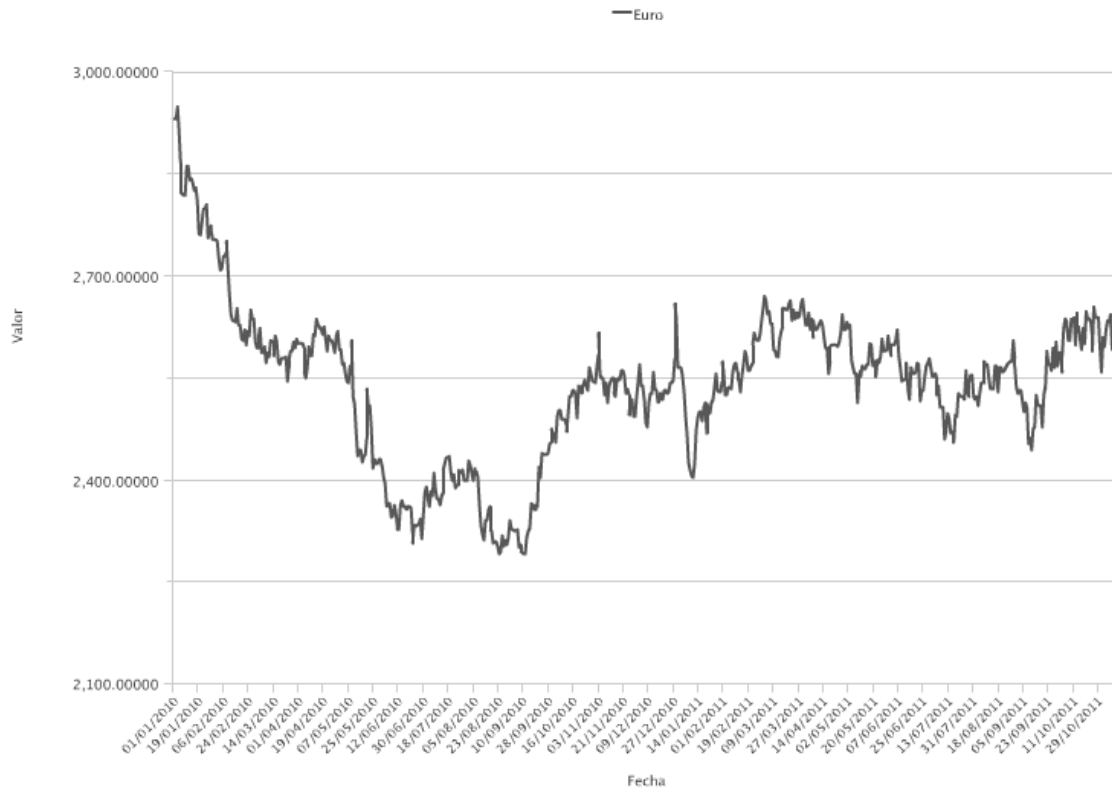
La Zona Euro y Colombia, pasaron por el mismo entorno económico, es decir, se vieron afectados por la crisis subprime, tuvieron fuertes presiones inflacionarias por el



incremento internacional de los precios de las materias primas y adicionalmente presentaron una fuerte revaluación de sus monedas por la debilidad del dólar.

Esta volatilidad cambiara tan distinta que se presenta entre el euro y el peso colombiano se debe, a que el euro se caracteriza por ser una moneda fuerte, por cotizarse en un mercado profundo con volúmenes significativos y con una amplitud de mercados, ya que se cotiza en varios países de Europa. Mientras que el peso colombiano solo se cotiza en Colombia, lo que hace que el volumen y la profundidad del mercado sea poco significativa frente al euro. Estas diferencias las podemos ver reflejadas en la gráfica 8, donde se puede observar la fluctuación del peso frente al euro, en el periodo de enero del 2010, con dos o tres lecturas por mes, hasta noviembre 11 del 2011.

**Gráfica 8.** Tasa de cambio peso colombiano por euro



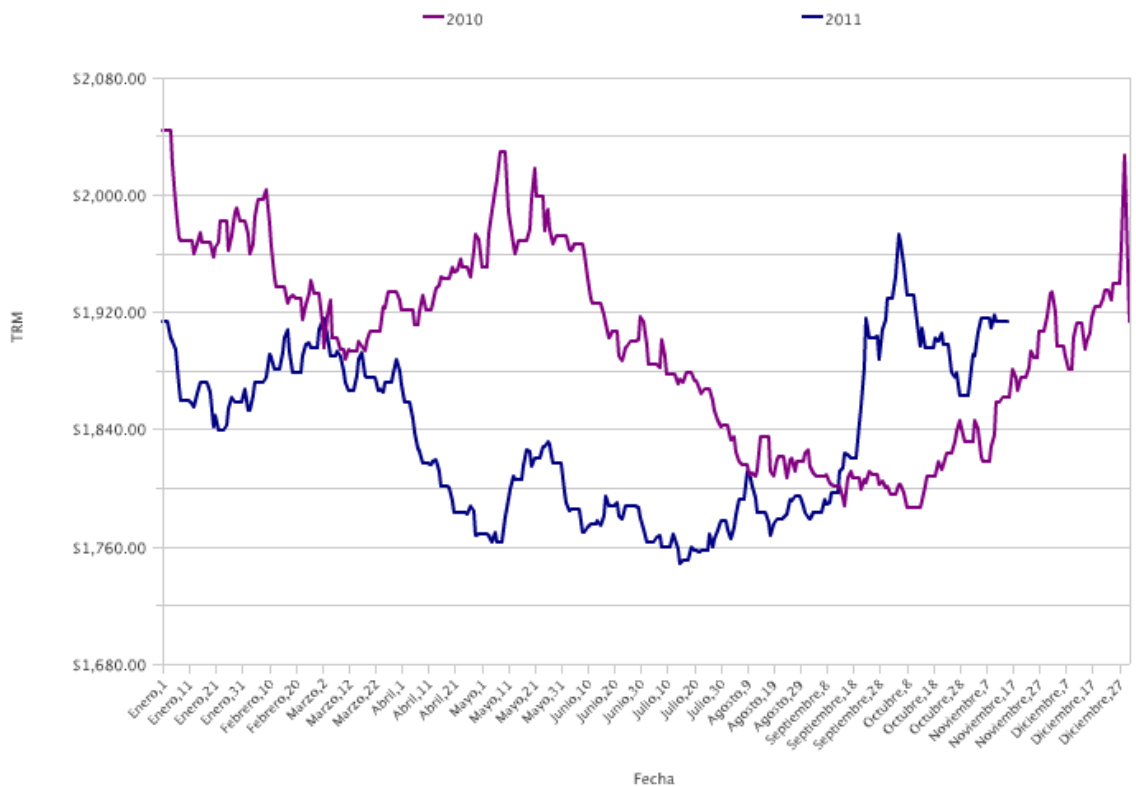
Fuente: Banco de la Republica, Colombia.

A medida que transcurrió el tiempo en temas de crisis y volatilidad cambiaria del peso colombiano frente a la moneda americana y europea, se fueron presentando cada vez más manifestaciones de fortalecimiento del peso colombiano frente a éstas. Dichos comportamientos hicieron que golpeará fuertemente la economía colombiana en el sector

de exportaciones, ya que fueron los primeros afectados en la devaluación del dólar. La revaluación de la moneda colombiana provocó que las exportaciones del país perdieran fuerza y competitividad en el mercado global y que los empresarios tuvieran que afectar sus márgenes de rentabilidad.

Todo este fenómeno se convirtió en un dolor de cabeza para todos los exportadores de Colombia y fue una coyuntura de ganadores y perdedores, donde los beneficiados eran quienes tenían ingresos para comprar bienes como carros, equipos tecnológicos y teléfonos celulares muy modernos. Todo se debía en parte a la avalancha de dólares que fueron llegando al país por cuenta de la mayor inversión extranjera en minería y petróleo, y por créditos externos del Gobierno. En términos cambiarios, el peso colombiano fue una de las monedas más fuertes a nivel internacional a mediados del año 2010. La gráfica 9 muestra el comportamiento de la divisa americana frente al peso colombiano en el transcurso del 2010 y el 2011 comportamiento que condujo que los productos nacionales estuvieran en desventaja en el mercado mundial y que las opciones de venta en otros países fuera mucho más riesgosa.

**Gráfica 9.** Comparativo año actual y año anterior de la TRM



Fuente: Banco de la Republica, Colombia

### **2.2.2 Guerra de Divisas y sus consecuencias en el mercado cambiario Colombiano.**

La también conocida devaluación competitiva o Guerra de Divisas es una condición en las relaciones internacionales donde los países compiten entre ellos para alcanzar un tipo de cambio relativamente bajo para su propia moneda y ocurren cuando los gobiernos buscan el crecimiento de sus economías mediante el aumento de las exportaciones, ante la imposibilidad de estimular su propia demanda interna. Estas manipulaciones requieren que las monedas permanezcan débiles para mantener las exportaciones competitivas.

Una guerra de divisas globales estalló en 2010. Los Estados involucrados en una devaluación competitiva desde ese año han usado una mezcla de herramientas políticas, incluyendo intervención gubernamental directa, la imposición de controles de capital e indirectamente, la flexibilización cuantitativa.

Esta guerra comercial, "guerra de divisas", está siendo liderada por Estados Unidos. En plena tensión internacional, una de sus últimas actuaciones para devaluar el dólar ha sido la millonaria compra de bonos del Tesoro a cargo de la Reserva Federal. Los efectos inmediatos, con el fin de abaratar el dólar americano, fueron el tirón de liquidez en los bancos estadounidenses, el aumento de la autorización de créditos y la posibilidad de poder reducir los costos de endeudamiento.

Este proteccionismo entre las principales potencias (Estados Unidos de América y Europa) está causando tensiones derivadas de las cotizaciones artificialmente bajas que facilitan el aumento de las exportaciones, principalmente a países con déficit comercial. Por lo que respecta a Europa, ha creado oportunidades de oro para ascender considerablemente en la pirámide de las monedas, en busca de un ataque directo a su más claro objetivo, el dólar, la moneda líder de dicha guerra.

América Latina es una de las regiones que más está sufriendo las consecuencias de la guerra de divisas, que ha contribuido a una apreciación significativa de las monedas en casi toda la región. Por supuesto Colombia, no es ajena a las consecuencias de la pelea que ha desatado el dólar con monedas como el euro. El Gobierno colombiano teme que lo que ha denominado como "la política del dólar barato" (Sánchez, 2010) asumida por

Estados Unidos para reactivar la economía, pueda traer a Colombia problemas complejos, tales como alta volatilidad generando poco estabilidad en el tipo de cambio, menos competitividad en los mercados internacionales, cierre de empresas, inestabilidad financiera y en el funcionamiento adecuado del sistema de pagos, riesgo cambiario y de mercado, gastos inherentes al control, desarrollo y protección del mercado y fluctuaciones generadoras de ruido. Incluso, se dijo públicamente por parte de comunicados de la presidencia que la guerra de monedas puede generar un alto impacto en el país, y lo estaba haciendo con un dólar barato que afectó a los exportadores y la economía durante el 2010.

La guerra de divisas se está manifestando en apreciaciones cambiarias muy importantes en las monedas y esto tiene un impacto negativo sobre la competitividad de la región y la capacidad de diversificar las exportaciones.

En Colombia, el peso subió a niveles históricos a mediados de septiembre del 2010 en relación con el dólar y los exportadores hablan de decenas de miles de puestos perdidos debido a la valorización de su moneda.

### **2.2.3 Mecanismos de intervención para mitigar los riesgos de mercado**

El Banco Central colombiano utiliza mecanismos de intervención en el Mercado Cambiario para mitigar la volatilidad, el riesgo cambiario y de mercados, tales como, compra y venta de dólares de los Estados Unidos de América a través de la venta de opciones Put y Call de tipo americano, o en el mercado cambiario de manera directa, en la tabla 4, se detallan los mecanismos y finalidades de los distintos mecanismos de intervención por parte del Banco de la República de Colombia, con el fin de estabilizar el mercado monetario y cambiario.

**Tabla 4.** Mecanismos de intervención del Banco de la República en el mercado colombiano.

	<b>Intervención mediante subasta de opciones</b>	<b>Intervención directa</b>
	Intervenir en el mercado cambiario a través de subastas de opciones americanas Put (dan derecho al tenedor de la opción de vender dólares al Banco de la República) o Call (otorgan el derecho a comprar dólares al Banco de la República)	El BR podrá intervenir en el mercado cambiario a través del mecanismo de intervención que escoja y a discreción de la Junta Directiva.
<b>Finalidad</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acumular o desacumular (ocasionalmente) reservas internacionales.</li> <li>• Controlar la volatilidad de la tasa de cambio</li> </ul>	El BR podrá realizar operaciones de intervención directa con los Intermediarios de las Opciones Cambiarias <sup>6</sup> - IOC - y con las Sociedades Comisionistas de Bolsa que hayan demostrado ante el BR cumplir con los requisitos para ser Intermediarios del Mercado Cambiario y tengan instrucciones permanentes. Adicionalmente, se realizarán operaciones de intervención directa con los IOC que no cuenten con una cuenta de depósito en moneda extranjera en el Banco de la República, pero si cumplan con las demás disposiciones.

Fuente: Banco de la República, Colombia.

## 2.2.4 Incidencia en las Reservas Internacionales de Colombia

El Banco de la República de Colombia es el encargado de administrar las reservas internacionales, y hacer toda la gestión necesaria para que estas cumplan con criterios de orden, liquidez, seguridad y rentabilidad. Las reservas internacionales son los activos del país en el exterior con una disponibilidad de uso inmediata, entre ellos, el oro, la posición del país en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y activos denominados en

<sup>6</sup> Bancos comerciales, bancos hipotecarios, corporaciones financieras así como las compañías de financiamiento comercial y las cooperativas financieras cuyo patrimonio técnico alcance el monto mínimo que debe acreditarse para la constitución de una corporación financiera, la Financiera Energética Nacional-FEN-, el Banco de Comercio Exterior –Bancoldex- y la Nación-Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

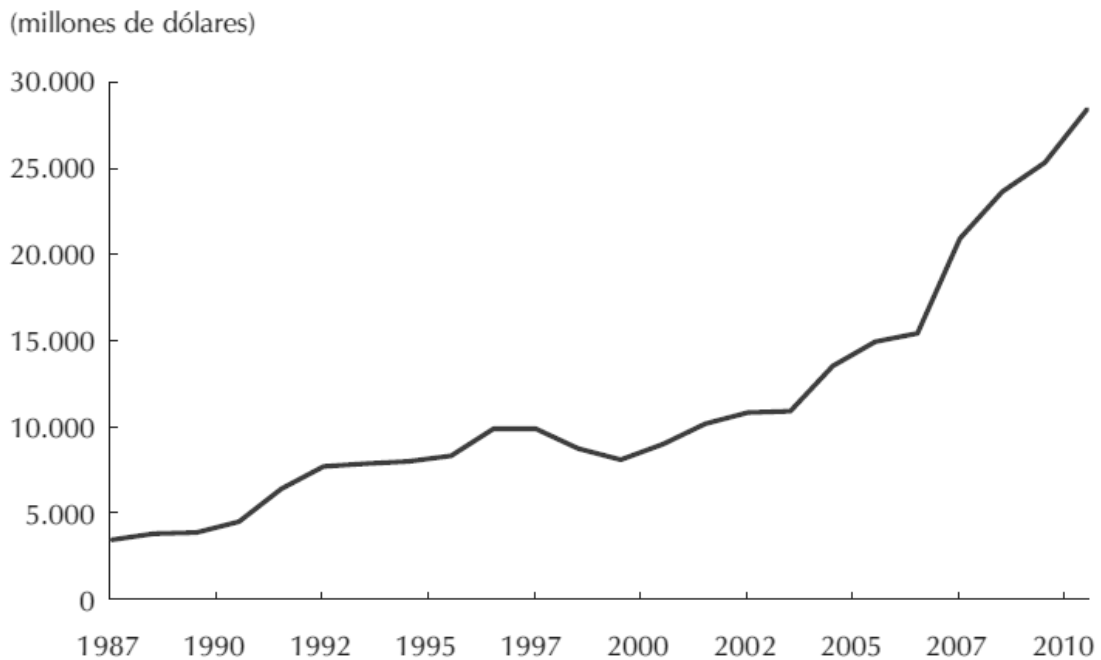
moneda extranjera, tales como efectivo, depósitos o bonos. Banrepública mantiene reservas internacionales en cuantías que considera suficientes para intervenir en el mercado cambiario y para facilitar el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales. Algunos de los instrumentos utilizados para lograr los objetivos de acumulación de reservas son:

- Intervención cambiaria: este se hace con el propósito básico de controlar la inflación y que esta se mantenga estable dentro los rangos estimados para el periodo. Este tipo de intervenciones se hace cuando el peso está sufriendo una rápida depreciación, que no es el caso actual, mediante la venta de divisas en el mercado, también es utilizado cuando la tasa de cambio presenta movimientos atípicos o bruscos de la tasa de cambio, determinados por una alta volatilidad y por ampliación significativa en el precio de compra y venta de la divisa, no obstante como se ha observado este tipo de intervenciones no son siempre efectivas o convenientes.
  
- Acceso al mercado internacional de capitales: conservar un monto suficiente de reservas internacionales facilita el acceso del gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales, ya que este es un factor determinante para la percepción de la capacidad de pago de los prestamistas residentes en obligaciones de moneda extranjera, por parte de las entidades calificadoras de riesgo, por ende mantener un nivel bajo de reservas disminuiría la capacidad de endeudamiento tanto para préstamos como financiamiento de importaciones por parte del proveedor.

Parte determinar la incidencia en las reservas, es importante entender cómo se componen, está el portafolio de inversión, las inversiones en oro, los aportes a entidades supranacionales, tales como el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y por último los convenios internacionales, como se mencionó anteriormente Banrepública lo hace con la finalidad de incrementar su capacidad de controlar cualquier riesgo cambiario y monetario. Es importante resaltar que la ley declara las reservas internacionales del Banco de la República como inembargables.

Todo portafolio de inversión tiene unos riesgos asociados, por ello es aconsejable una combinación de activos que le permita maximizar la rentabilidad, donde para obtener un mayor rentabilidad se debe asumir un mayor riesgo, si por el contrario se quiere ser más conservador y disminuir el riesgo, la rentabilidad será menor. En el caso de las reservas en Colombia por la necesidad de garantizar la seguridad y la liquidez se opta por un perfil de riesgo bajo. En la gráfica 10 se puede apreciar el nivel de reservas en Colombia desde el año 1987 hasta el año 2010, donde es visible un aumento en las reservas a partir del año 2006, el cual es constante hasta el 2010, esto podría justificarse por la política de acumulación de reservas implementada por el Banco de la República.

**Gráfica 10.** Reservas internacionales de Colombia.



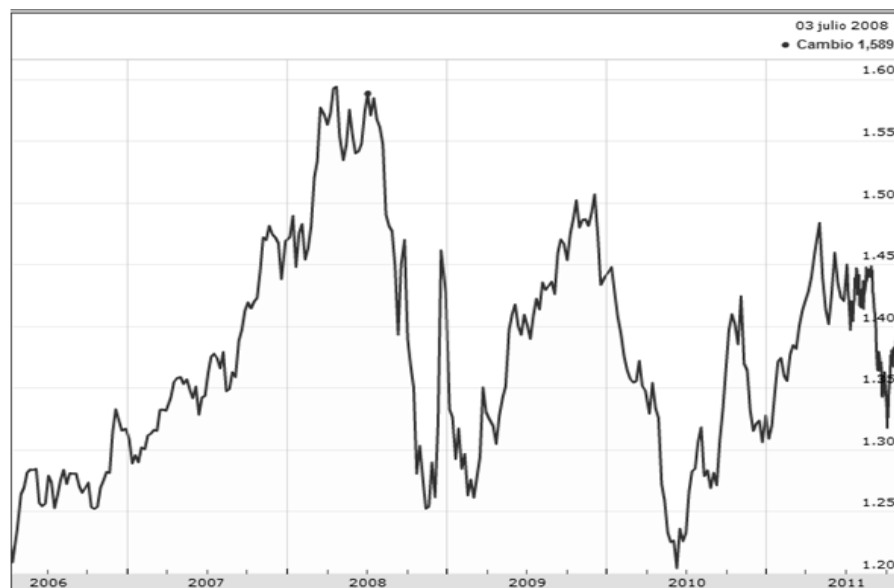
Fuente: Banco de la República, Colombia.

Con la alta volatilidad presenta por el dólar americano, el riesgo de mercado es latente, debido a que las tasas de interés fluctúan constantemente, provocando que el riesgo de mercado se materializa cuando las tasas de interés de los principales mercados financieros mundiales aumentan, provocando una desvalorización en las reservas internacionales, ya que la relación entre la tasa de interés y el valor del portafolio es inversa, otro aspecto a tener en cuenta es que el Banco de la República maneja

inversiones de más corto plazo y con mayor liquidez, que son usadas en la intervención en el mercado cambiario.

Las reservas internacionales se valoran en dólares de los estados unidos y todas aquellas inversiones en euros, yenes y otras monedas se convierten a dólares a las tasas de cambio vigentes en el mercado, en la actualidad la composición del portafolio de referencia es: 85% dólares, 12% euros, y 3% yenes (Banrepública, 2011). Es aquí donde se localiza la mayor incidencia de la volatilidad del dólar en las reservas internacionales, como todos los portafolios están expresados en dólares si las monedas en las que se invierte se deprecian frente a tal divisa, el valor del portafolio se reduce, esto es conocido como riesgo cambiario, Banrepública tiene un manejo determinado para este tipo de riesgos, donde establece una reserva para fluctuación de monedas, la cual aumenta en los años cuando las monedas se fortalecen frente al dólar, y disminuye en los años en que se debilitan. En la gráfica 11 se puede apreciar la volatilidad del euro frente al dólar, generando así un riesgo inminente en las reservas, ya que en el periodo 2010 al 2011 el dólar ha presentado una tendencia de revaluación frente al euro, provocando una desvalorización y poca rentabilidad en el portafolio de euros, y por ende disminuyendo la calificación de riesgo de los prestamistas y los residentes con las agencias calificadoras de riesgo y los prestamistas extranjeros, para atender las obligaciones en moneda extranjera.

**Gráfica 11.** Cambio Euro / Dólar americano.

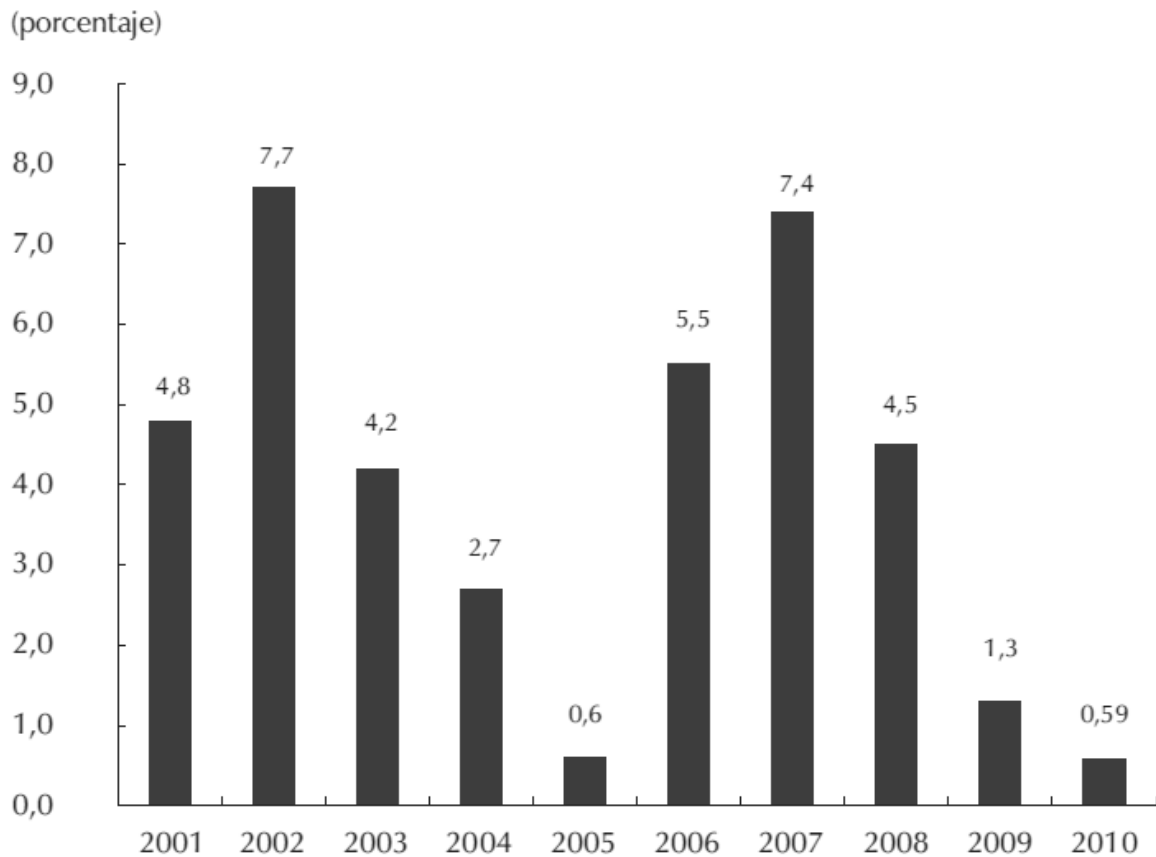


Fuente: <http://www.forexpros.es/currencies>



No obstante, durante el periodo de 2010 se registraron ganancias por valorización de inversiones y causación de intereses por USD189,1 millones, sin embargo por diferencial cambiario (valorización de otras monedas frente al dólar) se tuvo una pérdida de USD29,4 millones (Banrepública, 2011). Con el grafico 12 se presentan los rendimientos de las reservas internacionales en los últimos diez años, donde en el 2010 se obtuvo un rentabilidad del 0,59%, causado por: primero optar por un portafolio de interés conservador, secundo las tasas de interés en las principales economías desarrolladas se mantuvieron muy bajas y tercero por una depreciación en el euro durante el 2010.

**Gráfica 12.** Rentabilidad histórica de las reservas.



Fuente: Banco de la República, Colombia.



## 3. Hallazgos

Con esta investigación se obtuvieron hallazgos, a partir de tres factores determinantes para la misma, a) la alta volatilidad en el tipo de cambio del peso colombiano con el dólar americano y el euro, b) riesgo cambiario y de mercado y c) especulación de las tasas de interés en el mercado, con estos elementos se puede determinar que:

La alta volatilidad en el tipo de cambio del peso colombiano con el dólar americano y el euro, con respecto a los actores involucrados (exportadores, importadores, gobierno y sector financiero), genera poca competitividad en el mercado internacional, el cierre de empresas a causa de tipos de cambio con tendencia revaluacionista y en algunos casos aumentos en los costos financieros por transacciones diferentes al dólar en los mercados financieros internacionales. Así mismo el riesgo cambiario y de mercado (tasas de interés), conlleva a una devaluación de los portafolios de reservas internacionales y un aumento en los gastos de protección del mercado, finalmente la especulación de las tasas de interés en el mercado, las cuales crean una disminución en la inversión extranjera y una devaluación en portafolios de inversión en moneda extranjera del sector privado.

Para estos tres elementos, en Colombia, existen recursos para ayudar a mitigarlos o mecanismos de protección contra las fluctuaciones en la tasa de cambio, entre ellos están:

- Cuentas de Compensación
- Programas de apoyo a los exportadores, por ejemplo, Proexport lanzó un plan de apoyo a exportadores afectados por la falta de ATPDEA, reevaluación y ola invernal (La Republica, 2011, 5 de Agosto).
- Líneas de créditos con Bancoldex
- Certificado de Reembolso Tributario (CERT)

- Operaciones para el cubrimiento en el tipo de cambio, como Forwards, Derivados, Swaps, Collar y futuros.
- Incentivos financieros, fiscales y arancelarios que promuevan el comercio exterior.
- Aumento en las reservas internacionales, como factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales, que facilite el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales.
- Creación de un Fondo de Ahorro y Estabilización, que contribuya a estabilizar las tasas de cambio, congelando parte de los recursos de las regalías y ayudando a evitar la presión sobre la tasa de cambio. (Sistema Informativo del Gobierno –SIG- 2011, 8 de septiembre).
- Inversiones en portafolios del exterior.

Con el desarrollo de esta monografía también se idéntico que en los últimos años los persistentes déficits en cuenta corriente y la creciente deuda externa de Estados Unidos ha generado una desconfianza en el dólar americano como la principal moneda de reserva del mundo y algunos investigadores, como Cohen (2009) argumenta que “el pesimismo se extiende, y para muchos observadores el destino del dólar quedó sellado con el colapso del mercado estadounidense de la vivienda a mediados de 2007, que desencadenó la peor tempestad financiera desde la Gran Depresión“, pero como se sabe al final esta crisis estuvo lejos de propinar un golpe mortal, no obstante la crisis reafirmo el poder internacional del dólar, sin embargo “la opinión general es que, a más largo plazo, entrará nuevamente en declive y quedará, definitivamente destronado” (Cohen, 2009).

Como se mencionó en el párrafo anterior, las constantes crisis del dólar han provocado grandes especulaciones, y una de ellas es si será reemplazado por el euro o el yen. Con el desarrollo de esta investigación se empezó a detectar la fuerte aceptación que tiene en el mercado los DEG o Derechos Especiales de Giro, “moneda” respaldada por el FMI, para reemplazar al dólar como la moneda mundial de reserva, teniendo así una sola moneda mundial con un banco central internacional, facilitando el comercio mundial, pues las guerras de divisas serian menos probables y la economía global seria menos dependiente de los acontecimientos del dólar.

No obstante, ninguna de las alternativas mencionadas anteriormente esta lista o es perfecta para reemplazar al dólar americano (Cohen, 2009), ya que una moneda internacional debe cumplir con tres aspectos, entre ellos, como medio de cambio, unidad de cuenta y como

depósito de valor, tanto para el sector privado como en el sector público, que pueda desarrollar su preferencia en las transacciones comerciales en el uso de la facturación internacional, en las operaciones de cambio, inversiones y moneda de reserva. Sin embargo, por ser el dólar americano la moneda fuerte en el comercio internacional, su país emisor, Estados Unidos, cuenta con grandes ventajas, difíciles de derrocar, entre ellas está el poder económico y militar, ya que si un país quiere hacerle pie al dólar, debe garantizar primero estos dos poderíos, que le otorguen gran influencia geopolítica, como menciona Mundell (1993) “Las grandes potencias tienen grandes monedas”.

Además el uso de los DEG es algo incierto y ambiguo, ya que no se tiene bien definido quién sería la autoridad para administrarlo o un gobierno que lo respalde, que le genere credibilidad en los mercados financieros internacionales y en los gobiernos.

Para el cumplimiento de los objetivos propuestos en esta investigación se desarrollaron cuatro fases, descritas a continuación:

1. Fase de identificación: Esta fase sienta las bases de la investigación, determinando el problema que se quiere resolver, a quienes afecta y cuál es la situación que se desea alcanzar, concretando el modo en que vamos hacerlo y valorar las posibilidades lograrlo. Comprende las siguientes actividades:

- Diagnostico (Matriz de involucrados)
- Análisis de problemas (Árbol de Problemas)
- Análisis de objetivos (Árbol de Objetivos)
- Análisis de Alternativas (Formulación de objetivo general y específicos)

2. Diseño y Formulación: En esta fase se identifica la estructura básica de la investigación, especificando y organizando los productos obtenidos en la etapa de identificación. Comprende las siguientes actividades:

- Planificación de actividades
- Programación de recursos
- Documentación y bibliografía

3. Ejecución y Seguimiento: Esta fase constituye la aplicación práctica de la investigación y es el contraste entre la actuación prevista y la capacidad real para la ejecución. Comprende las siguientes actividades:

- Actuaciones y seguimiento
- Análisis de la información

4. Evaluación: Esta fase califica y da un valor al conjunto de actividades y acciones que venimos realizando a través del proyecto. Comprende las siguientes actividades:

- Impacto
- Pertenencia
- Eficacia
- Viabilidad



## 4. Conclusiones y recomendaciones

### 4.1 Conclusiones

- La constante volatilidad de las monedas fuertes como el dólar americano y el euro, ha generado gran inestabilidad para el mercado colombiano, debido a que esta situación podría dar pie en los mercados internacionales a un sistema más fragmentado, provocando que las relaciones monetarias internacionales corran el riesgo de inestabilidad por la gran utilización del dólar americano.
- Para las fluctuaciones del tipo de cambio, el Banco de la República de Colombia podría implementar dentro de sus mecanismos mayores controles internos, como límites a la exposición y procedimientos para la gestión del riesgo y buena gestión empresarial. Con el nuevo escenario internacional se debe reconsiderar nuestra política de exportaciones e implementar instrumentos que promuevan una oferta exportable que genere empleo, como resultados de mayores inversiones públicas y privadas en innovación y desarrollo tecnológico, que se diferencie en los mercados internacionales, y que a su vez sea capaz de afrontar nuevos retos en comercialización y distribución externa, y que no dependa, como la actual, de la fluctuación de los precios internacionales.
- El Banco de la República junto con el sector financiero debería implementar mayores gestiones en pro de promover entre el sector privado (exportadores e importadores) cobertura contra los riesgos cambiarios, como opciones, forward, swaps y collars.
- Al tener Colombia la mayoría de sus reservas internacionales en dólares y euros, la devaluación del dólar, genera una desvalorización en el portafolio de estas



inversiones, al igual que una eventual desvalorización del euro frente al dólar, ya que las inversiones en otras monedas diferentes a estas divisas deben ser calculadas en dólares americanos.

- Debido a la constante guerra de divisas entre el dólar y el euro, no es factible en un corto plazo, que el euro llegara a desplazar al dólar, a pesar de las constantes estrategias implementadas por la Unión Europea y el Banco Central Europeo para aumentar el uso de su moneda en mercados externos a la zona euro, el incremento en su tranzabilidad, solo dependerá de factores ajenos al control de estas autoridades.
- No importa en qué lugar del mundo usted resida, si usted ahorra en dólares, ya sea en una cuenta bancaria o debajo del colchón, seguramente le preocupa la estrepitosa caída que ha sufrido la moneda estadounidense frente a las principales divisas internacionales, fundamentalmente el euro.
- La principal causa de la caída del dólar es el abultado déficit de la balanza comercial de EE.UU. Este desbalance es también consecuencia directa del abultado déficit fiscal que sufre el país. Esto simplemente quiere decir que la economía estadounidense gasta más de lo que recibe por ingresos.
- Las divisas también se negocian en el llamado mercado negro. Un mercado negro aparece cuando las autoridades ponen barreras al libre mercado. El mercado negro no se considera legal, por lo tanto, no se encuentra controlado o regulado.

## 4.2 Recomendaciones

- Se recomienda que para una próxima investigación analizar la frecuente utilización de los Derechos Especiales de Giro -DEG - como moneda internacional de reserva.
  
- Generar procesos de fortalecimiento empresarial de las micros, pequeñas y medianas empresas comerciales y de servicios, permitiendo desarrollar capacidades empresariales, a través de procesos de formación que brinden herramientas para una eficiente gestión contra el riesgo cambiario y de mercado.

## Referencias bibliográficas

Arditi, B. (1997). *La impureza de los universales*. Universidad de Essex,[en línea]. Inglaterra. Recuperado el 14 mayo de 2011, de [http://e-spacio.uned.es/fez/eserv.php?pid=bibliuned:filopoli-1997-10-1002&dsID=impureza\\_universales.pdf](http://e-spacio.uned.es/fez/eserv.php?pid=bibliuned:filopoli-1997-10-1002&dsID=impureza_universales.pdf)

Banco de España, Eurosistema (2011). *Tipos de Cambio*, [en línea]. España. Recuperado el 05 de noviembre de 2011, de [http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/tc\\_1\\_2.pdf](http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/tc_1_2.pdf) y [http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/tc\\_1\\_3.pdf](http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/tc_1_3.pdf)

Banco de la República, Colombia (2011, marzo). *Administración de las Reservas Internacionales*, [en línea]. Bogotá, Colombia. Recuperado el 07 de octubre de 2011, de [http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/Reserv\\_inter/2011/Marzo.pdf](http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/Reserv_inter/2011/Marzo.pdf)

Banco de la República, Colombia. *Mecanismos de Intervención del Banco de la República en el Mercado Cambiario*, [en línea]. Bogotá, Colombia. Recuperado el 25 de octubre de 2011, de [http://www.banrep.gov.co/documentos/informes-economicos/pdf/e\\_mecintbcorep.pdf](http://www.banrep.gov.co/documentos/informes-economicos/pdf/e_mecintbcorep.pdf)

Banco de la República, Colombia (2011, mayo). *Reporte de Mercados Financieros*, [en línea]. Bogotá, Colombia. Recuperado el 25 de octubre de 2011, de [http://www.banrep.gov.co/documentos/informes-economicos/pdf/Reporte%20de%20Mercados\\_ene-mar\\_2011.pdf](http://www.banrep.gov.co/documentos/informes-economicos/pdf/Reporte%20de%20Mercados_ene-mar_2011.pdf)

Bertuch-Samuels A. y Ramlogan P. (2007, marzo). *El euro: Cada vez más global*. Finanzas & Desarrollo [en línea]. Fondo Monetario Internacional. Recuperado el

25de octubre de 2011, de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2007/03/pdf/bertuch.pdf>

Cardona, G. (2004) *Dinero y Divisas (1ra Edición)*. Medellín, Colombia: Fundación Educativa Esumer.

Cohen B. J. (2009, septiembre). *El futuro de las monedas de reserva*. Finanzas & Desarrollo, [en línea]. Fondo Monetario Internacional. Recuperado el 25 de octubre de 2011, de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2009/09/pdf/cohen.pdf>

Cohen B. J. (2004,enero). *La Geopolítica de las divisas y el futuro del Sistema Internacional*. Área: Economía internacional – DT N° 11/2004, [en línea]. Real Instituto Elcano Recuperado el 14 de mayo de 2011, de [http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano/contenido?WCM\\_GLOBAL\\_CONTEXT=/elcano/elcano\\_es/zonas\\_es/africa+subsahariana/dt11-2004](http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/africa+subsahariana/dt11-2004)

Diario La República. (2011, 5 de agosto). *Proexport lanzó plan de apoyo a exportadores por \$7.500 millones*, [en línea]. Recuperado en octubre 7, 2011, de <http://www.larepublica.co>

Duttagupta, R., Fernández G. y Karacadag C. (2006). *Transición hacia un tipo de cambio flexible ¿Cómo, cuándo y a qué ritmo?* Temas de Economía, [en línea]. Fondo Monetario Internacional. Recuperado el 25 de octubre de 2011, de [http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues38/esl/ei38\\_esl.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues38/esl/ei38_esl.pdf)

Herrera, B. (2011, 21 de marzo). *Banrepública en el espejo*. Portafolio.com.co, [en línea]. Recuperado el 18 de septiembre de 2011, de <http://www.portafolio.co/archivo/documento/DR-11765>.

Sistema Informativo del Gobierno SIG (2011, 8 de septiembre). *Gobierno hará lo que esté a su alcance para mantener estable la tasa de cambio*. Presidencia de la República de Colombia, [en línea]. Bogotá, Colombia. Recuperado el 16 de septiembre de 2011, de [http://wsp.presidencia.gov.co/Prensa/2011/Septiembre/Paginas/20110908\\_08.aspx](http://wsp.presidencia.gov.co/Prensa/2011/Septiembre/Paginas/20110908_08.aspx)





# ANEXOS

## Anexo: Matriz de análisis de Involucrados

GRUPOS	INTERESES INDIVIDUALES	INTERÉS EN COMÚN	PROBLEMAS PERCIBIDOS	RECURSOS
<b>Exportadores e Importadores</b>	Incrementar Acuerdos bilaterales y TLC	Fortalecimiento del dólar frente al euro como moneda internacional, que permita estabilizar el tipo de cambio en los mercados	Revaluación del peso frente al dólar	Cuentas de Compensación
	Estabilidad en tasas de cambio		Alta volatilidad generando poco estabilidad en el tipo de cambio	Proexport lanzó un plan de apoyo a exportadores afectados por la falta de ATPDEA, reevaluación y ola invernal (2011).
	Disminuir los costos financieros en las operaciones venta de divisas		La revaluación del peso genera menos competitividad en los mercados internacionales	Líneas de créditos con Bancóldex
	Facilidad en el manejo de las operaciones de cambio		Cierre de empresas	Certificado de Reembolso Tributario (CERT)
	Aumento en los cupos de créditos a través de Bancóldex		Poco conocimiento en la conversión de divisas diferentes al dólar en pesos	Operación para el cubrimiento en el tipo de cambio, como do: Forwards, Derivados, Swaps, Collar, futuros.
	Aprovechar tendencia a la baja del dólar para comprar en el exterior		Aumento de los costos generados en las transacciones bancarias	Incentivos financieros, fiscales y arancelarios que promuevan el comercio exterior
<b>Gobierno</b>	Estabilidad en la balanza comercial y de pagos	Desempleo por el cierre de empresas afectas por el tipo de cambio	Un monto suficiente de reservas internacionales facilita el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales. El nivel de las reservas internacionales es un factor determinante en la	
	Incentivar y promover el Comercio Internacional	Costos por el proceso de adaptación financiera y de uso en el cambio		
	Generar empleo			

			de una moneda a otra	percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales. (Banrepública, 2011)
	A través del Banco de la Republica conservar un nivel en la acumulación de reservas internacionales		La volatilidad puede comprometer los objetivos de estabilidad financiera y el funcionamiento adecuado del sistema de pagos	
	Incrementar el PIB Promoción y Protección de las inversiones desde y hacia Colombia		Riesgo Cambiario y de Mercado	
			Aumento en gastos inherentes al control, desarrollo y protección del mercado	Estabilizar las tasas de cambio, a través de la creación de un Fondo de Ahorro y Estabilización, que congele parte de los recursos de las regalías y ayude a evitar la presión sobre la tasa de cambio.
<b>Sector Financiero</b>	Aumento en las líneas de crédito para financiar el comercio exterior		Inestabilidad en las tasas, fluctuaciones generadoras de ruido, ocasionando variaciones en el mercado	Inversiones en portafolios del exterior
	Equilibrar los costos de las transacciones comerciales		Dado el caso de un cambio de divisa su uso no resultará rentable a menos que parezca probable que otros también vayan a hacer un uso extensivo de ella.	
	Aumento de la capacidad de endeudamiento externo en mercados internacionales			
	Promocionar una política fiscal expansiva			
	Controlar niveles de especulación			