

# **FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO CAMBIARIO**

**Documento elaborado por la  
Superintendencia Bancaria de Colombia  
Mayo de 2002**

**Nota: Las cifras presentadas en este documento son  
preliminares y están sujetas a correcciones posteriores**

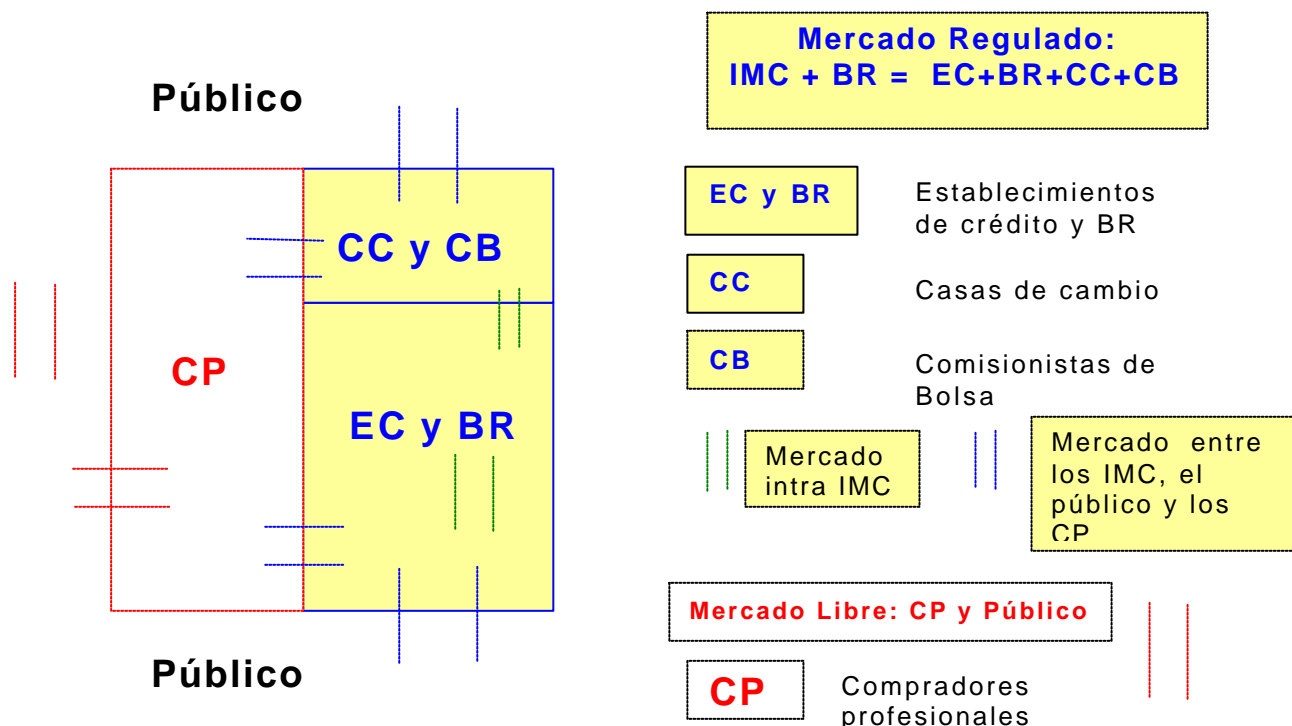
## MERCADO DE DIVISAS

- El **Mercado de Divisas** es el conjunto de todas las operaciones de compra y venta de dólares y en general de cualquier moneda extranjera.

De acuerdo con el marco regulatorio vigente (Estatuto Cambiario o Resolución Externa 08 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República), el mercado de divisas se divide en dos submercados:

- **Mercado Cambiario o mercado regulado** (en azul y verde): conformado por todas las operaciones que se canalizan a través de intermediarios autorizados<sup>1</sup> para el efecto, denominados “**Intermediarios del Mercado Cambiario**” (**IMC**)<sup>2</sup> o a través del mecanismo de compensación autorizado por el Estatuto Cambiario.
- **Mercado Libre (en rojo)**: comprende todas las demás operaciones de cambio entre el peso y el dólar.

**Gráfico No. 1**



<sup>1</sup> IMC son las entidades definidas por la Junta Directiva del Banco de la República, es decir los Bancos Comerciales, los Bancos Hipotecarios, las Corporaciones Financieras, las Compañías de Financiamiento Comercial, la FEN, Bancoldex, las Cooperativas Financieras, las Sociedades Comisionistas de Bolsa y las Casas de Cambio.

<sup>2</sup> Bien sea operaciones que obligatoriamente tienen que canalizarse a través de estos intermediarios, o divisas negociadas que, no obstante estar exentas de esta obligación, se canalizan voluntariamente a través de éstos.

- **Agentes del mercado de divisas:** en el mercado de divisas operan dos tipos de agentes principales:

1. Los **intermediarios** que ofrecen al público el servicio de compra y venta dólares. Dentro de los intermediarios, se distinguen dos grupos, a saber:

A. Los intermediarios del mercado regulado “**Intermediarios del Mercado Cambiario**” (IMC) que comprende tres tipos de entidades:

i) Los **Establecimientos de Crédito (EC)**<sup>3</sup>, que comprenden los bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras, todos vigilados por la Superintendencia Bancaria.

ii) Las **Casas de Cambio** vigiladas por la Superintendencia Bancaria (**CC**), las cuales entraron en operación plena como IMC en septiembre de 2001.

iii) Los **Comisionistas de Bolsa (CB)**, vigilados por la Superintendencia de Valores.

Todas las operaciones realizadas por los IMC son parte del Mercado Cambiario o Mercado Regulado.

B. Los **compradores y vendedores Profesionales (CP)**. Estos son intermediarios especializados registrados en las cámaras de comercio, pero desde el año 2000 no son vigilados por ninguna Superintendencia. Todas las operaciones celebradas entre estos compradores y entre éstos y el público en general, son parte del mercado libre. Las operaciones celebradas con los IMC son parte del mercado regulado. Así las operaciones entre estos y los PC hacen parte del mercado regulado.

2. El **público**, que demanda u ofrece dólares en el mercado de divisas (tanto en el libre como en el regulado) para satisfacer sus respectivas necesidades. El público realiza transacciones de compra y venta de divisas entre sí, las cuales son parte del mercado libre, o con intermediarios del mercado (IMC). Cuando realiza operaciones con algún IMC, dichas transacciones son parte del mercado regulado. Si éstas se realizan con los CP, forman parte del mercado libre.

---

<sup>3</sup> Rigurosamente, además de los EC, también son IMC Bancoldex y la FEN.

**Vigilancia de los intermediarios.** Como se mencionó, dentro de todos los intermediarios, sólo los IMC están vigilados por organismos de control. Los EC y las CC son vigilados por la Superintendencia Bancaria, entidad que debe velar por que éstos tomen las medidas preventivas apropiadas y suficientes para evitar que a través de ellas se realicen operaciones ilegítimas<sup>4</sup>. Los CB están vigilados por la Superintendencia de Valores.

### **Fuentes de oferta y demanda de dólares en el mercado de divisas:**

- Fuentes de ingreso de divisas:
  - Ingresos por exportaciones de bienes y servicios
  - Transferencias y remesas del exterior
  - Entrada de capitales (inversión extranjera en Colombia, repatriación de capitales de colombianos, etc.).
- Fuentes de egresos de divisas:
  - Egresos para pago de importaciones de bienes y servicios, salida de capitales (inversión colombiana en el exterior en el sector real y financiero extranjero).

**Transacciones del mercado libre y regulado.** De acuerdo con el Estatuto Cambiario, muchas de las transacciones provenientes de las fuentes legítimas mencionadas anteriormente deben ser canalizadas obligatoriamente a través del mercado cambiario regulado, es decir, a través de los IMC<sup>5</sup>. Las que no deben canalizarse obligatoriamente a través de este mercado pueden realizarse también por medio del mercado libre.

### **Transacciones que forzosamente deben canalizarse a través del mercado cambiario regulado:**

- Importación y exportación de bienes.
- Operaciones de endeudamiento externo celebradas por residentes en el país, así como el servicio de dicha deuda.
- Inversiones de capital del exterior en el país y los rendimientos de las mismas.

---

<sup>4</sup> Ilegítimas: Son ilegítimas las operaciones que se utilicen para el ocultamiento, manejo, inversión o aprovechamiento en cualquier forma de dinero u otros bienes provenientes de actividades delictivas, o para dar apariencia de legalidad a las actividades delictivas o a las transacciones y fondos vinculados con las mismas (Art.102. Estatuto Orgánico del Sistema Financiero)

<sup>5</sup> El artículo 59 de la Resolución Externa 8 señala las operaciones de cambio autorizadas a cada tipo de intermediario.

- ❑ Inversiones de capital colombiano en el exterior y los rendimientos respectivos.
- ❑ Inversiones financieras en títulos emitidos y activos radicados en el exterior, así como los rendimientos asociados a los mismos, salvo cuando las inversiones se hayan realizado con divisas provenientes de operaciones que no deben canalizarse a través del mercado cambiario.
- ❑ Avaes y garantías en moneda extranjera
- ❑ Operaciones de derivados

### **La Tasa de Cambio Representativa del Mercado (TRM):**

**La TRM es el promedio de las operaciones de compra y venta de divisas sin incluir operaciones de ventanilla y de derivados que realizan los EC (sin incluir las compañías de financiamiento comercial) únicamente en las cuatro principales ciudades del país.** Esta tasa sirve de referencia en un gran número de contratos y es de uso obligatorio en muchos procedimientos contables. Estas operaciones cambiarias pueden celebrarse entre los mismos EC y otros IMC, lo que se denomina **el mercado interbancario**, o entre los EC y el público u otros intermediarios cambiarios. Estas últimas pueden realizarse en efectivo, cheque o por transferencia entre cuentas bancarias.

### **Tamaño aproximado del mercado**

Como en cualquier país, en Colombia es imposible determinar de manera precisa el tamaño del mercado total de compra-venta de divisas.

- La Superintendencia Bancaria no conoce la totalidad del mercado regulado, ya que no se tienen estadísticas de las operaciones realizadas por los CB que, como se vio, son un IMC. Sin embargo:
  - ❑ El Banco de la República, a través de la contabilización de la Balanza Cambiaria, hace estimaciones de la oferta y demanda de dólares que se canalizan a través de este mercado:
  - ❑ A través de informes reportados a la Superintendencia Bancaria, se conoce con exactitud el monto de dólares comprados y vendidos por los EC en las cuatro principales ciudades y todas las realizadas por las CC, entidades vigiladas por esta Superintendencia (ver cuadro 1).

- No se conoce el tamaño del mercado libre, es decir, las transacciones realizadas por los CP ni las realizadas entre el mismo público, dado que no tiene la obligación de reportar información.

### **Comentarios sobre la evolución reciente del mercado regulado**

En los cuadros 1 y 2 se presentan algunas cifras sobre la evolución reciente de la parte del mercado regulado que se conoce, es decir, las operaciones realizadas a través de los EC y las CC. Para propósitos del análisis que sigue, tomaremos como indicador de este tamaño el valor de las compras de divisas realizadas por estos IMC.

Cuando existe una diferencia entre el valor total de las compras y de las ventas realizadas por estos IMC es porque hubo un movimiento en el *stock* o acervo de divisas que ellos tienen en la posición propia. Es decir, cuando éstos venden más divisas de las que compran en un período determinado, su posición propia en moneda extranjera disminuye y, viceversa, cuando compran más divisas de las que venden: es decir, aumentan la posición propia.

En el cuadro No. 1 se muestran de manera desagregada las compras (ingresos) de dólares efectuadas por estos intermediarios cambiarios, según si éstas fueron realizadas en efectivo, cheque, a través de transferencias o con otros IMC (mercado interbancario). En el cuadro No. 2 se reseñan las tasas de variación de estos mismos rubros. Se destacan las siguientes características y hechos:

1. Con base en la información disponible, se concluye claramente que los EC son los IMC más importantes del mercado. Casi el 99% del valor de las operaciones de compra en el mercado regulado las realizan los EC.

2. El mercado cambiario se contrajo notablemente entre 1999 y 2000. En el 2001, con un crecimiento anual superior al 40%, recobró un tamaño parecido al observado en 1998, superior a los USD55.000 millones de compras anuales de divisas (en 1999 este monto alcanzó a bajar a USD 35.000 millones).
3. En el año 2001, el tamaño de las compras que realizaron los EC y las CC al público y a los CP fueron de USD16.300 millones aproximadamente (renglón F cuadro No. 1), de los cuales poco menos de USD700 millones (renglón B.2. cuadro No. 1) fueron compras realizadas por las CC. (En el gráfico 1 corresponde a las compras representadas por las flechas azules; el cuadro 1, corresponde al rubro denominado: "Total de compras sin giros ni operaciones bancarias")

Estas compras, al público y a los CP crecieron el 12.8% en el 2001, siendo mucho más rápido el crecimiento anual de las compras realizadas por las CC (182%). Si se repite en los trimestres restantes el valor registrado por estos rubros durante el primer trimestre del presente año, podríamos llegar a observar tasas de crecimiento de 24% en las compras de los EC y de 32.8% en las compras de las CC. (ver cuadro No. 2)

4. El resto de las operaciones, supera los USD39.000 millones en el 2001, y correspondieron a transacciones realizadas entre los mismos IMC (las representadas con las flechas verdes en el gráfico anterior, corresponden al mercado interbancario).
5. Los rubros que más crecieron en términos porcentuales el año pasado y en los últimos meses han sido los de compras en efectivo por parte de los EC y las CC. Las compras en efectivo de los EC experimentaron un incremento superior a 230% en diciembre de 2001. Sin embargo, estas compras en efectivo (USD278 millones) todavía representan una parte mínima del mercado, con una participación del 0.5% en el total de compras y de 1.7% en el valor de las compras al público y a los CP. Dentro de estas compras en efectivo realizadas por los EC, el 96% (USD266 millones aprox.) fueron compras a las CC, las cuales, a su vez, compraron efectivo en dólares por un monto superior aproximado de USD410 millones al público y a CP del mercado libre.

De lo anterior se concluye que, si bien ha aumentado de manera considerable la oferta de dólares en el mercado cambiario canalizada a través de las CC, en especial en las operaciones en efectivo, no son un monto lo suficientemente grande como para concluir que éstas son la principal causa de las presiones revaluacionistas que ha tenido el peso colombiano en los últimos meses.

6. Otro rubro que creció de manera importante fue el de las compras en el mercado interbancario, el cual representa más del 70% del mercado regulado. Las compras interbancarias crecieron 63% en el 2001, para alcanzar un monto anual de USD39.000 millones aproximadamente. Dentro de estas compras, aproximadamente USD278 millones (sólo el 0.7%) fueron realizadas a las CC vía transferencia de cuentas bancarias.
7. Es de resaltar que los giros hacia Colombia canalizados a través de las CC disminuyeron 0.9% en el 2001.
8. En el año 2001, el valor bruto de todas las compras realizadas por estos IMC superó aproximadamente en USD794 millones al valor bruto de las ventas, lo que significa que el “exceso” de oferta de dólares lo han absorbido: a) el Banco de la República, entidad que le compró a los EC más de USD600 millones en ese año, y b) los IMC aumentando su posición propia en dólares. Se estima que los EC aumentaron su posición en USD119 millones aproximadamente.

### **El mercado cambiario y la tasa de cambio**

La tasa de cambio relevante para el comercio exterior formal se determina en el mercado cambiario regulado. Cada intermediario de este mercado fija una tasa de cambio para cada transacción que hace con el público y otros intermediarios, la cual sube cuando el mercado está sobre-demandado y baja cuando está sobre-ofrecido. Como se dijo anteriormente, la TRM es el promedio de estas tasas y es el mejor indicador de los niveles y tendencias de los precios que se negocian en ese mercado.

Por otra parte, en el mercado libre se negocian las divisas a otros precios o tasas de cambio, que tienden a moverse en la misma dirección que la TRM, pese a que las fuentes de oferta y demanda de dólares en ese mercado no son las mismas. Cuando se produce una diferencia importante entre las tasas de los dos mercados, se genera un incentivo para el arbitraje, es decir, para comprar dólares en el mercado en el que consiguen más baratos y venderlos en el mercado donde se negocian a mayor precio. Este arbitraje se encarga de reducir el diferencial entre las dos tasas de cambio.

Si bien no existe un mecanismo para hacerle seguimiento a todas las transacciones en el mercado libre, como sí lo hay para el mercado regulado, el Banco de la República realiza diariamente unas encuestas sobre la tasa de cambio negociada en el mercado libre. Esta información sirve como punto de referencia para conocer el comportamiento del diferencial entre las dos tasas y



explicar posibles movimientos o acciones de arbitraje de dólares entre los dos mercados.

En el Gráfico 2 se observa la evolución de las tasas de cambio para operaciones en efectivo en los dos mercados desde enero de 2000. Se puede advertir que en marzo de 2001 y en noviembre de ese año el diferencial se elevó a niveles superiores al 6% (a favor de la tasa de cambio negociada en el mercado regulado). Lo anterior claramente generó incentivos para comprar dólares en efectivo en el mercado libre y venderlos en el mercado regulado, lo cual puede explicar en gran parte el crecimiento de las compras en efectivo por parte de los IMC durante el 2001. Este diferencial se ha disminuido considerablemente en lo corrido de 2002, lo que lleva a concluir que para las operaciones realizadas este incentivo al arbitraje prácticamente está desaparecido.

Como ya se anotó el volumen de transacciones en efectivo es una parte muy pequeña del mercado cambiario. Por ello no se puede concluir fácilmente que esta mayor oferta de **efectivo** haya sido la causa principal para que en los últimos doce meses el peso en el mercado regulado haya parado de devaluarse. Para explicar este fenómeno es necesario mirar qué ha sucedido con otras fuentes de demanda y oferta de dólares que explican el 98% restante del mercado (es decir, las operaciones que no se hacen en efectivo).

Para determinar las fuentes de estas divisas, es necesario recurrir a las estadísticas de la Balanza Cambiaria calculada por el Banco de la República. De allí se concluye que en 2001 y lo corrido de 2002, las principales fuentes de presión sobre la oferta de divisas provienen de ingresos por concepto de servicios no financieros (en particular turismo) y transferencias del exterior. Es muy posible que una parte importante de estas transferencias también haya sido estimulada por el arbitraje entre el mercado libre y el regulado, a través de operaciones como la siguiente:

Existe evidencia de que algunos agentes han realizado ganancias importantes comprando dólares en efectivo en el mercado libre, llevándolos al exterior, depositándolos en cuentas bancarias de países como Estados Unidos, Costa Rica y Panamá, para venderlos nuevamente en el mercado regulado, a tasas mayores. La forma como ocurre esta última venta es mediante el retiro de pesos utilizando tarjetas débito a través de cajeros automáticos en Colombia, retiros que debitan las respectivas cuentas bancarias en el exterior. Esto representa una venta de dólares (compra de pesos) por parte de los bancos extranjeros donde están depositadas estas cuentas, a los bancos e intermediarios colombianos, la cual se produce a través de transferencias bancarias y no en efectivo.

Evidencia de esto último son las estadísticas de la DIAN que se presentan en el Cuadro 3 (compilado por el Banco de la República<sup>6</sup>), las cuales muestran que la salida declarada de dólares en efectivo a través del aeropuerto ElDorado únicamente, alcanzó la suma de aproximadamente USD 241 millones en el 2001 (USD58 millones en el primer trimestre de 2002), de los cuales un gran porcentaje tiene como destino los países mencionados anteriormente.

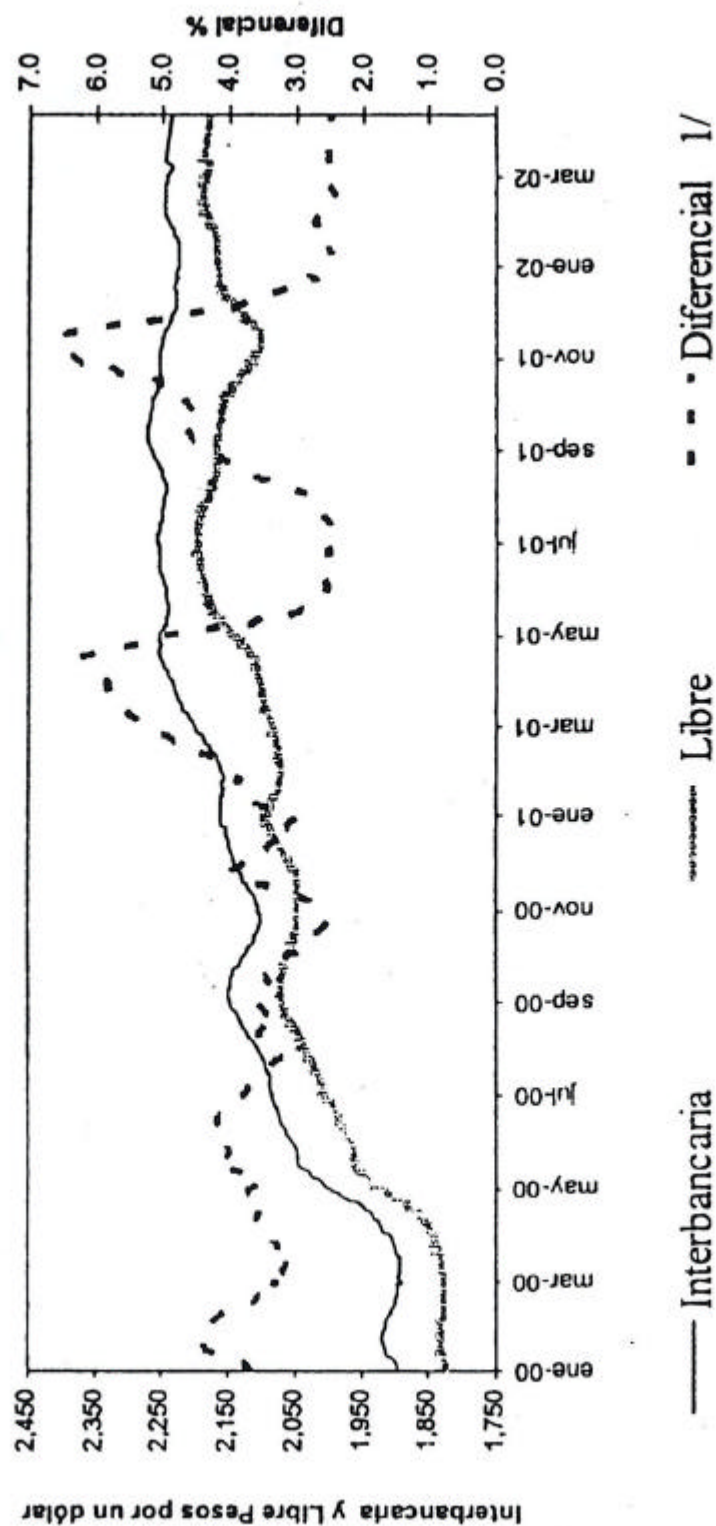
## **Referencias**

- Banco de la República (2002), Factores que explican el comportamiento de la Tasa de Cambio durante 2002, Subgerencias de Estudios Económicos y Monetaria y de Reservas Internacionales del Banco de la República, abril 26.
- Estatuto Cambiario (Resolución Externa 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República).

---

<sup>6</sup> Ver Banco de la República (2002)

**Tasa de cambio venta efectivo: Interbancaria, Libre y diferencial<sup>1/</sup>**  
**Promedio móvil de 21 días**  
**Diaria enero 2000 - abril 12-2002**



<sup>1/</sup> Diferencial =  $100 \times (\text{Tasa interbancaria} - \text{Tasa libre}) / \text{Tasa interbancaria}$

## Cuadro 1. TAMAÑO DEL MERCADO REGULADO

### Compras y ventas de divisas

CONCEPTOS:	Millones de USD					
	1998	1999	2000	2001	Ene-Mzo 2002	2002*
<b>COMPRAS</b>						
<b>A. Compras de los EC (I+II+III+IV = 1+2+3)</b>	60730	35007	38833	55243	17098	68392
I. Efectivo	146	122	84	278	60	240
II. Cheque	595	453	459	448	101	404
III. Transferencia	14216	11907	14011	14922	3434	13736
IV. Interbancarios	45773	22525	24279	39595	13503	54012
Total sin Interbancarios (I+II+III)	14957	12482	14554	15648		
1. Total compras a las CC				1947		
Efectivo				266		
Transferencias, cheque y otros				1681		
2. Compras a otros EC				37914		
3. Compras al público, CB y CP				15382		
Efectivo				12		
Transferencias, cheque y otros				15370		
Compras de los EC (1+2+3)				55243		
<b>B. Compras de las CC (1+2) a/</b>	116	108	249	712	233	932
Efectivo				424		
Transferencias, cheque y otros				288		
1. A otros IMC				11		
Efectivo				11		
Transferencias, cheque y otros				0		
2. A los demás				701		
Efectivo				413		
Transferencias, cheque y otros				288		
<b>C. Giros hacia Colombia canalizados por las CC</b>	831	1148	1408	1395	320	1280
<b>D. Recepción total divisas por parte de las CC (B+C)</b>	947	1256	1657	2107	553	2212
<b>E. Total compras sin giros (A+B)</b>	60846	35115	39082	55955		
<b>F. Total de compras al público y a CP</b>	14811	12360	14470	16326		
<b>G. Total compras con giros (A+B+C)</b>	61677	36263	40490	57350		
<b>H. Compras del Banco de la República</b>			319	629	202	808
a/ Hasta el 2000, incluye el valor de las comisiones recibidas por las CC						
<b>VENTAS</b>						
<b>I. Ventas de los EC (I+II+III+IV)</b>	60214	34935	39036	53088		
I. Efectivo	49	45	46	42		
II. Cheque	327	287	351	193		
III. Transferencias	16082	13771	14171	14806		
IV. Interbancarios	43756	20832	24468	38047		
<b>J. Ventas de las CC</b>	645	1170	1453	2063	593	2372
<b>K. Giros realizados por las CC</b>	36	72	198	201	14	56
<b>L. Total ventas sin Giros de CC (I+J)</b>	60859	36105	40489	55151		
<b>M. Total ventas con Giros de CC (I+J+K)</b>	60250	35007	39234	53289		
<b>COMPRAS menos VENTAS (sin giros)</b>	-13	-990	-1407	804		
EC	516	72	-203	2155		
CC	-529	-1062	-1204	-1351		
<b>Compras menos ventas incluyendo giros (G-L)</b>	1427	1256	1256	4061		

\*/ Proyección replicando lo sucedido en el primer trimestre a los demás trimestres

## Cuadro 2. CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS DEL MERCADO REGULADO (%)

CONCEPTOS:	Variación anual			
	1999	2000	2001	2002*
<b>COMPRAS</b>				
<b>A. Compras de los EC (I+II+III+IV = 1+2+3)</b>	-42.4	10.9	42.3	23.8
I. Efectivo	-16.4	-31.1	231.0	-13.7
II. Cheque	-23.9	1.3	-2.4	-9.8
III. Transferencia	-16.2	17.7	6.5	-7.9
IV. Interbancarios	-50.8	7.8	63.1	36.4
Total sin Interbancarios (I+II+III)	-16.5	16.6	7.5	
<b>B. Compras de las CC (1+2) a/</b>	-6.9	130.6	185.9	30.9
<b>C. Giros hacia Colombia canalizados por las CC</b>	38.1	22.6	-0.9	-8.2
<b>D. Recepción total divisas por parte de las CC (B+C)</b>	32.6	31.9	27.2	5.0
<b>E. Total compras sin giros (A+B)</b>	-42.3	11.3	43.2	
<b>F. Total de compras al público y a CP</b>	-16.5	17.1	12.8	
<b>G. Total compras con giros (A+B+C)</b>	-41.2	11.7	41.6	
<b>H. Compras del Banco de la República</b>			97.2	28.5
*/ Proyección replicando lo sucedido en el primer trimestre a los demás trimestres				
a/ Hasta el 2000, incluye el valor de las comisiones recibidas por las CC				

**Cuadro 3.**  
**DÓLARES DECLARADOS POR EMIGRANTES**  
**AEROPUERTO ELDORADO**

<b>Destino:</b>	<b>2001</b>		<b>2002</b>	
	<b>Enero-Diciembre</b>		<b>Enero-Marzo 12</b>	
	<b>USD Mill.</b>	<b>Part. %</b>	<b>USD Mill.</b>	<b>Part. %</b>
<b>USA</b>	69.1	28.6%	15.2	26.5%
<b>Costa Rica</b>	67.8	28.1%	25.8	45.0%
<b>Panamá</b>	45.4	18.8%	5.0	8.7%
<b>Ecuador</b>	39.1	16.2%	1.6	2.8%
<b>Perú</b>	7.4	3.1%	4.5	7.8%
<b>Varios</b>	4.8	2.0%	0.8	1.4%
<b>Venezuela</b>	4.2	1.7%	3.8	6.7%
<b>España</b>	1.7	0.7%	0.4	0.7%
<b>México</b>	1.0	0.4%	0.1	0.2%
<b>Canadá</b>	0.7	0.3%	0.1	0.2%
<b>TOTAL</b>	241.2	100.0%	57.5	100.0%
<b>PROM. AÑO</b>	20.1		25.0	

Fuente: DIAN y cálculos Banco de la República