CEDE

DOCUMENTO CEDE 2005-30
ISSN 1657-7191 (Edición Electrónica)
MAYO DE 2005

HISTORIA MONETARIA DE COLOMBIA EN EL SIGLO XX: GRANDES TENDENCIAS Y EPISODIOS RELEVANTES*

FABIO SÁNCHEZ[+]; ANDRÉS FERNÁNDEZ[Ψ] Y ARMANDO ARMENTA[¥]

Resumen

El objetivo general de la investigación es analizar la evolución, determinantes y efectos del dinero a través del siglo XX en Colombia. La investigación se concentra con mayor detalle después de 1923 año de la fundación del Banco de la República en 1923, pues la información es mejor y más abundante. Un ejemplo son las Actas de la Junta Directiva del Banco. El trabajo examina las decisiones de política monetaria bajo los distintos arreglos cambiarios e institucionales que tuvo el país: el de Patrón Oro, tasa de cambio fija, crawling peg, el régimen de bandas cambiarias y de flotación, estos dos últimos bajo un marco de independencia del Emisor.

El análisis de la evolución del crecimiento del dinero durante el siglo XX muestra que su principal determinante fue el sector externo y, –en menor medida– los desequilibrios del sector público. En adición a los determinantes mencionados, la política monetaria se utilizó en forma contracíclica. Así, a pesar de que en el largo plazo no existe una relación sistemática entre el crecimiento del dinero y cambios en la actividad real –como sí con el nivel de precios–, la autoridad si explotó en el corto plazo la relación positiva entre estas dos variables. En forma paralela a los movimientos del dinero, el Banco de la República aumentó su presencia institucional y económica además de mejorar y consolidar sus instrumentos de política.

El documento presenta, por una parte, un visión general del los movimientos del dinero a lo largo del siglo, y por otro, examina algunos de los episodios históricos monetarios relevantes. El análisis documenta el proceso de toma de decisiones por parte de la autoridad monetaria a partir de las fuentes primarias narrativas y de la recopilación de los indicadores económicos disponibles en cada momento histórico.

Palabras Clave: Política monetaria, Banca central, Ecuación cuantitativa, régimen cambiario, Curva de Phillips, Función de reacción.
Clasificación JEL: N16, E4, E5

Este trabajo se adelantó con el apoyo financiero del Banco de la República y de la Universidad de los Andes y hace parte de una compilación de investigaciones recientes sobre historia económica de Colombia que saldrán publicadas en el libro Ensayos sobre historia económica de Colombia en el siglo XX que lanzará el Banco de la República.
Se agradecen los comentarios de Stephen Haber y Mauricio Avella a versiones anteriores de este trabajo. Las discusiones con Roberto Junguito, Hernán Rincón, Adolfo Meisel, James Robinson, Miguel Urrutia, Javier Gómez y Leonardo Villar fueron muy útiles para el enfoque de este trabajo. Agradecemos también la labor de asistente de investigación de Maria del Pilar López. Finalmente damos especial reconocimiento a Juana Tellez por sus labores de coordinación.
[+] Director CEDE-Facultad de Economía, Universidad de los Andes.
[Ψ] Investigador CEDE-Facultad de Economía, Universidad de los Andes.
[¥] Asistente de investigación CEDE-Facultad de Economía, Universidad de los Andes.

MONETARY HISTORY OF COLOMBIA IN THE TWENTIETH CENTURY: MAJOR TRENDS AND RELEVANT EPISODES

Abstract

The main purpose of this paper is to study the evolution, determinants and effects of money in Colombia throughout the twentieth century. The study concentrates in more detail after 1923 when the Banco de la República was created since the information available is better and more abundant, in particular that produced by the own Banks such as the Minutes of the Board of Directors. The paper examines the monetary policy decisions under different exchange rate and institutional regimes: gold standard, fixed exchange rate, crawling peg, exchange rate bands and flotation, the latter two after the Central Bank obtained independence.

The study shows that the main determinant of money growth were the foreign reserves and to a lesser extent, the imbalances of the public sector. In addition the evidence shows that monetary policy was used in a counter cyclical manner. Although there is no systematic relation between money growth and real economic activity in the long run, -whereas there is with the price level-, in the short run the monetary authorities did exploit the positive relationship between money and real activity. Also, since its foundation the Banco de la República not only increased its institutional and economic role but also improved and consolidated its policy instruments.

The paper examines the movements of money throughout the century and then looks at some key historical monetary episodes over the century. The analysis documents the decision making process of the monetary authorities using both primary narrative sources and array of economic variables available at each one of the historical moments.

Key Words: Monetary Policy, Central Bank, Cuantitative ecuation, Exchange reate regime, Phillips Curve, Policy reaction function.

JEL Classification: N16, E4, E5

Tabla de Contenido

Introducción 4
Capítulo I. El dinero en Colombia durante el Siglo XX: Un panorama general 7
Activos externos y emisión primaria con objetivos internos 12
El dinero base y el régimen cambiario 17
Función de Reacción de la autoridad 21
Capítulo II. Evolución de la Banca Central en Colombia 26
Antecedentes de la creación del Banco de la República. 26
La segunda Misión Kemmerer 29
Hacia un modelo de Banca Central más intervencionista 31
El Decreto 756 y la evolución hacia una mayor intervención. 33
Creación de la Junta Monetaria y profundización de la política de fomento. .. 36
Independencia del Banco Central 37
Evolución de los Principales Instrumentos de Política Monetaria. 39
Política monetaria y desarrollo financiero en Colombia durante el siglo XX. .. 50
Capítulo III. Episodios de Política Monetaria durante el siglo XX 62
1/ Creación del Banco de la República, 1923. 62
2/ La Gran Depresión y la política monetaria, 1929-1934. 67
3/ La Segunda Guerra Mundial, 1939-1945. 73
4/ El Pacto de Caballeros, 1950-1951. 78
5/ Dictadura militar, política monetaria y crisis cambiaria, 1953-1957. 82
6/ Déficit Fiscal y política monetaria, 1961-1963. 87
7/ Estabilización Monetaria bajo el nuevo régimen cambiario, 1967-1969. 88
8/ Bonanzas Cafeteras y Política Monetaria, 1975-1978. 92
9/ Crisis de la deuda, 1981-1984. 95
10/ Crisis de fin de siglo y política monetaria, 1996-2000. 99
Resumen y Conclusiones 112
Bibliografía 116

Introducción

El objetivo de este trabajo es presentar los rasgos más importantes de la historia monetaria de Colombia en el Siglo XX. Los acontecimientos de orden monetario están generalmente relacionados con otros de orden económico y político, así que una historia del dinero que abarque un período de tiempo tan vasto permite analizar a la vez los grandes cambios y transformaciones económicas de largo plazo. En adición, este trabajo es una contribución en un área en donde existen pocos trabajos históricos[1].

Para el análisis del período se ha dividido el artículo de acuerdo con tres criterios. El primero toma en cuenta los diferentes regimenes cambiarios que imperaron en Colombia durante este lapso de tiempo y bajo los cuales debieron regirse las decisiones de política monetaria. El crecimiento del dinero base y los medios de pago[2] durante el siglo XX en Colombia (Gráfico 1) tuvo que regirse de acuerdo con 5 regímenes cambiarios que operaron a lo largo de todo este período. En efecto, el régimen cambiario determina el conjunto de actuaciones económicas del banco central y es determinante a la hora de entender las formas como se toman las decisiones monetarias.

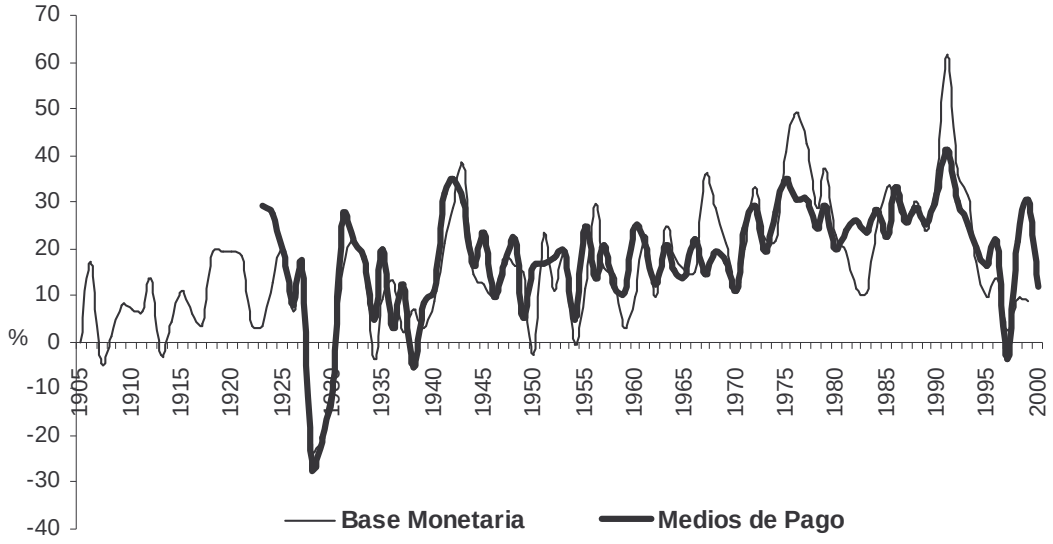
El primero de ellos fue el Patrón Oro que operó hasta 1931 por medio del cual se mantuvo relativamente estable la convertibilidad del peso colombiano con el oro.

[1] Se destacan los trabajos que se han escrito sobre el tema en Colombia los cuales, si bien cubren sólo periodos específicos del siglo XX o se refieren a episodios monetarios específicos, representan un valioso aporte. Entre ellos podemos citar a Alviar (1976); Andrade (1927); Avella (1987); Currie (1987); Echeverry, J.C. (1996).; Kalmanovitz (2003); Kalnins, A. (1963); López (1990); Meisel (1990); Salazar (1996); Sánchez (1994); Torres, G. (1980); Urrutia y Fernández (2003), entre otros.

[2] A lo largo de este trabajo vamos a abstraernos del debate en torno a las definiciones del dinero. De acá en adelante el concepto de dinero lo relacionaremos indistintamente con el de los medios de pago (o liquidez) calculados a partir del efectivo en manos del público y los depósitos en cuentas corrientes. Para más detalle en torno a las definiciones del dinero en Colombia se remite al lector a Avella (1987) y Currie (1987).

Bajo el siguiente régimen se fijó la moneda nacional al dólar americano según unas paridades fijas pero ajustables en el tiempo y perduró hasta 1967. En este año se decreta un régimen cambiario de *crawling peg* (minidevaluaciones) bajo el cual el tipo de cambio variaba día a día de acuerdo con las política de las autoridades económicos. Este último sistema funcionó hasta el comienzo de los años noventa y fue sustituido por régimen de bandas cambiarias que también fue abandonado en 1999 cuando se adoptó el sistema de flotación en el cual el mercado determina las variaciones del tipo de cambio. Este es el sistema que está vigente hoy en día.

Gráfico 1 Crecimiento Anual del Dinero en Colombia durante el siglo XX.



Fuente: GRECO (2002); Revista del Banco de la República y cálculos de los autores.

El segundo criterio para el análisis toma en cuenta los principales cambios institucionales de la banca central colombiana que afectaron la toma de decisiones de política monetaria. En Colombia, durante los primeros 23 años del siglo XX, no existió un Banco Central encargado de la política monetaria del

país. Con la creación del Banco de la República y su Junta Directiva en 1923 el país contó con una institución rectora de las decisiones en materias monetarias. Sin embargo, fue a partir de los cambios legislativos de 1951 que el Banco de la República tomó una posición mucho más activa en materia de políticas económicas. Unos años después, en 1963 se creó la Junta Monetaria encargada de las decisiones en materia monetaria cuya particularidad fue su carácter enteramente público. Finalmente, con la promulgación de la nueva Constitución Nacional de 1991, la Banca Central tuvo el último cambio institucional de importancia pues se adoptó una Junta Directiva independiente del ejecutivo.

Un criterio final para el análisis de la historia monetaria colombiana toma en cuenta que la política monetaria es, en definitiva, "*la conjunción de los eventos económicos, las instituciones monetarias, y las doctrinas y creencias del momento y de los individuos particulares que toman las decisiones de política*"[3]. A su vez, la toma de estas decisiones no es tarea fácil. Las decisiones de política monetaria en cabeza del Banco Central pueden tener efectos significativos sobre la actividad económica pero tienen que acompasarse también a múltiples objetivos en cabeza de las autoridades económicas, además de confrontar una amplia variedad de circunstancias económicas. Esto hace necesario contar con evidencia tanto cualitativa como sólo cuantitativa sobre los episodios que rodearon la toma de decisiones de política monetaria y que, a la postre, moldearon la historia monetaria colombiana a lo largo del siglo XX[4].

[3] Friedman y Schwartz (1963), citado por Romer y Romer (1992).

[4] En relación al análisis cuantitativo se analizan las estadísticas monetarias y los balances del Banco Central. Además, lo anterior se complementa con el estudio de fuentes primarias relacionadas con el proceso de toma de decisiones de política, en particular las Actas de la Junta Directiva del Banco de la

Teniendo presentes los tres criterios descritos, el trabajo se dividió en cuatro capítulos además de esta introducción. Lo primeros dos capítulos buscan mostrar las grandes tendencias de la historia monetaria colombiana en el siglo XX. En el primero de ellos presentamos un panorama general del dinero en Colombia durante el Siglo XX a través de las relaciones de largo plazo entre el la oferta de dinero, su demanda; el nivel de precios y la actividad económica. También se busca cuantificar los principales determinantes del crecimiento monetario durante este período y el comportamiento sistemático de la autoridad monetaria. El segundo capítulo incorpora al análisis de largo plazo los principales hechos en la evolución de la Banca Central en Colombia durante el Siglo XX. En particular, el capítulo evidencia la importancia del Banco de la República en el acontecer económico del país desde su creación en 1923 hasta el fin de siglo XX. El tercer capítulo se concentra en el análisis específico de 10 episodios representativos en la historia monetaria colombiana del Siglo XX. Finalmente, el último capítulo resume y concluye.

Capítulo I. El dinero en Colombia durante el Siglo XX: Un panorama general

Un buen punto de partida para la caracterización de toda historia monetaria es iniciar con la ecuación cuantitativa del dinero (Friedman y Schwartz, 1963;

República. Esta narrativa se complementó con la evidencia contenida en la Revista del Banco de la República que trae en las Notas Editoriales la posición oficial del gerente del Emisor. La Revista contiene además diversos artículos de carácter técnico o de opinión de profesionales calificados o personajes de la vida económica nacional, así como los proyectos de ley y exposición de motivos relacionados con los temas de instituciones monetarias.

Fratianni y Spinelli, 1997) y describir la evolución de las cuatro variables que la conforman. Esta ecuación, planteada formalmente por Fisher (1920)[5], describe la relación entre el dinero (*M*), su velocidad de circulación (*V*), el producto real (*Y*) y el nivel general de precios (*P*) tal que: $MV = PY$. Así, el Cuadro I. 1 presenta el crecimiento de cada una de estas cuatro variables durante todo el siglo XX en Colombia así como en 5 sub-períodos[6]. El crecimiento promedio del dinero (medios de pago o M1), entre 1923 y 2000, fue de 16,7% y con niveles más altos al final del período aunque cayendo en la última década del siglo. Por su parte, el crecimiento económico durante el siglo pasado estuvo alrededor de 4,2% lo que significa que el crecimiento del dinero excedió el del producto real en 12,4 puntos porcentuales. Dado el bajo decrecimiento promedio en la velocidad del dinero (-0,6%), la inflación anual promedio se sitúo en 11.9%.

[5] Puede decirse que el análisis de la teoría de la política monetaria comienza con el estudio de la teoría cuantitativa del dinero la cual constituye uno de los pilares fundamentales del pensamiento neoclásico tradicional y la base, aunque con importantes modificaciones, del pensamiento monetarista más reciente. Sus inicios se remontan hasta el siglo XVI con los escritos que relacionaron la llegada de metales preciosos de América y las inflaciones que se originaron en Europa tras esa abundancia. Posteriormente, estas aportaciones son recogidas y ampliadas por autores como Cantillon, Locke, Hume y Lloyd. De esta forma, durante todo el período entre el siglo XVIII y comienzos del XX la teoría cuantitativa se convierte en la teoría monetaria ortodoxa plenamente aceptada por los economistas clásicos británicos y luego por los neoclásicos. Siendo estos últimos quienes se encargan e completar, sistematizar y representar en forma matemática estas ideas, sobre todo con los trabajos del norteamericano Fisher a partir de 1911, y, en Europa, con los trabajos de la escuela de Cambridge (en especial Pigou, Robertson, e incluso el propio Keynes).

[6] Los cinco sub-períodos se dividen de acuerdo con los cambios más importantes en los regímenes cambiarios y los principales cambios institucionales de la banca central en Colombia. Así, el primer subperiodo (1905-1931) recoge el régimen del Patrón Oro (aunque como se verá más adelante, este sistema no operó siempre en estos años); el segundo sub-período (1932-1950) recoge los años posteriores al abandono del Patrón Oro y en los cuales se fijó el tipo de cambio al dólar americano aunque hubo periodos cortos de flotación controlada del peso; el tercer sub-período (1951-1966) comienza con un cambio institucional de la banca central en Colombia con el cual el Emisor pasó a tener una mayor preponderancia en el acontecer económico; el cuarto sub-período (1967-1991) se enmarca dentro de los años que operó el sistema cambiario de crawling peg; y finalmente el último período (1992-2000) recoge los años de la independencia del Emisor frente al ejecutivo y, así mismo, el arreglo de bandas cambiarias que operó durante la mayoría de tiempo.

El Cuadro I. 1 muestra que las tasas de inflación fueron elevándose al mismo ritmo que lo hacía el crecimiento de los medios de pago. Así mismo, con excepción de la última década, el incremento en las tasas de inflación en Colombia estuvo acompañado por una disminución de su volatilidad (medida por su desviación estándar), lo que a su vez coincide con la disminución de la variabilidad en el crecimiento de los medios de pago.

Los resultados de la ecuación cuantitativa implican que no existe una relación sistemática entre el crecimiento real del producto y la inflación (Gráfico I. 1) o el crecimiento del dinero (Curva de Phillips). En contraste, sí parece haber una estrecha relación los cambios del stock de dinero y la inflación[7].

Cuadro I. 1 Ecuación Cuantitativa en Colombia durante el Siglo XX

PERÍODO		MONEDA (M1)	VELOCIDAD	PRECIOS	INGRESO
1923 - 2000	PROMEDIO	16,7	-0,6	11,9	4,2
	D.S	10,9	8,8	10,4	2,5
1905-1931*	PROMEDIO	5,3	0,4	0,6	5,1
	D.S	11,7	12,3	11,3	2,4
1932 - 1950	PROMEDIO	14,8	-2,3	8,3	4,2
	D.S	9,1	12,6	10,2	2,7
1951 - 1966	PROMEDIO	15,2	-1,3	9,4	4,6
	D.S	4,7	6,3	5,3	1,5
1967 - 1991	PROMEDIO	22,1	1,3	19,0	4,5
	D.S	4,7	4,5	5,9	1,9
1992 - 2000	PROMEDIO	19,9	-0,6	16,6	2,7
	D.S	10,6	10,1	4,3	3,1

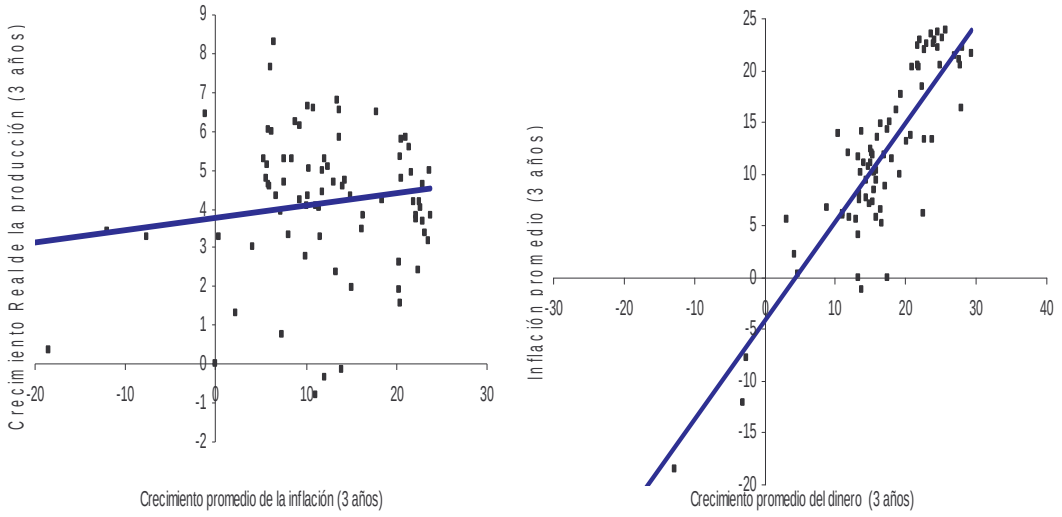
Tasas de Crecimiento Anual (%) medidas como diferencia de logaritmos. D.S.: Desviación Estándar. (*) Para este período se utilizaron los datos de Base Monetaria entre 1905-1922 para encontrar el crecimiento del dinero. Fuente: Revista del Banco de la República, GRECO y cálculos de los autores.

Sin embargo, esto no excluye la posibilidad que existan episodios en los cuales haya habido una relación positiva entre la inflación y el ingreso real, corroborando la existencia de una curva de Phillips *transitoria* en el corto plazo.

[7] En este sentido los resultados corroboran aquellos de Friedman y Schwartz (1963) para Estados Unidos, en el sentido que no se puede establecer una relación entre los cambios del stock de dinero o del nivel de precios y el ingreso real.

De hecho, los siguientes capítulos mostrarán varios momentos de la historia monetaria colombiana en la cual las autoridades monetarias sí trataron de explotar una correlación positiva de corto plazo entre la inflación y el crecimiento económico, acelerando el ritmo de crecimiento del dinero[8]. Los resultados de largo plazo sugieren, no obstante, que estas acciones tuvieron efectos transitorios y no permanentes sobre el crecimiento real, haciendo imposible que tal correlación positiva pudiese ser explotada sistemáticamente.

Gráfico I. 1 Relación entre el dinero, la Inflación y el crecimiento real en Colombia



[8] La verificación empírica sobre la existencia de una curva de Phillips de corto plazo ha ido de la mano con los desarrollos en el área econométrica. Para el caso de Colombia, una serie de estimaciones de curva de Phillips, aumentadas por expectativas, dan evidencia de s presencia. Véase, por ejemplo, López y Misas (1999) o Gómez y Julio (2000).

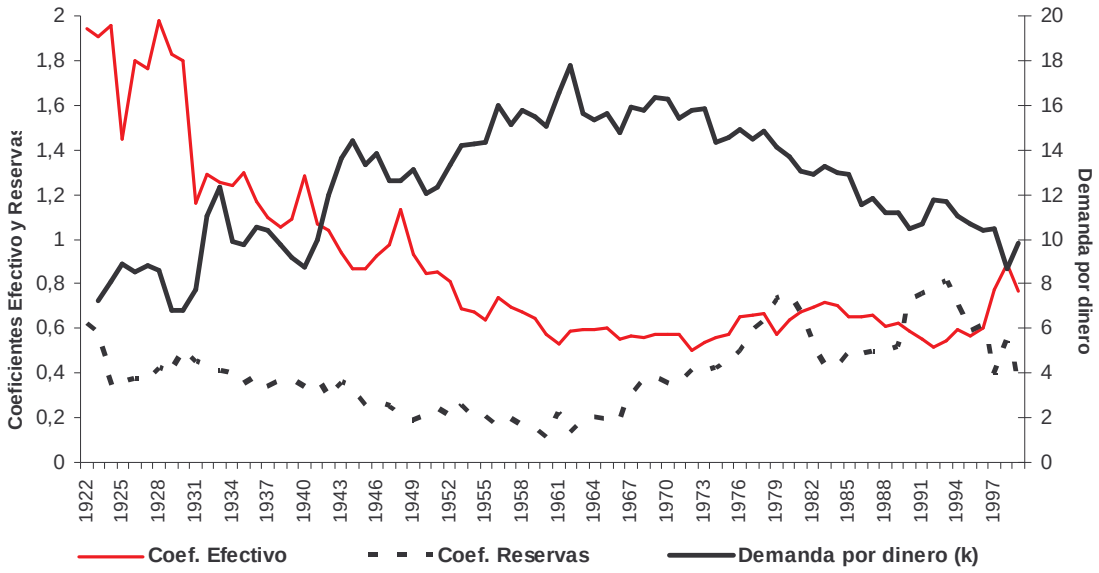
Finalmente, el decrecimiento anual promedio de 0,6% en la velocidad del dinero puede reflejar el aumento secular en la demanda por medios de pago[9]. El Gráfico I. 2 muestra que hasta finales de los años sesenta, la demanda por medios de pago exhibió una tendencia creciente, asociada específicamente con la mayor demanda por depósitos en cuentas corrientes (o un menor coeficiente de efectivo a depósitos)[10]. Sin embargo, el último cuarto de siglo, especialmente entre 1972 y 1992, se presentó una caída en la demanda por medios de pago, asociada principalmente con el aumento de los niveles de inflación que incrementó el costo de oportunidad de tenencias liquidas. Este fenómeno, a su vez, impulsó la mayor demanda por agregados monetarios menos líquidos pero con alguna remuneración que cubriera la perdida por inflación[11]. Por otro lado, como se detallará en el segundo capítulo, la caída en la relación dinero/PIB también está asociada con un aumento del coeficiente de reservas por la política de aumentos en los niveles de encajes llevada a cabo a partir de los años cincuenta.

[9] En este sentido, la definición de demanda de dinero se define como una determinada proporción de la renta nominal en forma de saldos monetarios: $\boldsymbol{M^d = k\ (P*Y)}$. Siendo *k* el porcentaje de renta nominal que los individuos desean mantener en forma de saldos de caja. En el equilibrio del mercado monetario ($\boldsymbol{M^d = M}$) el coeficiente *k* es, además de la demanda de dinero, la inversa de la velocidad media de circulación del dinero. Este enfoque provino inicialmente de la escuela de Cambridge (Pigou, 1917) según la cual, si bien el enfoque de Fisher era válido, subrayaban la necesidad de tomar el dinero no exclusivamente como un medio de cambio, sino también como un activo financiero más que las personas desean conservar en forma de "saldos de caja". Para mayor discusión ver Fernández, A. et.al. (2003).

[10] Como se verá en detalle más adelante, este fenómeno estuvo acompañado por un aumento en el desarrollo del sistema financiero a partir de la creación del Banco de la república en 1923.

[11] Esta idea se volverá a tratar en el segundo capítulo.

Gráfico I. 2 Demanda por Dinero y los coeficientes de encaje y reservas.



Fuente: Revista del Banco de la República, GRECO y Cálculos de los autores.

Activos externos y emisión primaria con objetivos internos

El stock de dinero existente en la economía (y su crecimiento) representan el equilibrio (y los cambios en el equilibrio) entre la oferta y demanda por medios de pago. Así, para tener una visión clara de la historia monetaria es necesario analizar los factores que han afectado la oferta de dinero. Las fuentes de la oferta de dinero en Colombia han sido los activos externos (divisas medidas en pesos) del Banco de la República, el crédito interno ya sea con fines fiscales o de fomento económico, la emisión de pasivos no monetarios y la creación secundaria de dinero por parte del sistema financiero.

El stock de dinero o medios de pago (M1) en cada momento del tiempo (M_t) es igual al producto de la base monetaria (BM_t) y el multiplicador (m_t): $M_t = m_t\, BM_t$; donde el multiplicador depende de los coeficientes de efectivo (e) y reserva (r)[12].

[12] El multiplicador se define como $m_t = (1 + e_t) / (e_t + r_t)$; donde los coeficientes de efectivo (e) y reserva (r) se calculan, respectivamente como: $e_t = (Efectivo)_t / (Depósitos)_t$; $r_t = (Reserva)_t / (Depósitos)_t$.

A su vez, el crecimiento de la *BM* resulta de los cambios de sus tres fuentes principales: las reservas internacionales en pesos, los activos domésticos según el balance del Banco de la República (Gobierno; Bancos y resto del sector financiero[13]; y sector privado) y los pasivos no monetarios (PNM)[14]. El Cuadro I. 2 presenta la descomposición mencionada para los mismos sub-períodos contemplados antes. La parte superior del cuadro contiene los cambios en M1 originados en la *BM* como un todo y en el multiplicador mientras que la segunda parte inferior muestra los cambios en *BM* y la contribución a su cambio de cada uno de sus componentes (reservas internacionales; crédito interno bruto y otros pasivos y activos no monetarios).

El principal resultado es el peso relativo significativo que ha tenido la base monetaria dentro del crecimiento del dinero. Como se desprende del cuadro, en todos los subperíodos contemplados en el siglo pasado, el dinero base es el principal determinante del crecimiento de los medios de pago. En efecto, del 18.8% de crecimiento promedio de M1 entre 1923 y el 2000, 18.2% está

[13] Desde principio de los ochentas, el crédito al sector financiero comenzó a tener diversas formas además del crédito directo a los bancos comerciales debido a la aparición de nuevos actores en el sector (Corporaciones financieras; de ahorro y vivienda, Fondos Financieros; etc.). Por esta razón, se decidió que a partir de 1980, el crédito primario al sistema financiero se separaría entre emisión primaria a los bancos y al resto del sistema financiero.

[14] Un análisis del balance del Banco de la República muestra que el rubro pasivos no monetarios (PNM) es, de hecho, una mezcla de varios componentes. Un primer componente son los depósitos del Gobierno, Bancos Comerciales y Sector Privado en el Emisor. Otros rubros incluidos en PNM son los diferentes saldos de una gama cada vez mayor de instrumentos de regulación monetaria (Operaciones de mercado Abierto) en especial a partir de la década del ochenta. Estos serán analizados en los capítulos siguientes. Finalmente, el rubro de PNM recoge el saldo de los otros activos del Banco de la República descontando las cuentas patrimoniales. Aunque este rubro se muestra como importante en la explicación de los determinantes del crecimiento la multitud de componentes que lo determinan hacen que su interpretación sea extremadamente compleja. Como lo señala Currie (1987), la complejidad de rubros del Balance del Banco de la República hace que este rubro incorpore desde una transacción de los bancos comerciales con el Emisor "hasta la construcción de un Centro de Convenciones" por éste último. Todo esto hace que en este análisis se haya escogido las magnitudes de crédito bruto como las variables a analizar dejando de lado los PNM.

explicado por el crecimiento de la base monetaria, y tan solo un 0.6% del crecimiento del multiplicador.

Otro resultado de interés resulta ser la preponderancia del componente externo sobre la evolución del dinero. Puede observarse en el Gráfico I. 3 como los crecimientos de los medios de pago coincidieron con los cambios en el componente externo de la base monetaria.

Cuadro I. 2 Descomposición de los medios de pago en Colombia [15].

Períodos	1923 – 2000	1923 – 1931	1932 – 1950	1951-1966	1967 – 1991	1992-2000
Crecimiento M1	**18,8**	**5,4**	**16,4**	**16,6**	**24,9**	**22,6**
c(m)	0,6	0,8	2,0	1,1	-1,8	3,2
c(BM)	18,2	4,6	14,4	15,5	26,7	19,3
Crecimiento BM	**18,6**	**4,3**	**14,2**	**15,7**	**27,7**	**20,2**
c(Crédito Gobierno)	6,6	1,5	6,6	10,5	8,5	-0,7
c(Crédito Bancos)	3,8	3,9	2,0	6,1	4,0	2,7
c(Crédito Resto SF)	1,8	0,0	0,0	0,0	5,0	1,2
c(Crédito Particulares)	1,5	0,3	0,6	4,9	0,7	0,6
c(Pasivos No Monetarios)	-13,4	-5,9	-4,1	-13,0	-22,7	-14,9
c(Reservas Internacionales)	18,3	4,5	9,1	7,2	32,2	31,4

Nota: c(x) representa la contribución de la variable x al crecimiento de los medios de pago o de la base monetaria. Los crecimientos de los medios depago difieren ligeramente de aquellos presentados en el cuadro I.1 por ser calculados como cambios porcentuales. Fuente: Balances del Banco de la República tomados de la Revista Banco de la República y cálculos de los autores.

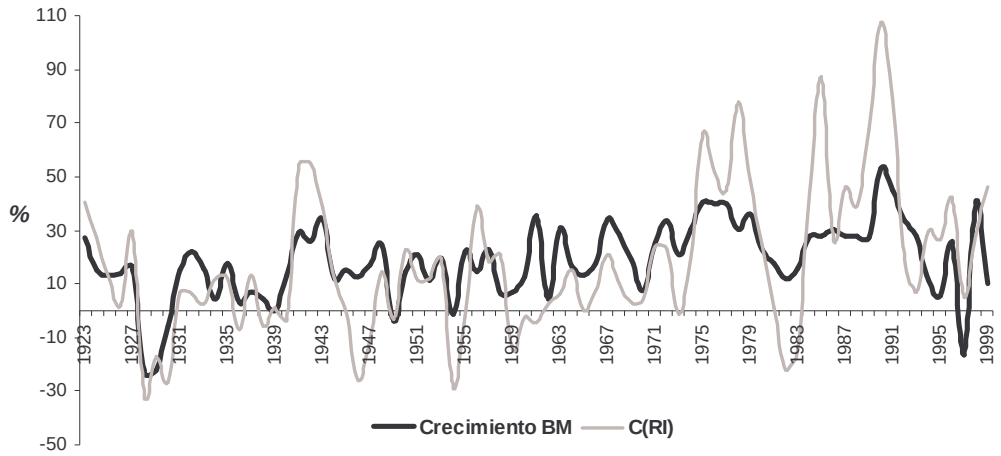
Entre los cambios más significativos en el stock de dinero sobresalen la contracción del dinero base que precedió al abandono del Patrón Oro en 1929-30 o la crisis de deuda de principio de los ochentas; y los fuertes crecimientos durante la Segunda Guerra Mundial y los años setenta producto de la acumulación transitoria de reservas internacionales. El efecto de las reservas

[15] Las contribuciones al crecimiento de las variables siguen el enfoque realizado por Salazar (1996). (M_{+1} – M / M) = (m_{+1} – m) / m + (m_{+1} - m) *(BM_{+1} – BM / BM) .Donde M es los medios de pago; m es el multiplicador y BM es la base monetaria. Esta descomposición es similar al enfoque de contabilidad del crecimiento. Un supuesto importante acá es que el multiplicador es independiente del dinero base lo cual depende inversamente en el grado de libertad de movilidad de la tasa de interés (Brunner y Meltzer, 1968; Fratianni y Spinelli, 1997). Para Colombia es posible asumir lo anterior durante un periodo de tiempo tan largo pues la tasa de interés no operó durante un largo tiempo como una variable de mercado y era controlada por el instituto Emisor.
Para la descomposición de la base monetaria se empleó la fórmula: (BM_{+1} – BM)/BM)=(dRESINT+dBANCOS+dGOBIERNO+dPARTICULARES+dNVERSIONES+dRESTO.S.FINANC - dPNM). Donde dX representa el cambio entre un año y otro de la variable X.

sobre el dinero base es aún más fuerte cuando el sistema monetario opera bajo un régimen cambiario fijo o controlado, como ocurrió en la mayor parte del siglo XX en Colombia[16].

Por otro lado, el crédito interno también ha tenido efectos importantes en el crecimiento del dinero y de la base monetaria con excepción del período 1992-2000. Así, el crédito al gobierno contribuyó con cerca de la mitad del crecimiento de la base monetaria durante el siglo y hubo períodos en los que su contribución fue bastante más alta. Sobresalen los altos pesos relativos que tuvo el crédito al gobierno entre 1952 y 1971, y posteriormente en la década del ochenta. Como se verá más adelante, en estos períodos se presentaron elevados déficit fiscales que fueron financiados en buena parte con emisión primaria.

Gráfico I. 3 La Base Monetaria y su componente Externo en Colombia.



Fuente: Revista del Banco de la República y Cálculos de los autores

El Cuadro I. 3 analiza con más detalle la relación entre el déficit del Gobierno Nacional y su financiación directa proveniente del banco central. La columna 1 contiene el déficit del gobierno mientras que la columna 2 presenta la

[16] Sin embargo, como se verá más adelante, esto no debe interpretarse como si la autoridad monetaria hubiera estado pasiva ante la evolución del stock de reservas internacionales.

financiación anual promedio del Banco de República al gobierno (como porcentaje del PIB). Se observa que la financiación del déficit por parte del banco central creció durante el siglo alcanzando valores entre 0.71% de PIB y 0,61% para los períodos 1967-1991 y 1951-1967, respectivamente. Aunque éste básicamente es inexistente después de 1991. El Cuadro I. 3 presenta adicionalmente las medidas de señoraje e impuesto inflacionario que están relacionados con la emisión primaria. Se observa que el señoraje (medido como el poder de compra de la emisión primaria) se incrementó a lo largo del siglo llegando a ser casi del 2% anual promedio durante el período 1967-1991. El impuesto inflacionario (medido como la pérdida del poder de compra de los medios de pago) también creció durante el siglo alcanzando cerca de 2.8% del PIB en promedio entre 1967 y 1991[17].

Durante el periodo 1923-2000 el déficit fiscal fue, en promedio, igual al 0,78% del PIB del cual el 0,47% fue financiado con crédito primario al sector público[18]. El comportamiento tanto del déficit como de su financiación con emisión ha variado a lo largo del siglo. Entre 1932 y 1966, no hubo, en promedio, déficit del Gobierno pero el incremento de la financiación anual del Gobierno en el Banco de la República aumentó de 0,11% a 0,71% del PIB. Mientras que para el período 1967-1991, las finanzas del Gobierno pasaron a ser deficitarias y su

[17] Algebraicamente, el señoraje se calcula como $(BM - BM_{-1}) / PIB$. Medido así se interpreta como el beneficio que obtiene el banco central por su capacidad de emitir base monetaria (BM). Por su parte, el impuesto inflacionario es calculado como $\Pi*(M/PIB)$, donde Π es la tasa de inflación medida por el deflactor implícito del PIB.

[18] Como se verá en los siguientes capítulos, los episodios de coyuntura fiscal estuvieron caracterizados por una excesiva creación primaria la cual fue atenuada por las autoridades en razón a las preocupaciones inflacionarias que el exceso de liquidez pudo ocasionar. Sin embargo, esta cifra puede estar un poco sobreestimada el Banco de la República reporta el crédito primario para todo el sector público (Gobierno Central y resto de sector público). Empero, no existen cifras consolidadas del déficit del total del Sector público para todo el período contemplado.

nivel promedio superó con creces a la fuente de financiación primaria proveniente del Banco de la República. No obstante en el último período (1992-2000) cuando la situación fiscal se agrava, la financiación con emisión primaria tiene una notable disminución tomando incluso un pequeño valor negativo (-0.03% del PIB). Ello era de esperarse pues coincide con la independencia constitucional del Emisor del ejecutivo y la prohibición al Banco de la República de financiar el gobierno con emisión primaria directa salvo por una votación unánime de los miembros de la Junta Directiva[19]. Así mismo, el impuesto inflacionario exhibe una tendencia creciente a lo largo del periodo, con excepción de la última década, lo cual estuvo relacionado con lo crecientes niveles de inflación exhibidos hasta finales de siglo en Colombia. El comportamiento del señoraje también exhibe una tendencia creciente, siendo su punto más alto el período 1967-1991.

Cuadro I. 3 El financiamiento primario del sector público.

	Déficit	Crecimiento del Crédito Primario al Gobierno	Señoraje	Impuesto Inflacionario
1923 - 2000	0,78	0,47	1,25	1,73
1923 - 1931	-0,13	0,11	-0,02	-0,02
1932 - 1950	-0,06	0,46	0,97	1,10
1951 - 1966	-0,41	0,71	1,02	1,52
1967 - 1991	1,26	0,61	1,98	2,81
1992 - 2000	4,22	-0,05	1,36	1,96

Nota: Todos valores son promedios anuales como porcentaje del PIB. Fuente: Revista del Banco de la República, Junguito y Rincón(2004) y Cálculos de los Autores.

El dinero base y el régimen cambiario

El comportamiento de la base monetaria depende críticamente del régimen cambiario imperante. Bajo tipo de cambio fijo el cambio en la base monetaria

[19] La Constitución de 1991 abolió definitivamente el otorgamiento de crédito primario a particulares y el sector privado en general.

obedece, *ceteris paribus*, a los cambios en las reservas internacionales mientras que con un sistema de flotación pura del tipo de cambio el nivel de reservas permanece constante al igual que la base monetaria. Como se describió antes, entre 1923 y el 2000, el mercado cambiario colombiano operó bajo regímenes cada vez menos rígidos pasando desde el régimen de Patrón Oro a comienzos de siglo hasta la flotación cambiaria a partir de 1999. Esto a su vez implicó que los cambios en la base originados en su componente externo dependió en gran medida de los cambios en reservas originados ya sea en superávit comerciales o en flujos de capital. En este sentido, gran parte de la política monetaria del siglo estuvo orientada a contrarrestar los efectos de los cambios en las reservas internacionales sobre el dinero base.

En teoría, la existencia de un compromiso sobre el tipo de cambio implica que las autoridades monetarias no tienen pleno control sobre la totalidad de la base monetaria, pues el banco central determina el componente doméstico, pero no el componente externo. Según el enfoque monetario de la balanza de pagos (Frenkel y Jhonson, 1976), bajo el supuesto de que la demanda de dinero es estable, cambios en el componente doméstico son compensados totalmente por cambios en el componente externo. Así, éste enfoque plantea que las variaciones negativas en las reservas oficiales del Banco Central son el resultado de los cambios en el mercado del dinero: un aumento en el stock de dinero por encima de las necesidades de demanda se traducirá en una caída en reservas hasta que se equilibre de nuevo el mercado monetario. Este mecanismo se denomina el efecto compensación.

Dividiendo la base monetaria en sus grandes fuentes: las reservas internacionales denominadas en pesos, *BF* (componente externo,) y los activos domésticos *BD* (componente interno), donde $BM_t = BF_t + BD_t$; es posible plantear el efecto compensación por medio de la siguiente ecuación:

(1) $$\Delta BF_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta BD_t + \beta_2 \Delta Y_t + \beta_3 i_t$$

La ecuación (1) postula la relación entre los cambios en los activos domésticos (exceso monetario) y su impacto sobre las reservas internacionales. Las variables *Y* e *i* intentan aislar los movimientos en *BF* como resultado de cambios transitorios de la demanda de dinero[20]. Por último, la ecuación supone el cumplimiento de paridad entre las tasas de interés: ($i_t = i_t * + e_t$, donde *e* es la devaluación nominal)[21].

El enfoque planteado hasta ahora está incompleto en la medida que no incorpora el efecto de ΔBF sobre ΔBD. Como se detallará en los siguientes capítulos, a pesar de operar bajo un régimen cambiario fijo, las autoridades tenían algún grado de autonomía en sus decisiones de política monetaria frente a cambios en las reservas internacionales. De hecho, la autoridad monetaria podía modificar los activos domésticos lo que hacía que el comportamiento del stock de dinero dependiera transitoriamente menos de los cambios de las reservas internacionales. Estas consideraciones llevan a postular una segunda ecuación que contrasta con la del efecto compensación de forma tal que

[20] Al respecto, es necesario subrayar que los cambios sobre estas dos variables, son considerados exógenos, lo cual es necesario para poder pronosticar un efecto compensación cercano a la unidad en el largo plazo.

[21] Este último supuesto, sin embargo, lleva implícito la existencia de sustitución perfecta entre los activos domésticos y los externos. Esto puede ser criticable dada la imperfecta movilidad de capitales y los recurrentes controles a la movilidad de capitales que existieron a través del siglo pasado (Véase Dornbush, 1980; y Fratianni y Spinelli, 1997).

incorpore una actividad monetaria más activa. Dadas las dos ecuaciones es posible estimarlas en forma simultánea y obtener tanto el coeficiente del efecto compensación como la función de reacción de la autoridad ante cambios en los activos externos. Así, las ecuaciones a estimar en forma simultánea son las siguientes:

(2) $$\Delta BF_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta BD_t + \beta_2 \Delta Y_t + \beta_3 i_t + e_1$$

(3) $$\Delta BD_t = \beta_5 + \beta_6 \Delta BF_t + \beta_7 \Delta Y_t + e_2$$

La ecuación (2) permite estimar el efecto compensación ya visto mientras que la ecuación (3) plantea que la autoridad que no es “pasiva” y esteriliza los efectos sobre los medios de pago resultantes de las variaciones en sus reservas además de responder a cambios en el producto. Los resultados de las estimaciones (Cuadro I. 4) revelan una autoridad que sí reaccionó esterilizando cerca del 65% del efecto de las variaciones en reservas sobre el dinero base. Por su parte, el coeficiente del efecto compensación revela que cerca del 35% de los aumentos en el componente doméstico de la base monetaria se traducía en disminución del stock de reservas internacionales. La sección siguiente busca analizar más en detalle la reacción de la autoridad monetaria.

Cuadro I. 4 Efecto compensación en Colombia: 1923-2000.

Variable Independiente	d(*BF*)	d(*BD*)
C	61075,59	55664,04
	[2.429]**	[1.594]
d*BF*		-0,65
		[-4.647]***
d*BD*	-0,353	
	[-4.647]***	
dY	0,079	0,014
	[11.964]***	[0.932]
(i)	-9468,01	-84895,8
	[-10.046]***	[-4.954]***
R2 Adj.	0,86	0,45
D.W	1,74	1,87

Nota. d(x): diferencia de X. Estadísticos entre paréntesis. (*) = Significancia al 90%; (**) = Significancia al 95% ; (***) = Significancia al 99%. La significancia estadística fue corregida por presencia de heterocedasticidad con por el metodo de White.

Función de Reacción de la autoridad

Las estrategias de la política monetaria pueden diferir según el régimen cambiario y la estructura institucional bajo la que opera el banco central. Al mismo tiempo, la política activa de la autoridad puede obedecer a distintos objetivos en distintos momentos del tiempo. Entre estos objetivos se cuentan, por ejemplo, el nivel de reservas oficiales, la producción, la inflación, etc.

Para determinar qué variables son objetivo de la política del banco central se estima una función de reacción de la autoridad monetaria. Esta función permite establecer relaciones entre objetivos e instrumentos de política monetaria. La función de reacción incorpora la reacción de la autoridad –entendida como el uso de sus instrumentos– ante cambios del producto, la inflación, la tasa de cambio, las reservas internacionales o cualquier otra variable que sea objetivo de la política monetaria. Existe una gama de instrumentos de política que la autoridad monetaria ha utilizado a lo largo del siglo. Entre ellos se cuenta el

crédito doméstico, los encajes, las tasa de interés, las operaciones de mercado abierto (OMAS, Títulos de Participación)[22].

Dentro de los objetivos más importantes de la política monetaria se encuentran el producto –expresado en la política contracíclica– y la inflación. Sin embargo, en varios momentos del tiempo los instrumentos de política han sido utilizados para influir los activos externos o reservas internacionales y la tasa de cambio nominal –en los períodos de flotación. Esto último es consistente con la evidencia narrativa que muestra que las autoridades durante algunos episodios han tratado de influir o de tener como objetivo el nivel de reservas o precio de la divisa en el mercado. Con base en lo anterior se puede plantear una función de reacción con la siguiente forma funcional:

$$Inst_t = \beta_o + \beta_1(Y_t - \hat{Y}_t) + \beta_2(\pi_t - \hat{\pi}_t) + \beta_3(R_t - \hat{R}_t) + \varepsilon_t$$

Donde *Inst* es el instrumento utilizado como respuesta a las desviaciones de los tres objetivos (el producto real (*Y*); la inflación (π) y el nivel de divisas oficiales (*R*) con relación a sus tendencias[23]. El instrumento también está expresado desviaciones a su tendencia, pues esas desviaciones reflejan la reacción de la política monetaria. El término ε captura los movimientos del instrumento de

[22] Una forma particular de función de reacción es la que se conoce en la literatura como regla de Taylor. Véase Urrutia y Fernández (2003) para un ejemplo de regla de Taylor en Colombia con el dinero como instrumento de política.

[23] Se contemplaron dos instrumentos de política: El crédito bruto (desviaciones) y el nivel de los encajes (desviaciones). Esta última variable, sin embargo, fue utilizada de forma sistemática como instrumento de política sólo desde 1951 razón por la cual el rango de datos para la segunda estimación comienza en esa fecha. Los instrumentos de política serán tratados extensamente en el siguiente capítulo.

política originados en factores distintos *Y*, π *o R*, y no correlacionados con estas variables[24].

El Cuadro I. 5 presenta las estimaciones econométricas de la función de reacción, contemporánea y rezagada, utilizando el crédito total y los encajes como los instrumentos de política. Los resultados sugieren que ambos instrumentos han sido utilizados en forma significativa para la política contracíclica. En segundo lugar, se observa que los cambios en las reservas –que recoge tanto los flujos de capitales como otros choques a la cuenta corriente– afectan en forma significativa el crédito doméstico aunque no los encajes. Finalmente, se observa que el coeficiente de la inflación contemporánea no es significativo (como tampoco el asociado al coeficiente de encaje), lo cual cambia si se examina la misma regla de política con variables rezagadas un período (segunda columna). En esta oportunidad, los resultados arrojaron unos coeficientes para la inflación rezagada (donde el instrumento fue el crédito interno) igual a -0,87 y significativo al 95%[25]. En síntesis, los resultados de la regla de Taylor estimada arrojan un comportamiento de la autoridad en donde se reaccionaba contemporáneamente y de forma contracíclica con el crédito bruto y el nivel de encajes. Así mismo, se reaccionaba con algún rezago ante los incrementos en el nivel de precios con cambios en el crédito bruto más

[24] Sin embargo, es probable que el término de error contenga choques correlacionados con *Y*, π *y R* es necesario llevar a cabo estimaciones con variables instrumentales. Considerando que durante la mayoría del período Colombia tuvo una monoexportación de café, el precio internacional del grano fue incluido como principal variable instrumental, además de los rezagos de las demás variables independientes y del instrumento.

[25] Un resultado similar obtuvieron Urrutia y Fernández (2003) con una regla de Taylor en la cual la inflación contemporánea no fue significativa pero la inflación rezagada sí lo fue.

no con el nivel de encajes. Más adelante se mostrará cómo este comportamiento es consistente con la narrativa de los siguientes capítulos.

Cuadro I. 5 Función de reacción: Regla de Taylor.

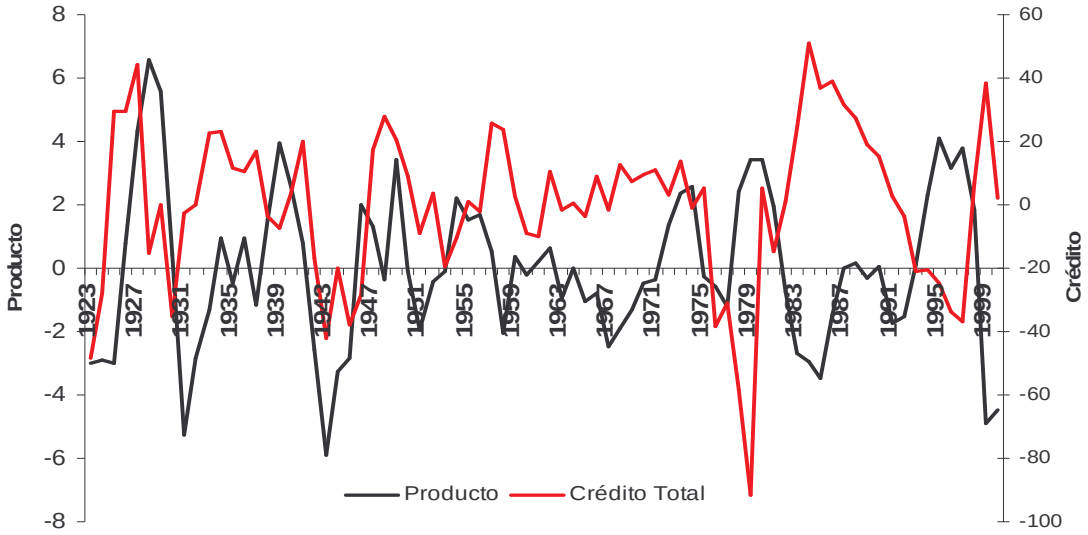
Variable Independiente	Instrumento: Crédito Bruto (1923-2003)	Instrumento: Crédito Bruto (1923-2003)	Instrumento: Encajes (1951-2003)
C	-0.80 [-0.303]	-1,51 [-0.551]	-0.15 [-0.364]
$Y_t - \hat{Y}_t$	-5.33 [-3.533]***		0.99 [2.551]**
$Y_{t-1} - \hat{Y}_{t-1}$		-0,91 [-0.431]	
$\pi_t - \hat{\pi}_t$	0,21 [0.167]		-0.36 [-2.248]**
$\pi_{t-1} - \hat{\pi}_{t-1}$		-0,87 [-2.749]**	
$R_t - \hat{R}_t$	-0,23 [-2.864]***		0.01 [0.644]
$R_{t-1} - \hat{R}_{t-1}$		-0,14 [-2.65]***	
Estadístico F	7.64		4.33
p-valor	0.0002		0.0086

Nota: *Y* es producto, *Pi* es inflación y *R* es reservas internacionales. Las desviaciones fueron calculadas con una tendencia (variable gorro) estimada por el filtro Hodrick-Prescott con un parámetro de suavización anual. Estadísticos entre paréntesis: (*) = Significancia al 90%; (**) = Significancia al 95%; (***) = Significancia al 99%. Las variables instrumentales fueron: el precio internacional del café; Y el rezago de las variables independientes y del instrumento.

Los resultados obtenidos respecto a la relación entre el crédito y la actividad económica también pueden se comprobados en forma gráfica. Así, el Gráfico I. 4 muestra el comportamiento contracíclico de la política en los principales episodios recesivos del siglo XX. Como se analizará en detalle a través de los episodios del capítulo tercero, la política fue claramente contracíclica en la Gran Depresión, la crisis de la deuda a principio de los años ochenta y particularmente en la recesión de fin de siglo. Sin embargo, no es tan claro, el comportamiento contracíclico durante la recesión de la Segunda Guerra ni en la de 1967. Durante la recesión de la Segunda Guerra la política fue contracíclica al inicio del ciclo

recesivo pero está política fue abandonada y se orientó más bien a esterilizar los excesos de liquidez resultado de la acumulación de reservas oficiales. En la recesión de 1967 la política de crédito primario buscó ser consistente con estabilización monetaria que siguió la adopción del nuevo régimen cambiario de *crawling peg.*

Gráfico I. 4 Desviaciones del producto y del crédito primario de sus tendencias de largo plazo (Filtro HP)



Fuente: GRECO; Revista del Banco de la República y cálculos de los autores.

El análisis presentado hasta acá buscó presentar un panorama general del dinero en Colombia durante el siglo XX. En particular, se analizaron las relaciones entre el dinero y otras variables macroeconómicas de interés como la actividad económica y los precios. Así mismo, se presentó de forma sistemática el comportamiento de la autoridad monetaria durante todo este periodo. Sin embargo, para una caracterización apropiada de la historia monetaria debe incorporarse el desarrollo institucional de la banca central en Colombia así como

el alcance y las limitaciones de los instrumentos con los que ésta contaba en el momento histórico. Este es el tema del siguiente capítulo.

Capítulo II. Evolución de la Banca Central en Colombia

Antecedentes de la creación del Banco de la República.

Con la creación del Banco Nacional en 1881, obra del gobierno del presidente Núñez, los bancos privados fueron obligados a aceptar los billetes emitidos por éste a su valor nominal dando así comienzo a la denominada *era del curso forzoso*[26]. Para mantener la estabilidad de precios, el gobierno y el presidente del Banco Nacional prometieron limitar a $12 M. de pesos la cantidad de billetes en circulación. Sin embargo, la guerra civil de final de siglo (Guerra de Los Mil Días) produjo un aumento acelerado en la emisión. Hacia 1904, un año después de finalizada la guerra, los billetes en circulación del Banco Nacional sumaban 831 millones de pesos, repercutiendo directamente sobre el nivel de precios: la tasa de inflación anual que había sido nula en 1896 y 1898, se incrementó a 15,2% en 1899, 66% en 1900 y 389% en 1901 y promedió 120% hasta 1903 (Sánchez, F.; 1994).

La estabilización monetaria se logró con éxito después de aprobado en el Congreso un proyecto de ley en julio de 1903, prohibiendo la emisión de papel moneda por parte del gobierno central. La inflación desapareció y el déficit fiscal

[26] Desde 1864 el Congreso había autorizado al presidente para que concediera a algunos bancos ingleses el privilegio de establecer un banco nacional de depósito y descuento con el privilegio de emitir billetes. Dando así comienzo a una era de banca libre con derecho a emitir sus propios billetes. En ese entonces, no existían bancos comerciales grandes en el país hasta 1871, cuando se fundó el Banco de Bogotá y éste fue seguido por el Banco de Colombia en 1873. Para un detallado análisis de la historia bancaria colombiana del período, *véase* Romero, A. (1992; 1994); Echeverry, L. (1990); Meisel, A. (1990; 1994)..

se redujo considerablemente[27], dentro de una política macroeconómica cuyo objetivo era regresar a la *convertibilidad*. Comenzó así una serie de intentos por instaurar de nuevo el régimen de Patrón Oro, que había sido abandonado en 1886[28]. Ésta tarea, sin embargo no se logró después de cinco años de intentos frustrados por retornar al Patrón Oro[29], hasta la aparición de la Junta de Conversión, creada en 1909, la cual logró garantizar la redención en oro de los viejos billetes del Banco Nacional a una tasa de 100 pesos de papel moneda por 1 peso oro. Entre 1915 y 1916, la cantidad de billetes viejos disminuyó de 10 a 4 millones, y hacia 1922 el total de los viejos billetes en circulación era sólo 212 mil pesos (Sánchez, F. 1994). Sin embargo, la ausencia de un banco central hizo que no hubiera una autoridad monetaria que regulara propiamente la oferta de circulante ante los aumentos en la demanda por medios de pago[30].

Ante esta situación y en cumplimiento de la Ley 60 de 1922, que autorizaba la creación de un banco central, el gobierno del presidente Ospina contrató un equipo de expertos extranjeros liderados por Edwin Walter Kemmerer con el objetivo de diseñar la legislación necesaria para crear y organizar un instituto

[27] Para un análisis detallado del proceso de estabilización posterior a la Guerra de los Mil Días, véase López (1990) y Avella (1987).

[28] En efecto, Colombia había vivido ya una corta etapa oficial del régimen de Patrón Oro desde 1871, cuando el Congreso colombiano adoptó el patrón oro y el peso oro se igualó a 1,612 gramos con una pureza de 0,9. En 1873, la paridad oro / plata fue fijada nuevamente en 15,5. Colombia se mantuvo bajo el patrón oro hasta 1886, cuando el gobierno suspendió la convertibilidad del peso. Una relación detallada de las transformaciones y de la legislación del sistema monetario colombiano desde la independencia hasta 1886 se encuentra en Torres, G. (1980), Véase también Meisel, A. y A. López, (1990).

[29] Entre estos intentos está la creación de la denominada *Junta de Amortización* cuyo propósito era redimir los billetes del Banco Nacional en oro a su valor nominal; o la creación del Banco Central a quien fue concedido el privilegio de emitir billetes convertibles para remplazar los billetes del Banco Nacional.

[30] La oferta de dinero estaba determinada por la acuñación de monedas de oro, plata y por los flujos de oro. En ausencia de billetes, se utilizaban bonos y cédulas de los bancos comerciales y del Tesoro como medio de cambio, para economizar el costo de usar especie.

emisor[31]. Es necesario subrayar la importancia del contexto internacional en que se dieron las reformas planteadas por la Misión Kemmerer pues ellas no estuvieron ajenas al proceso de desarrollo institucional de otras partes del mundo. Para 1922 la conferencia económica internacional de Génova recomendaba el retorno al Patrón Oro y la fundación de bancos centrales de emisión en los países donde éstos no existían, como medidas inmediatas para adelantar la reconstrucción económica del mundo (Alviar, O. 1974). No obstante esto, en Colombia las discusiones sobre organización financiera y creación de un banco central no eran una novedad. En efecto, entre 1917 y 1922 se habían discutido distintos proyectos de creación y funcionamiento de un banco Emisor de características similares a los bancos centrales de otros países[32]. Por ejemplo, en 1918, se presentó un proyecto para la creación de un banco central en Colombia basado en un cuidadoso estudio de la estructura y funciones de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Meisel, A., 1988). Por otro lado, el gobierno esperaba que, además de solucionar la rigidez de la oferta de circulante, el Banco Emisor atrajera más inversión extranjera de tal manera que estimulara las nuevas industrias domésticas[33].

El Banco de la República se creó por la Ley 25 del 11 de julio de 1923[34]. Esa ley autorizaba al gobierno para crear y poner en operación un banco de emisión,

---

[31] Kemmerer traía consigo la experiencia como asesor en varios países antes de venir a Colombia, pues había ya participado en los procesos de reforma en países como Filipinas, México y Guatemala. Existen varios estudios sobre la presencia de la Misión Kemmerer en Colombia y en el resto de países de América Latina. *Véanse* Drake, P. (1989); Meisel, A. (1990) y Randall, S. (1977).

[32] Para un cuidadoso análisis de los proyectos presentados entre 1917 y 1922 véase Avella (1987).

[33] Para un análisis del período**,** *véase* a Ocampo, (1987); Bejarano, (1987) y Rippy, (1970).

[34] La coyuntura monetaria tras la cual se creó el Banco de la República será tratada en detalle como el primero de los episodios en el próximo capítulo.

circulación, depósito y descuento[35]. La junta Directiva del Banco de la República (JDBR) estaba conformada por diez miembros, tres de ellos representaban al gobierno, cuatro a los bancos nacionales, dos a los bancos extranjeros y uno al público. La ortodoxia monetaria caracterizó la estructura institucional del nuevo Banco de la República. El respaldo en oro de los billetes del banco en circulación -convertibles en oro a la vista- y en depósito se fijó en el 60%[36] y se establecieron sanciones muy severas para el caso en que la reserva cayera por debajo de ese nivel. El papel del Banco de la República estuvo limitado entre 1923 y 1931 a mantener la convertibilidad del papel moneda al oro. Su acción era mínima en lo que toca al control de crédito y a la cantidad de moneda que podía poner en circulación pues su única labor era conservar la convertibilidad de sus billetes a oro. Era una creencia internacional que las funciones de los bancos de emisión debían ser mínimas pues se pensaba que era arriesgado tratar de regular el volumen de la moneda o del crédito por consideraciones distintas a los flujos de oro y que embarcarse en política distinta era socavar la fortaleza de la moneda (Alviar, O. 1974).

La segunda Misión Kemmerer

Los efectos recesivos de la Gran Depresión en 1929 provocaron la siguiente modificación al sistema de banca central colombiano. La situación monetaria de Colombia en agosto de 1930 era complicada pues la salida de capitales había conllevado fuertes pérdidas en las reservas de oro, disminución del stock de

[35] La concesión para el funcionamiento del banco fue de 20 años y su capital inicial, diez millones de pesos. Para mayor detalle, véase Andrade, J. A. (1927).
[36] Nivel que como lo documenta Alviar (1974) era uno de los más elevados entre los bancos de emisión en el mundo.

dinero, deflación y caídas en la actividad bancaria (ver Gráfico 1, Introducción). El Congreso y la opinión pública se mostraban cada vez más en desacuerdo con las políticas del Banco de la República (Sánchez, 1994). Para hacerle frente a esas condiciones, las autoridades monetarias acudieron nuevamente a E. W Kemmerer. La segunda Misión Kemmerer coincidió con la nueva administración del presidente Olaya Herrera quien contaba con el apoyo político necesario en el Congreso para asegurar la adopción de un nuevo programa económico.

Aunque habían distintos puntos de vista sobre el alcance de las reformas que se necesitaban, la opinión general estaba a favor de combatir la deflación aumentando la capacidad de emisión del Banco de la República y las posibilidades de préstamo de los bancos comerciales, pero permaneciendo dentro del Patrón Oro. Este fue el núcleo de las reformas propuestas por Kemmerer: éstas cubrían desde la ampliación de la Junta Directiva del Banco de la República, hasta la relajación del respaldo legal de oro de los billetes emitidos por éste último[37]. El Congreso aprobó casi todas las propuestas de Kemmerer, las cuales se convirtieron en la Ley 82 de 1931.

[37] Específicamente, la Junta Directiva estaría compuesta por diez miembros, de la siguiente manera: tres nombrados por el gobierno por un período de tres años; dos elegidos por los bancos accionistas colombianos; uno elegido por los bancos miembros extranjeros; uno por las cámaras de comercio de las ciudades con más de 40.000 habitantes; uno por las asociaciones agrícolas departamentales y uno por la Federación Nacional de Cafeteros. Se estableció que la reserva de oro de los billetes del Banco de la República se reduciría de 60% a 50% y que el cambio de billetes por oro podría ser hecho por monedas de oro, por metálico y giros sobre Nueva York o Londres. *Véase* 'Proyecto de ley por el cual se modifica la Ley 25 de 1923, orgánica del Banco de la República", en *Anales del Senado*, Bogotá, octubre 3 de 1930, "Reform to the Banco de la República. Kemmerer Bilis", en *Colombian News Digest*, octubre 6 de 1930, depositado en *E. W. Kemmerer Papers*, Box 124, Universidad de Princeton.

Hacia un modelo de Banca Central más intervencionista

Tras el abandono del Patrón Oro en septiembre de 1931, se dio en Colombia un paulatino cambio de pensamiento monetario. De la pregunta sobre el papel que debía desempeñar un banco de emisión sin la obligación de convertir sus propios billetes a oro, se pasó a la idea que la política monetaria y crediticia era un instrumento de progreso que podía ser utilizado sin tener en cuenta decisivamente la cantidad de oro que hubiera en el país (Alviar, 1974)[38]. En este contexto se redujo el encaje en oro que debía mantenerse para emitir dinero. De un 60% fijado desde la creación del Emisor, se pasó a un 25% en 1948 (Kalnins, 1963). Además, su Junta Directiva asumió nuevas e importantes responsabilidades pues se autorizó que el Banco efectuara operaciones cada vez más amplias con los diferentes actores de la economía nacional como el gobierno, los bancos e instituciones diversas como el Banco Central Hipotecario (BCH), la Caja Agraria, el Instituto de Fomento Industrial (IFI), la Federación Nacional de Cafeteros, la Caja Colombiana de Ahorros, la Siderúrgica de Paz del Río, etc.

A pesar de esto, el marco legislativo permitía una limitada injerencia del Banco de la República en las determinaciones de política monetaria. Por ejemplo, el Banco no contó en un principio con facultades legales para la determinación del

[38] Un ejemplo de estas medidas fue el Decreto 1304 de 1943, congelando una alta proporción de las utilidades de los empresarios. Esta medida, sin embargo, sería después derogada en un ejemplo del bajo control monetario del Banco Emisor en ese entonces.

encaje legal ordinario y extraordinario. Siendo éste fijado por ley, lo cual evidentemente era inadecuado para la eficacia de la política monetaria[39].

Hacia finales de la década del cuarenta los ánimos estaban dirigidos hacia lograr una mayor intervención económica a través del Banco Emisor[40]. Por invitación del Gobierno en 1949, se llevó a cabo la denominada Misión Grove, conformada por funcionarios de alto nivel de la Reserva Federal de Nueva York a cargo de D. Grove que buscaba realizar un diagnóstico del sistema bancario colombiano. Entre sus principales recomendaciones, la Misión concluyó que para lograr más intervención era necesario dotar al Emisor de los elementos apropiados para controlar la circulación monetaria; orientar las políticas crediticias y cambiarias; proteger las reservas internacionales y efectuar operaciones de mercado abierto. Las anteriores ideas llevaron a que se presentara ante el Congreso un proyecto de Ley sobre la orientación del crédito bancario. En éste se facultaba al Banco de la República, entre otros, a fijar el encaje legal de las instituciones del sistema financiero, el cupo para préstamos y descuentos de estas mismas así como las tasas de interés y plazos que debían regir sobre estos créditos dentro de la política crediticia que mejor estimase el Banco Emisor. En esa ocasión, tan solo se aprobó el Decreto 384 de febrero de 1950 con el cual se tomaban las

[39] Así mismo, otra atadura de la autoridad en materia monetaria lo constituía la estructura mixta de la junta directiva del Banco de la República (JDBR) y su carácter legal, sin modificaciones desde principios de los años treinta. El gobierno no tenía un derecho particular de veto y en algunas oportunidades la contraposición de los intereses privados y públicos no permitía que las medidas de política fuesen tomadas oportunamente. La expedición de la resolución 751 del año 1946, por parte de la Superintendencia Bancaria, estableciendo un límite de cartera a los bancos comerciales, atestigua el limitado rango de acción del Emisor en materia de regulación monetaria en esa época.

[40] Algunos funcionarios de alto nivel del Banco de la República se pronunciaron formalmente sobre la necesidad de que la política monetaria fuera ejercida plenamente por bancos centrales de emisión y no por organismos de carácter político o simplemente administrativo para así evitar que intereses transitorios interfirieran en su acción. Ver Villaveces (1949; 1950). Así mismo, para un análisis del Banco de la República desde su creación hasta 1948 véase Otero, G. (1948).

primeras medidas para que el Banco asumiera las funciones de crédito de fomento[41].

El Decreto 756 y la evolución hacia una mayor intervención.

Las ideas reformistas de los años cuarenta fueron las bases de la reforma financiera llevada a cabo en 1951 con el Decreto 756 que convirtió al Banco de la República en el rector de la política monetaria y crediticia del país. Abandonando definitivamente el papel pasivo del Emisor en el acontecer económico (Alviar, 1964 y 1974). Más allá del hito legal, el Decreto 756 señala una nueva mentalidad para actuar e intervenir en el manejo de la moneda (Botero de los Ríos; 1963).

Derivado del Decreto, se celebró un contrato entre el gobierno y el Banco de la República, donde se modificó la constitución de su Junta Directiva, y pasó a ser presidida por el Ministro de Hacienda sin el voto del cual no se podía tomar ninguna medida de importancia[42]. El artículo primero del Decreto 756 establecía, además, unas finalidades del Emisor afirmando que la regulación monetaria y crediticia ejercida por él debía obtener un "*desarrollo ordenado de la economía colombiana*".

Para tales fines, el Decreto dotó al banco de una serie de instrumentos de control monetario. En primer lugar, se dio facultades a la JDBR para señalar el

[41] Ya en 1949 se había expedido el decreto extraordinario 211, el cual permitiría la determinación del encaje por la JDBR dentro los límites del 10% y 30%.

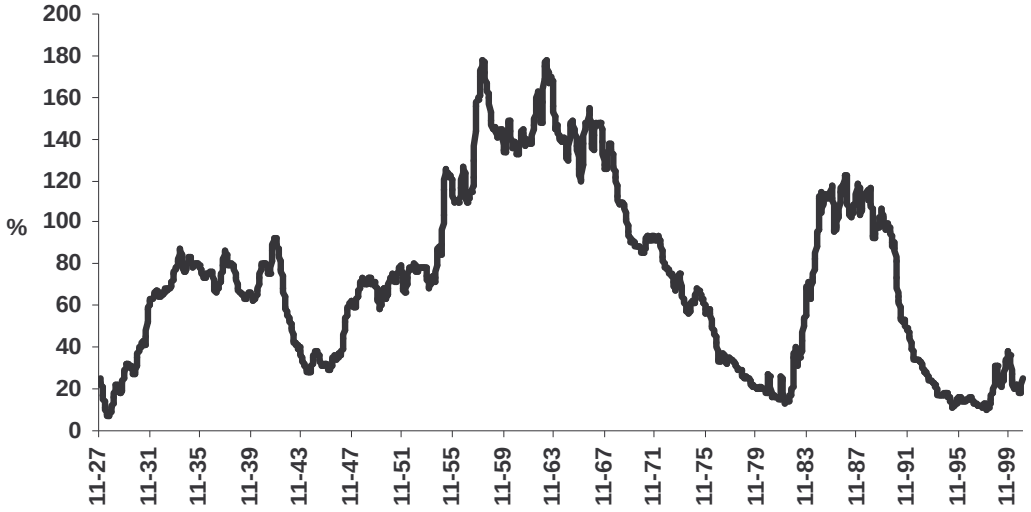
[42] La Junta Directiva pasó a ser integrada de la siguiente forma: el Ministro de Hacienda y Crédito Público, quien la presidía; dos directores designados por el Gobierno Nacional, uno de los cuales tradicionalmente fue el Ministro de Fomento; tres directores elegidos por los bancos nacionales y extranjeros; un director designado por el Gobierno Nacional de listas que le entregaban las asociaciones agrícolas y ganaderas; un director igualmente elegido por el Gobierno Nacional de listas presentadas por los comerciantes e industriales del país; y, por el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros. En 1957 ingresó a la Junta un nuevo miembro, en representación de los bancos oficiales, quedando así el Banco con diez directores.

cupo ordinario de crédito a los bancos. Antes del Decreto, el cupo estaba congelado en una cantidad determinada por la ley. Además, la JDBR podía fijar un cupo extraordinario y otro especial para actividades de fomento económico en los bancos hasta por plazos de cinco años. En segundo lugar, se permitió que fuera la JDBR quien determinara el encaje de los establecimientos bancarios, sin tener que pasar, como antes, ningún trámite legislativo. En tercer lugar, se contempló que la JDBR pudiese señalar las tasas de interés de los bancos para obligaciones que más tarde fuesen descontadas en el Banco de la República. En cuarto lugar, se amplió del cupo de crédito del gobierno en el Banco y la facultad de la JDBR para distribuir los depósitos de aquel entre los bancos afiliados para créditos de fomento, cuando considerase. En quinto lugar, se extendió la capacidad de emisión de billetes del banco, al disminuirse el encaje propio del mismo sobre sus depósitos al 15%. Se quiso así dar más herramientas de control monetario para dirigir el crédito hacia fines productivos o de fomento económico a mediano plazo de acuerdo con la filosofía del Decreto 756.

Con la reforma de 1951 se entregó a la Junta del Banco de la República la función de canalizar el crédito de fomento y los instrumentos necesarios para ejercer dicha función. Al revisar las actas de la Junta Directiva el tema del crédito de fomento a los sectores agrícolas e industriales gana un gran espacio en los primeros años de la década del 50 con tal intensidad que en ocasiones se llegó a sacrificar el control de la expansión monetaria por la política de crédito de fomento, resultando en el crecimiento real del crédito interno más fuerte y

prolongado de toda la historia monetaria colombiana durante el Siglo XX (Gráfico II. 1)[43].

Gráfico II. 1 Crédito Interno Total del Banco de la República (Porcentaje de la Base Monetaria)



Fuente: Revista del Banco de la República y Cálculos de los autores

A pesar de esta tendencia hacia la mayor intervención del Emisor, después de un tiempo se comenzaron a manifestar voces reclamando una mayor injerencia del Banco de la República en el desarrollo económico. En 1963, el nuevo Gerente del Banco de la República, Germán Botero, afirmaba que la reforma de 1951 fue un gran avance aunque había adolecido también de ciertas limitaciones. El entonces Gerente sostenía que el Banco de la República no tenía algunas facultades que ya comenzaban a tener otros banco centrales en el mundo y que la evolución de las técnicas de control monetario habían concedido nuevos instrumentos de control monetario con los que el Banco no contaba. Así, las bases de la nueva reforma a la banca central estaban sentadas.

[43] Más adelante en este capítulo se analizará la influencia de esta política de fomento en el desarrollo del sistema financiero.

Creación de la Junta Monetaria y profundización de la política de fomento.

En el año 1963, el Congreso Nacional aprobó la Ley 21 que permitía al gobierno hacer cambios estructurales en materia monetaria. El ejecutivo quedó autorizado para organizar y convenir con el instituto emisor la creación de una Junta Monetaria (JM) encargada de estudiar y adoptar las medidas en materia de moneda, de cambio y de crédito, que habían correspondido hasta entonces a la JDBR. En el mes de septiembre, el Gobierno **N**acional, por medio del Decreto 2206, integró la mencionada junta en la siguiente forma: El Ministro de Hacienda, quien la presidiría; los Ministros de Fomento y Agricultura; el Jefe del Departamento Nacional de Planeación; y el Gerente del Banco de la República. De esta forma, a diferencia de la JDBR, la JM quedó integrada sólo por funcionarios del ejecutivo quedando así el Gobierno como el único responsable de adelantar las políticas monetaria, cambiaria y crediticia[44]. Se dispuso, además, que este organismo contaría con la asesoría de dos expertos, quienes tendrían voz pero no voto en sus deliberaciones y cuyo nombramiento correspondería efectuar a la propia junta.

La JM quedó provista de las mismas atribuciones que tenía la JDBR desde el Decreto 756 de 1951 dándosele, además, facultades más amplias sobre la regulación monetaria y crediticia que hasta ese entonces no estaban circunscritas a la autoridad monetaria. Se daba así un paso más en la evolución de la banca central colombiana, específicamente en el desarrollo de las funciones monetarias del Banco de la República.

[44] El establecimiento de la Junta Monetaria no implicó la nacionalización del Banco de la República, hecho sobre el cual debió hacer claridad el gerente del Banco.

Con la JM puede afirmarse que el pensamiento dominante en cuestiones de banca central en Colombia se inclinó por una política más intervencionista siguiendo la tendencia de los bancos centrales en el mundo en la cual se les daba a estos un papel central en las políticas de estabilización económica[45]. Particularmente en Colombia la banca central profundizó la política de selección dirigida del crédito. Sin embargo, es de subrayar que la presencia de los dos asesores de la JM imprimió un carácter más técnico a las decisiones de política y su presencia aseguraba que la promoción del fomento económico se diera sin sacrificar completamente la estabilidad de precios.

Independencia del Banco Central

La JM sobrevivió casi 30 años hasta que la nueva Constitución de 1991 modificó la relación entre el gobierno y el Emisor. El cambio institucional independizó las decisiones del Banco de la República del Gobierno Central lo que hizo de esta reforma una de las más importantes desde la creación del Banco de la República en 1923. La nueva Carta Magna fue explícita en asignar como principal objetivo del Banco de la República la estabilidad de los precios. La Ley 31 de 1992 que reglamentó las funciones del Banco decía: "*El Banco de la República a nombre del Estado velará por el mantenimiento de la capacidad*

[45] Cabe anotar que en el ámbito académico, los años cincuenta y sesenta estuvieron caracterizados por la influencia de una corriente de pensamiento económico derivada de los desarrollos keynesianos llamada la Síntesis Neoclásica. Esta escuela de pensamiento postulaba que se podía lograr un marco macroeconómico más estable a partir de políticas de estabilización de la demanda agregada. De acuerdo con esta corriente, esto se lograba por medio de una política monetaria activa y discrecional (Fernández, A. et.al. 2003). Las implicaciones de política calaron en el diseño de unos bancos centrales más intervencionistas de los cuales el colombiano no fue la excepción.

adquisitiva de la moneda conforme a las normas previstas en el artículo 373 de la Constitución Política y en la presente ley."[46]

El nuevo objetivo de la política puede entenderse como la transición de un esquema donde lo primordial era brindar niveles de oferta monetaria que resultaran acordes con el nivel de producción, procurando no alterar el nivel de precios, a otro donde la estabilidad de precios se convertía en el *principal* objetivo de la política monetaria. Además, la independencia de la Junta Directiva del Banco de la República brindó el soporte institucional para poder cumplir con esta tarea a cabalidad, ya que solo incluía un miembro del Gobierno, el Ministro de Hacienda, cinco miembros que representan el interés general de la Nación y el Gerente General escogido por los demás miembros. Aunque dos de los miembros de la Junta Directiva pueden ser reemplazados por el Presidente, éste solo puede hacerlo en la mitad de su mandato y, por lo tanto, la injerencia del Ejecutivo sobre el Banco Central diminuyó ostensiblemente en comparación a la que tenía con la anterior Junta Monetaria. Como se mencionó en el primer capítulo, también fue elevada a carácter Constitucional la normatividad para el otorgamiento de créditos al Gobierno, ya que la aprobación de este requeriría una votación unánime por parte de los miembros de la Junta Directiva[47].

La experiencia en Colombia y Latinoamérica ha demostrado que cuando el gobierno tiene discrecionalidad sobre la política monetaria tiende a ser

[46] Ley 31 de 1992. Artículo 2°.

[47] Sobre la independencia del Emisor desde la nueva Constitución ha habido aún algo de controversia. Alesina, Carrasquilla y Steiner (2000) afirman que la presencia del Ministro de Hacienda en la JDBR es todavía un fuerte mecanismo de presión sobre las decisiones de carácter monetario y cambiario. Esta posición ha sido criticada por Clavijo (2000).

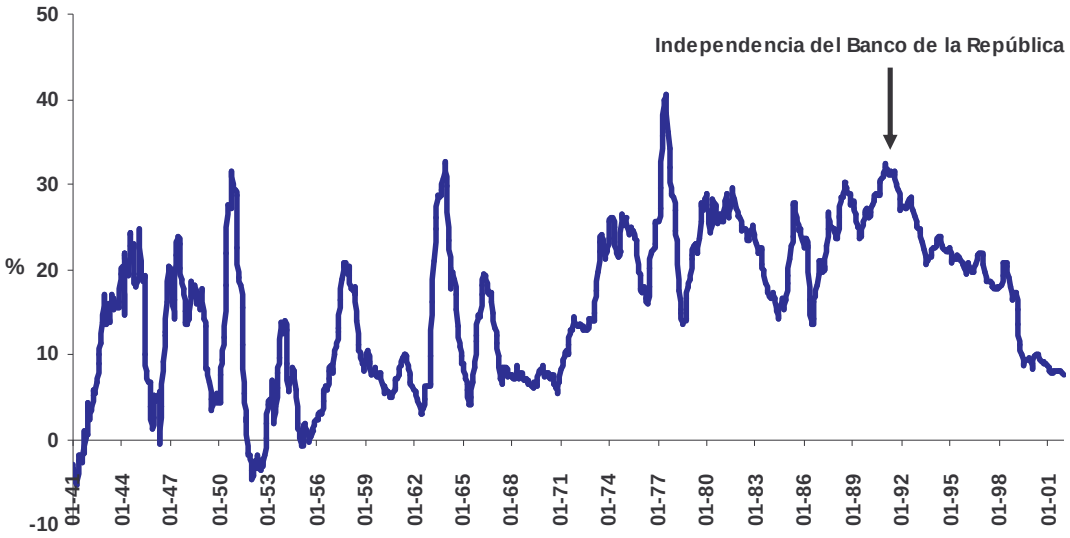
expansionista con un efecto directo y negativo en la estabilidad de precios[48]. En efecto, la literatura existente es clara en señalar a la injerencia del Ejecutivo sobre las decisiones de política monetaria como una de las principales causas de la persistencia de la inflación en Colombia (Echeverry, J.C., 1996; Carrasquilla, A.,1996). Así, tras haber convivido cerca de 25 años con una inflación de entre 20% y 30%, la autonomía de la banca central conseguida a comienzos de los años noventa explica la reducción de la inflación a niveles de un dígito (Gráfico II. 2).

Evolución de los Principales Instrumentos de Política Monetaria.

Desde la misma fundación del Banco de la República en 1923 se dio una evolución en la gama de instrumentos a disposición de la autoridad monetaria. Entre éstos sobresalen la tasa y los cupos del descuento de títulos en el instituto Emisor, los niveles de encajes, los depósitos previos de importación; las operaciones de mercado abierto y la tasa de interés[49].

[48] Véase Junguito, R. y Vargas, H. (1996).
[49] Un completo análisis de los instrumentos de política monetaria hasta 1970 se encuentra en Alviar (1974).. Para una versión más reciente, véase Currie (1987).

Gráfico II. 2 Inflación Anual en Colombia (IPC)



Fuente: Revista del Banco de la República (1940-1953) y Banco de la República (1954-2002).

Tras la creación del Banco de la República la tasa de descuento[50] a la cual el Banco prestaba a los diversos agentes de la economía fue concebida como el primer instrumento de política monetaria (Kalmanovitz, S. *et.al*., 2003). La Ley 25 de 1923 le otorgó a la Junta Directiva del Banco de la República la facultad de fijar la tasa y el cupo de descuento a los diversos agentes económicos institucionales (bancos, Gobierno, público). Como puede observarse en el Cuadro II. 1, al poco tiempo de creado el Banco Emisor, la JDBR llevó a cabo una firme política de reducción en los niveles de tasas de descuento[51]. Más adelante, dentro de la política de fomento al desarrollo económico establecida

[50] Se entiende por descuento el crédito primario que otorga la autoridad monetaria al resto de sectores de la economía (bancos, Gobiernos, sector privado) a través de la compra de títulos. Operación ésta sobre la que se cobra una tasa de interés de descuento.

[51] La justificación de tal acción era la necesidad de fondos para la recolección de la cosecha de café, y la parálisis virtual de la actividad comercial, que se había empeorado por la falta de liquidez de los bancos. La JDBR implementó una política contracíclica promovida por los representantes de los bancos durante el periodo posterior a la Gran Depresión. El episodio de la Gran Depresión es tratado en detalle en el próximo capítulo.

por el banco a partir de las disposiciones legales del Decreto 756, el cupo de descuento fue empleado de forma recurrente por la autoridad para dichos fines. A partir de 1950 las tasas del descuento se ampliaron hasta un número de 9 tasas diferenciales según el sector económico con el fin de reforzar la política de crédito dirigido hacia sectores específicos como el industrial o agrícola. Las tasas fueron estables desde entonces, pues sólo se documentan dos cambios en sus niveles hasta 1966, evidenciando que los diferenciales entre tasas de descuento fueron el mecanismo para la colocación del crédito selectivo entre sectores[52]. Colombia siguió a otros bancos centrales que prefirieron variar con poca frecuencia los tipos de interés para préstamos y descuentos, prefiriendo regular total o parcialmente los cupos de crédito otorgados. En Colombia rigió de forma relativamente estable un limite ordinario (45% del capital y reservas) lo mismo que dos líneas de descuento especial, una por el 75% del valor descontado de bonos de prenda que cubrieran artículos producidos domésticamente y otra, una cuota especial para préstamos de desarrollo, por el 50% de la cantidad en que los préstamos bancarios excediesen el mínimo estipulado equivalente a un 36% del total de activos productivos (Jaramillo, R., 1966).

Por otro lado, a pesar de que la legislación con la cual se creó el Banco de la República estipuló la existencia del encaje bancario, en la práctica no se utilizó como un instrumento de control monetario. Se estipuló que el encaje de los

[52] En materia de controles selectivos del crédito, el mecanismo de tasas diferenciales de redescuento fue ampliamente utilizado en diversos países latinoamericanos además de Colombia como Brasil, Costa Rica, Ecuador, Salvador, Guatemala, Honduras y Perú. En otros como México, y de manera ocasional en Chile y Uruguay, se usaron encajes selectivos para el control selectivo del crédito.

bancos debería ser por lo menos un 50% de los depósitos disponibles, es decir, cuentas corrientes y depósitos pagaderos a 30 días o menos, y por lo menos 25% de los depósitos a término (aquellos pagaderos a más de 30 días). Posteriormente, la ley 82 de 1931 mantuvo dichos porcentajes, con la variante para los bancos accionistas, que solo estarían obligados a observar la mitad de dichos coeficientes. Sin embargo, el encaje podría ser del 15% sobre exigibilidades a 30 días o menos y el 5% sobre depósitos a término, para aquellas entidades que fijasen un interés o tasa de descuento que no excediera en más de dos puntos a la que cobrara el Banco de la República. Así, durante las siguientes dos décadas el encaje permaneció en 15% y 5%, respectivamente y sólo hasta diciembre de 1950 fue modificado por la autoridad monetaria (Galindo, B., 1966).

Cuadro II. 1 Tasas de descuento del Banco de la República

	A Bancos Accionistas		**Al gobierno nacional**	**Operaciones directas con el público**
	Comerciales	Con prenda agraria		
1923 / Julio	12	--	12	--
1924 / Mayo	7	--	7	--
1930 / Mayo	8	7	8	--
1931 / Noviembre	7	5	7	8
1932 / Octubre	5	4	5	4
1933 / Julio	4	3	4	3

Tasas Porcentuales. (*) Sobre bonos de almacenes generales de depósito Fuente: Botero de los Ríos (1963)

La inoperancia del encaje como medio de control monetario contrastaría, sin embargo, con el recurrente uso que se le daría a partir de la reforma bancaria de 1951. En efecto, esta reforma hizo del encaje el principal instrumento de control monetario al darle facultades a la JDBR para señalar el encaje de los

establecimientos bancarios, sin tener que pasar, como antes, un trámite legislativo para cambiar su nivel, siguiendo así una visión que predominaba a nivel internacional[53]. El Decreto 756 de 1951 también le confirió a la autoridad monetaria la facultad para establecer encajes marginales hasta del 100% para aumentos futuros de depósitos. Como es posible observar en el Gráfico II. 3, desde entonces este instrumento de control ha sido empleado activamente por la autoridad monetaria. Además, su uso se extendió para el crédito de fomento pues la JDBR autorizó en varias ocasiones la inversión de dicho encaje en préstamos dirigidos hacia sectores específicos.

El uso del encaje como herramienta de control monetario sería intensificado con la Ley 7ª de 1973[54]. Así, se estipuló que el Banco de la República determinara no solo el encaje legal de los bancos y cajas de ahorro, sino también el de las corporaciones financieras y en general el de todas las instituciones que recibieran depósitos a la vista o a término[55].

Hasta finales de los años 70 la utilización recurrente de los encajes para hacerle frente a la acumulación de divisas provenientes de la bonanza cafetera, no sólo causó cargas insostenibles para el sistema financiero sino que se mostró insuficiente ante la magnitud del choque en las reservas internacionales. Como

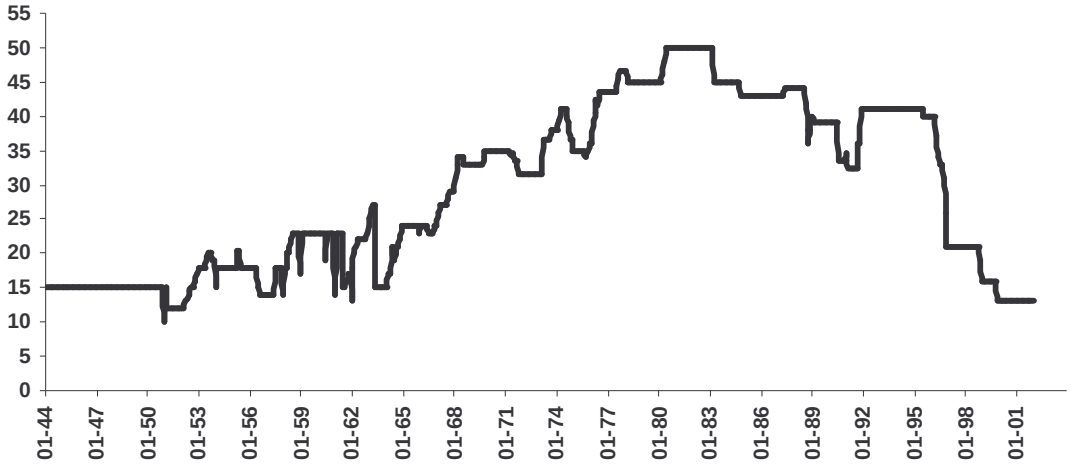
[53] El primer país que tomó providencias hacia el uso de los encajes como un instrumento de control monetario fue Estados Unidos, cuyo sistema de Reserva Federal adquirió estos poderes en 1935; luego los obtuvieron Costa Rica, México y Nueva Zelanda (Alviar, 1974).

[54] Esta legislación se originaría tras la prórroga a la existencia del Banco de la República por la expiración del contrato celebrado en el Decreto Legislativo 2057 de 1951.

[55] También se fortalecieron los controles cualitativos directos sobre la cartera bancaria con diversos instrumentos como la fijación de la relación que debía existir entre capital y reservas de bancos comerciales, relación que antes señalaba la ley en un 10%. Además se determinó que hasta el 75% de las utilidades del Emisor eran del Tesoro Nacional y podían ser eventualmente destinadas a un fondo de estabilización. Este fondo debería permitir a la autoridad intervenir y participar autónomamente en el mercado monetario y cambiario.

lo resumía el gerente del Banco de la República: *"(…) a través del tiempo tienden a debilitarse los instrumentos de control monetario por su aplicación prolongada e intensa"*[56].

Gráfico II. 3 Niveles de encaje fijado por el Banco de la República



(*)A partir de 1994 se toma el Encaje Ordinario de las cuentas corrientes.
Fuente: Revista del Banco de la República (1944-1994) y Subgerencia de Estabilidad Financiera del Banco de la República.

Otro instrumento de regulación monetaria fue el depósito previo de importación (DPI). Este fue concebido como un instrumento cambiario con el objetivo de imponer restricciones al gasto de divisas en épocas de escasez o una agilización de los pagos al exterior en los tiempos de abundancia. Sin embargo, su uso fue dirigido a controlar la oferta monetaria en múltiples episodios. El DPI fue instaurado por primera vez en 1951 tras el Decreto Ley 637 con el objetivo de frenar las importaciones, fijándose un depósito previo del 10%. Pero no fue hasta la crisis cambiaria de 1957 que pudo evidenciarse el efecto monetario de este instrumento. Como puede observarse en el Cuadro II. 2, la decisión de

[56] Revista del Banco de la República. Notas Editoriales. Enero de 1980. Pág. 5

controlar el déficit en cuenta corriente durante la política de estabilización macroeconómica llevada a cabo después de la dictadura militar, entre 1957 y 1960, tuvo como efecto la congelación de casi un tercio de la base monetaria con el uso de los DPI. Este instrumento dejó de ser aplicado como un regulador de divisas para convertirlo en uno de los instrumentos de control monetario más eficaces del período 1957-1973[57].

Cuadro II. 2 Depósitos Previos de Importación.

Años:	1957-60	1961-62	1963-64	1965-66
Relación DPI / Base Monetaria (%)	30,9	25,5	28,7	20,9

Fuente: Revista del Banco de la República y cálculos de los autores.

Como lo muestra Clavijo (1981) fue a partir de principios de los años 70 que el sistema de depósitos de importación empezó a utilizarse explícitamente como un instrumento para conseguir la contracción monetaria. De esta forma, el control monetario se daba por la obligación del importador a realizar un depósito previo en pesos y la facultad del Banco de la República para congelar el valor del depósito previo al no hacer efectivo el valor de dichos títulos sino en su fecha de vencimiento que podía extenderse hasta tres años más tarde. A partir de 1975 se buscó agilizar los pagos de las importaciones debido a la presión creciente de los recursos provenientes de la bonanza cafetera. Se crearon tres tipos de depósitos de importación: previos a la nacionalización, de flete y los de giro que aunados permitieron lograr por algún tiempo contener el crecimiento de la base monetaria. Así, durante la época de escasez de divisas, los depósitos previos al

[57] Para un análisis detallado del uso de este instrumento en las decisiones de política monetaria, véase Clavijo, S. (1981)..

registro pretendían ayudar a cerrar la brecha externa imponiendo cierta restricción a las importaciones, a la vez que desempeñaban un importante control monetario. Y, durante el período 1974-1976 fueron empleados como un medio para implementar la liberación de importaciones ante las bonanzas cafeteras. En el contexto de la liberalización comercial y la reforma cambiaria de principios de la década de 1990 este instrumento fue desmontado y su efecto sobre la base monetaria fue disminuyendo.

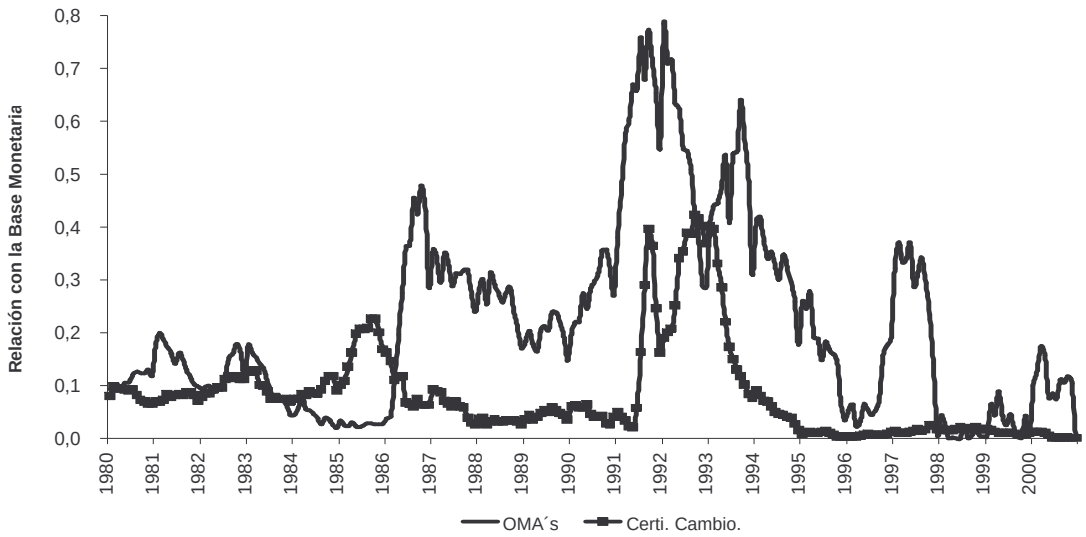
A partir de los primeros años de la década de 1980, un instrumento de control monetario adicional que complementó los mencionados hasta ahora fue la operación de mercado abierto (OMA). Las OMAS quedaron reglamentadas por medio de la Resolución # 4 de la Junta Monetaria, emitida a comienzos de 1974. Por medio de ésta, se facultó al Banco de la República para intervenir en OMAS, mediante la emisión y colocación de papeles representativos de deuda pública a su favor, denominados Títulos de Participación (TPS). Para este fin se dispuso que la mitad de las utilidades líquidas del Emisor se dedicaran a la constitución de un fondo de sustentación con el que se pudiera atender los costos de las intervenciones. Tras la puesta en funcionamiento de las OMAS como instrumento de regulación monetaria el gerente del instituto Emisor resaltó su importancia por ser un instrumento complementario de los tradicionales, muy eficaz en situaciones donde las causas de expansión eran de origen externo. Además se recalcaba su flexibilidad, permitiendo a la autoridad monetaria intervenir en muy corto plazo sobre el circulante, dándole al mercado financiero una mayor profundidad, competitividad y transparencia al ampliarse el “menú” de

papeles en el mercado[58]. En opinión del gerente del Banco de la República, Dr. Francisco Ortega, los TPS se convirtieron rápidamente en un papel atractivo en vista de la elevada competitividad otorgada por el rendimiento ofrecido, en contraste con las tasas pasivas de interés del sistema financiero, reguladas en su totalidad en aquel entonces. Como puede observarse en el Gráfico II. 4, desde el comienzo de los años ochenta, el stock de títulos acumulados por el Banco de la República a través de las OMAS fue siendo cada vez más importante hasta alcanzar niveles cercanos al 80% de la base monetaria entre 1990 y 1992.

Paralelo a las OMAS, otro instrumento que ayudó a la regulación monetaria fue la emisión de títulos específicos llamados certificados de cambio que permitían el aplazamiento de la monetización de las divisas. La diferencia entre el mecanismo de los Certificados de Cambio y las OMAS radicaba en que los primeros fueron colocados de manera forzosa en el mercado, mientras que en las segundas se trataba de estimular la captación voluntaria de recursos del público[59].

[58] Revista del Banco de la República. Notas Editoriales. Enero de 1974
[59] Revista del Banco de la República. Notas Editoriales. Septiembre 1986.

Gráfico II. 4 Operaciones de Mercado Abierto y Certificados de Cambio



Fuente: Banco de la República y cálculos de los autores.

El último instrumento de regulación monetaria que vale la pena subrayar es la tasa de interés. Al mismo tiempo que se desarrollaban las OMAS como instrumentos de control monetario, las autoridades monetarias buscaron que la tasa de interés dejara de estar regulada y pasara a estar determinada por el mercado[60]. En ese sentido se buscó seguir una tendencia en la banca central según la cual el mecanismo más eficiente para ejercer un control monetario efectivo se daba a través de las tasas de interés de mercado. En palabras del gerente del Emisor: "*el encaje legal con los depósitos de importación, han constituido la herramienta más socorrida para contrarrestar las presiones expansionistas. Sin embargo, este instrumento por sí solo no constituye una panacea para regular la oferta de dinero. Para facilitar el ejercicio de los mecanismos comentados, es necesario también actuar sobre el costo del dinero*

[60] Los controles a la tasa de interés que durante varios años estuvieron vigentes hasta finales de los años 70 tuvieron unos efectos sobre el desarrollo del sistema financiero. Estos serán analizados al final de este capítulo.

e intervenir en el mercado abierto. (...) *como es bien conocido, la realidad de las tasas de interés permite una mejor distribución de los recursos*"[61].

La desregulación de la tasa de interés fue acompañada por un proceso de liberalización del sistema financiero iniciado formalmente en 1974 con un conjunto de medidas de política. Específicamente, en 1974 el gobierno del presidente López ejecutó una reforma financiera de carácter integral con miras a contar con un sistema financiero ordenado que contribuyera a la movilización del ahorro y su mejor utilización. Entre los aspectos más importantes de la reforma, se modificó la política tradicional de tasas de interés para permitir un funcionamiento más flexible de éstas. En adición se disminuyó en forma apreciable tanto la heterogeneidad existente dentro de cada uno de los conjuntos de tasas activas y pasivas como los subsidios vinculados a la tasa de interés. En segundo lugar, se reestructuró la política de crédito del Banco de la República para que la utilización de cupos se limitara para fines de liquidez y redescuento a través de los fondos financieros Agropecuario, Industrial y de Exportaciones. En tercer lugar, se redujeron y modificaron los requisitos de encaje para que el sistema bancario tuviera mayor libertad en la distribución del crédito, manteniendo el financiamiento dirigido o de fomento únicamente para los sectores anotados. Por último, se abrió la posibilidad de introducir nuevos mecanismos de control con la introducción de operaciones de mercado abierto, las cuales difícilmente podían ser ejecutadas bajo condiciones de un mercado financiero reprimido (Ortega, 1979).

[61] Revista del Banco de la República. Enero, 1974.

Durante buena parte de los años 80 la política de liberalización del sistema financiero -consistente en la fijación por el mercado de las tasas de interés–, estuvo acompañada de una orientación monetarista del Banco de la República. En este sentido se otorgó prioridad a los agregados monetarios como meta intermedia de política estableciéndose unos corredores prefijados para el crecimiento de éstos. Sin embargo, tras el abandono de la banda cambiaria en 1999 se implementó oficialmente el esquema de meta de inflación (Gómez, *et.al.*, 2002). En Colombia este marco de política monetaria ha tenido tiene como meta intermedia la tasa de interés nominal por ser esta la variable que mejor lleva el mensaje de política monetaria a la economía (Echeverry, 1993). Así, la tasa de interés de corto plazo fue ganando terreno como meta operativa de la política (Kalmanovitz, 2001). Específicamente, se tomó la tasa de interés interbancaria (TIB) como la meta intermedia pues las tasas de captación y colocación de la economía estaban fuertemente influenciadas por la TIB, siendo ésta señal para las otras tasas de interés (Echeverry, 1997). Esta es la política que rige hoy en día.

Política monetaria y desarrollo financiero en Colombia durante el siglo XX.

El último tema que desarrollaremos en este capítulo es la relación entre la evolución de la banca central colombiana y el desarrollo del sistema financiero. El tema reviste especial importancia pues después de ocho décadas de haber sido fundado el Banco de la República, el sistema financiero colombiano tiene aún bajo desarrollo. Si bien los países latinoamericanos han mostrado en

promedio un bajo nivel de desarrollo financiero[62], el de Colombia es inferior incluso comparado con economías vecinas similares (Gráfico II. 5). El desarrollo del sistema financiero explica buena parte de las diferencias de económicas entre los países (King y Levine, 1993)[63]. Así que buena parte del rezago económico colombiano podría provenir de la baja profundidad de su sistema financiero.

Para entender a cabalidad las transformaciones del sistema financiero colombiano debe partirse de la forma como el pensamiento monetario moldea las decisiones de política monetaria y ésta, a su vez, influencia la estructura y transformación del sistema financiero. Así, las etapas del sistema financiero colombiano están en gran parte explicadas por las decisiones de política monetaria y por el marco institucional en el que se toman esas decisiones[64].

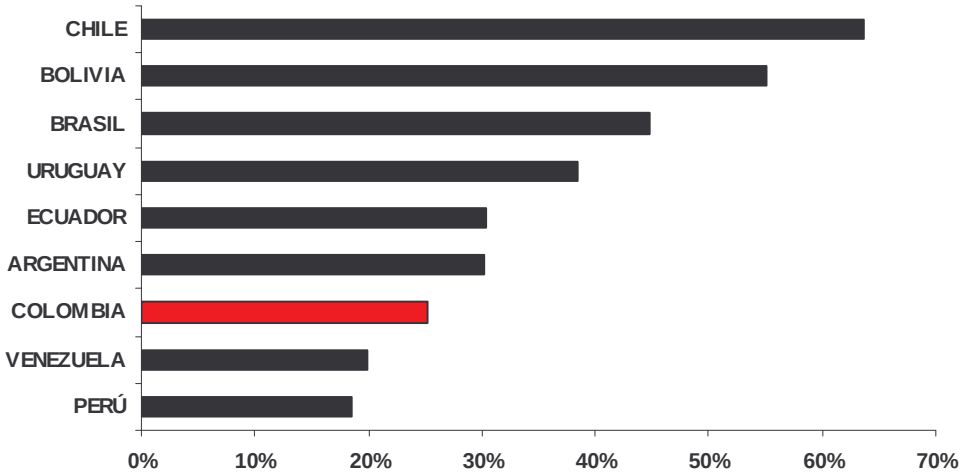
---

[62] Medido como la relación cartera del sistema financiero al PIB.

[63] Trabajos como los de King y Levine (1993) o Levine (1997) muestran, sobre una muestra de 80 países (incluida Colombia), cómo el componente *predeterminado* del sistema financiero explica significativamente el comportamiento subsecuente del desarrollo económico. De acuerdo con el tamaño de los coeficientes estimados por ellos podemos afirmar que, en promedio, si la profundidad promedio del sistema financiero colombiano (medida como M2/PIB), hubiese igualado a la de los países con mayor crecimiento de la muestra, *ceteris paribus*, el crecimiento del PIB percápita en Colombia hubiera sido un punto mayor en el periodo contemplado (1960-1989). Así mismo, Haber (1991, 1997) encuentra que en México y Brasil, entre los siglo XIX y XX, se dio una relación entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento de la industria.

[64] En la bibliografía existente sobre el caso colombiano sobresalen los trabajos de Kalmanovitz y Avella (2003) y González y García (2001), en los cuales se aborda directamente la relación entre las instituciones monetarias y las barreras al desarrollo financiero así como una pormenorizada recopilación de los hechos más destacados en la evolución del sistema financiero colombiano. Cabe destacar, no obstante, que, en su mayoría, los demás trabajos existentes analizan tan sólo periodos específicos en el tiempo o presentan evidencia narrativa sobre la estructura del sistema financiero sin relacionarla con los desarrollos de política monetaria o el grado de represión financiera.

Gráfico II. 5 Desarrollo financiero en algunos países de Latinoamérica: Cartera del Sistema Financiero /PIB



Fuente: International Financial Statistics y Cálculo de los autores.

Entre las primeras legislaciones de carácter monetario que tuvieron un impacto directo sobre el sistema financiero, sin duda, debe mencionarse a la reglamentación que creó el Banco de la República en 1923. Esta legislación, enmarcada dentro de una ortodoxia monetaria[65], fue la base jurídica sobre la cual el sistema de banca comercial vivió uno de sus desarrollos más acelerados del siglo XX. Buena parte de la afluencia de capitales al país durante periodo llamado de "la prosperidad al debe" fue intermediada por el sistema bancario (en especia el sector hipotecario), permitiendo elevar la relación cartera a PIB cercana al 1% en 1923 al 10% en 1930 (Gráfico II. 6)[66].

[65] Como se explicó al comienzo del capítulo, esta ortodoxia seguía los lineamientos de Kemmerer según los cuales la moneda que se depositara como ahorro de corto plazo en el sistema financiero no debía ser prestada a plazos mayores por el riesgo de iliquidez que esto conllevaba.

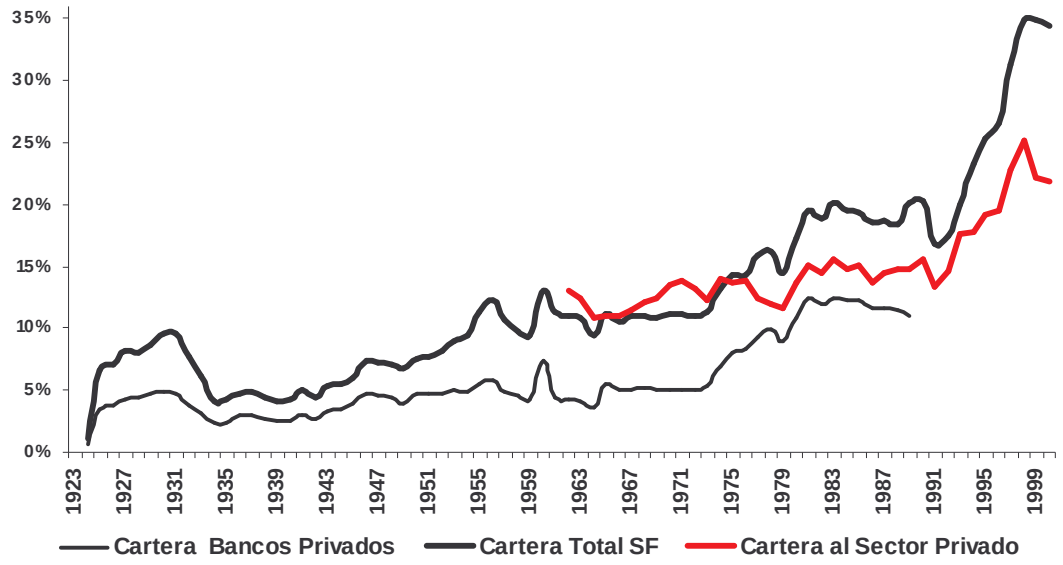
[66] Durante los años 20 se dio una creciente entrada de capitales y un boom exportador en Colombia. La tasa de crecimiento del PIB, entre 1922 y 1928, de acuerdo con estimaciones del GRECO, fue cercana al 7,1%. Así mismo, la deuda total del país, incluyendo departamentos y municipios, subió de U.S.$24 a U.S.$213 millones entre 1923 y 1929. Razón por la cual este periodo ha tomado el nombre de "la prosperidad al debe" (Sánchez, 1994).

No obstante esta tendencia, el desarrollo financiero se vería truncado por la caída en la actividad económica posterior a la Gran Depresión[67]. Así, tras la recuperación del sector a comienzos de los años treinta comenzó una segunda etapa de crecimiento del sistema financiero que se prolongó hasta principios de los años cincuenta durante los cuales se consolidó un desarrollo estable del sistema financiero. La cartera total de la banca (privada y pública) aumentó su relación cartera a PIB desde 5% hasta 13%. Por el lado de la banca pública, el empuje provino de la creación de varias entidades especializadas en crédito de fomento económico que tuvo como objetivo de política la canalización del crédito hacia los sectores considerados como claves en el desarrollo económico del país[68].

[67] Cabe subrayar, no obstante, que la bibliografía coincide en afirmar que la política monetaria expansionista del Banco de la República en la Gran Depresión, canalizada en parte a través del sistema bancario, evitó un colapso sistémico de la industria bancaria (Franco, 1966; Sánchez, 1994).

[68] Un ejemplo de esto fue la creación del Banco Agrícola Hipotecario (1924), la Caja de crédito agrario (1931) y el Banco Central Hipotecario (1932). También, la creación de institutos como el Fondo Nacional de Ganadería (1939); el Instituto de Crédito Territorial (1939) y el Instituto de Fomento Industrial (1940).

Gráfico II. 6. Indicadores de Desarrollo Financiero



Fuente: Revista del Banco de la República, Asobancaria, IFS, GRECO y Cálculo de los autores.

No obstante, la política de direccionamiento del crédito a través de la banca pública especializada tuvo problemas estructurales: al mismo tiempo que se les conminaba a estas instituciones a conseguir ahorros del público a tasas de mercado, la concepción del crédito de fomento generó resistencia a cobrar intereses comerciales en los créditos de fomento, lo que en la práctica volvía inoperante el mercado de capitales (Urdinola, 1976). Se dio así un relativo fracaso en la búsqueda en el mercado de recursos para el crédito de fomento a bajas tasas de interés. Ello condujo a recurrir cada vez más al crédito primario del Banco de la República y a la búsqueda de recursos provenientes de la banca privada. Así, la legislación fue paulatinamente obligando a la banca comercial a canalizar recursos provenientes de emisión según los lineamientos de las autoridades económicas y a realizar inversiones de mediano y largo plazo en

sectores poco atractivos para ella[69]. Como se mencionó antes, la vinculación del Banco de la República con la política de fomento canalizó recursos hacia actividades específicas a costos menores a los del mercado cobrando múltiples tasas de interés activas sin relación con el riesgo, el plazo o el origen de los recursos. Además, se impusieron a la banca inversiones forzosas en los sectores que se consideraban clave para el desarrollo económico. Con la Resolución 4 de 1958 se sientan las bases para forzar a la banca comercial a involucrarse con el crédito de fomento. La medida fundamental fue la elevación masiva de los encajes, dándole la opción a la banca comercial de mantener saldos improductivos en el Emisor o prestarlos para usos escogidos por el Emisor (Urdinola, 1976).

En la construcción del Gráfico II. 7 se presentan tres medidas alternativas de represión financiera en Colombia durante el siglo pasado[70]. Es posible apreciar cómo la caída de largo plazo de la represión hasta mediados de siglo pasado acompañó el desarrollo del sistema financiero que se mencionó antes. Sin embargo, después de las reformas de 1951 y, en especial de 1963, donde se le asignó la tarea al emisor de utilizar el crédito dirigido como una herramienta de fomento económico, la tendencia del indicador de represión financiera cambió y su nivel rápidamente sobrepasó el existente tras la creación del Banco de la República. El aumento de la represión financiera estuvo a su vez acompañado,

[69] Ejemplos de este tipo de medidas fueron los Decretos-Ley 384/50; 1564/55 o 198/57, en donde se forzaba a los bancos comerciales a destinar un porcentaje mínimo de sus captaciones en bonos de crédito sectorial o a destinar una porción fija de sus carteras al crédito de sectores específicos. Para un análisis más detallado, véase Urdinola (1976).

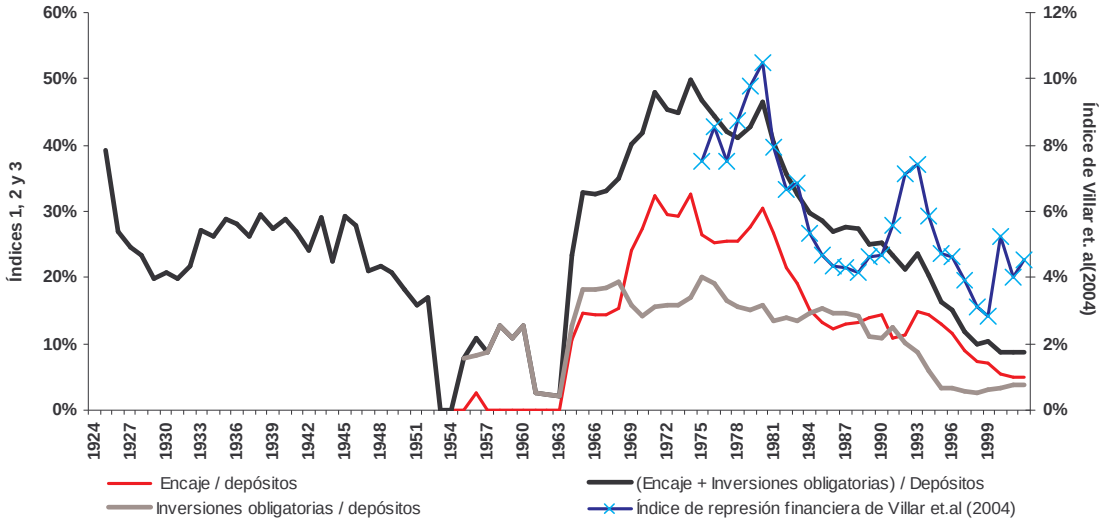
[70] Se toma acá la represión financiera como la cantidad de fondos captados por el sistema bancario sujeta a destinaciones obligatorias fijadas por la legislación. Entre los cuales se encuentra el encaje, las inversiones forzosas, y la suma de ambos.

durante casi 20 años –entre 1950 y 1970– por la ausencia de medidas de impulso de desarrollo financiero (Gráfico II. 6). En esta misma dirección, Salazar (1996), utilizando una serie de indicadores del desempeño del sector bancario entre 1940 y 1970, sostiene que la política de crédito dirigido y los mecanismos de represión financiera afectaron el desempeño del sector y limitaron sus posibilidades de crecimiento futuro. Por su parte, Kalmanovitz y Avella (2003) subrayan el efecto indirecto de la política de fomento sobre el crecimiento económico al aumentar las tasas de interés no reguladas por la elevación de los encajes.

Como se mencionó antes, al comenzar el gobierno de López Michelsen en 1974 se llevó a cabo una reforma financiera, con la que se intentó liberar el sistema de forma ordenada se fundamentó en cuatro frentes: (i) el cambio en la política de tasas de interés, eliminando la diversidad de tasas activas y pasivas, reducción de los subsidios y la eliminación del tope máximo de 14% para los préstamos ordinarios de los bancos; (ii) la reducción de la disponibilidad de cupos de los intermediarios financieros en el Banco de la República, limitándolos al ordinario para problemas de liquidez y al de redescuento a través de los fondos de fomento; (iii) el cambio en la estructura de los encajes para que los intermediarios tuvieran mayor libertad de otorgar crédito, pero conservando el crédito a los sectores de fomento; y (iv) la posibilidad de intervención por parte

de la autoridad monetaria mediante operaciones de mercado abierto (Ortega, 1979)[71].

Gráfico II. 7 Índices de Represión Financiera



Fuente: Asobancaria, Revista Banco de la República, Villar et.al (2004) y Cálculo de los autores.

Con el Decreto 1730 de 1974 comienza el desmonte de las inversiones forzosas sobre la banca comercial destinadas a proveer recursos al fomento y se promueve el desarrollo de instituciones especializadas de crédito. La reforma intentaba la reestructuración del mercado de capitales para que estuviera en capacidad de canalizar los recursos de ahorro hacia los Fondos Financieros y los intermediarios especializados en el crédito de fomento. La creación de instituciones especializadas evitaba el efecto inflacionario de financiar proyectos improductivos a corto o mediano plazo a partir de emisión primaria del Banco de la República (Urdinola, 1976).

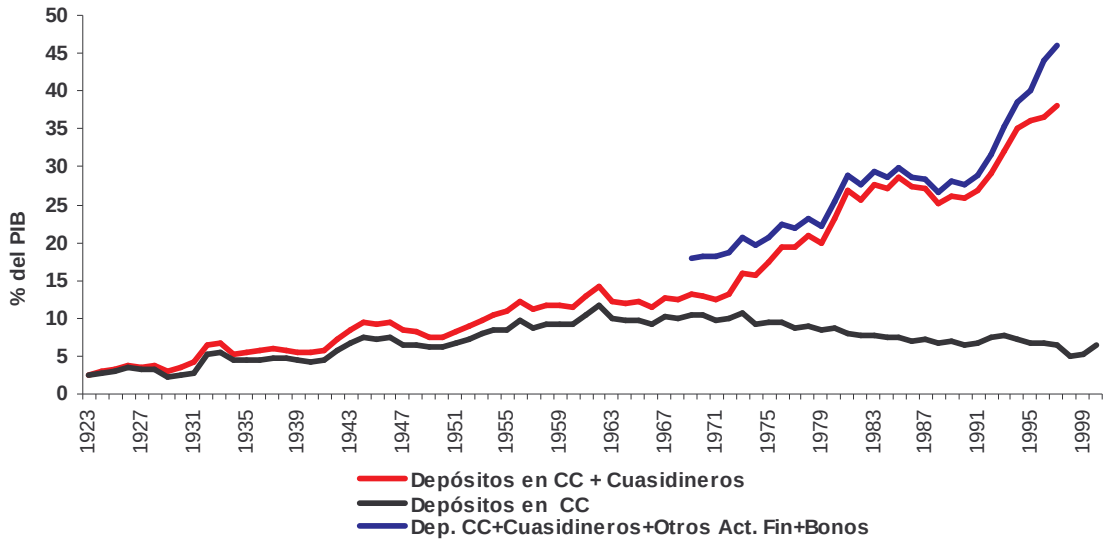
[71] Después de esta reforma se emitieron los Pagarés de Emergencia Económica-PAS- que fueron un primer intento de operaciones de mercado abierto, sin mucho éxito en la opinión de Jaramillo (1982) debido al reducido tamaño del mercado.

Ya desde 1972 se había dado un primer paso para impulsar el desarrollo del sistema financiero con la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda como parte del sistema de unidad de poder adquisitivo constante (UPAC) siguiendo la vía de la especialización institucional del crédito. Aunque el espíritu de esta medida no fue una reforma del sistema sino el fomento del sector de la construcción, el resultado fue un aumento del ahorro financiero. Esto ocurrió pues el límite impuesto a las tasas de interés había producido tasas reales de mercado negativas, pero el nuevo sistema, debido a la indexación al índice de precios al consumidor del UPAC, había elevado las tasas reales ofrecidas (Jaramillo, 1982). Aunque en la segunda mitad de la década del 70 el intento de liberación financiera fue frenado por la política para contener el crecimiento de las reservas internacionales provenientes de la bonanza cafetera, esta política tuvo resultados en el desarrollo del sistema financiero colombiano. Como es posible apreciar en el Gráfico II. 8, la creación de más instituciones especializadas repercutió favorablemente sobre de la profundización del sistema financiero por el auge en las cuentas de ahorro y demás instrumentos de captación de largo plazo. La oferta monetaria ampliada (M2, equivalente a los medios de pago más cuasidineros), que históricamente había seguido de cerca de los medios de pago como relación del PIB, pasó de representar cerca del 10% a comienzos de los años setenta a estar cercano al 25% a mediados de los ochenta.

Los años noventa se muestran como una última etapa importante en el desarrollo del sistema financiero. Con la Ley 45 de 1990 y la autonomía de la

banca central en 1991, se dio un avance en el proceso de liberalización del sector financiero al reducirse el encaje promedio (Gráfico II. 3) y el nivel de inversiones forzosas acompañados por un proceso de liberalización de la tasa de interés. Nuevamente, los indicadores de represión financiera exhiben una caída en sus niveles (Gráfico II. 7) y, más importante aún, el nivel de profundización financiera alcanza sus puntos más altos (Gráfico II. 8)[72].

Gráfico II. 8. Profundidad del sistema financiero en Colombia



Fuente: Principales Indicadores Económicos, GRECO (2003) y cálculo de los autores.

Finalmente, el Cuadro II.3 complementa de forma econométrica la relación establecida entre el desarrollo del sistema financiero y la evolución de la banca central colombiana en el siglo XX. Los ejercicios intentan cuantificar el impacto de la política monetaria sobre el desarrollo de la industria bancaria a lo largo del

[72] Aunque este análisis busca enmarcarse sólo en el siglo XX, es necesario subrayar que esta tendencia sería revertida en parte tras la recesión económica vivida en 1999 y la reducción en los flujos de capitales. Ante esta coyuntura, el sector financiero vivió una de sus peores crisis caracterizada tanto por la caída en los depósitos bancarios (Arias, Carrasquilla y Galindo; 1999) como por mayor exposición al riesgo de liquidez (Echeverry y Salazar; 1999).Ante esto, la regulación bancaria estuvo caracterizada por la reaparición de inversiones forzosas y gravámenes a las transacciones bancarias, llevando a que en 2003 la relación cartera a PIB volviera a niveles semejantes a los de 1974 (Villar et.al; 2004).

siglo XX estimando la influencia de la represión financiera sobre el desarrollo del sistema financiero. De esta forma se intenta medir el impacto de las tres medidas de represión financiera (Gráfico II. 7) como determinantes (variables exógenas) del desarrollo financiero[73]. Adicionalmente, la inclusión de variables como la producción real, las reservas internacionales (*proxy* de flujos de capitales); y el balance fiscal intentan "controlar" los efectos que otros desarrollos macroeconómicos pueden haber tenido sobre el desarrollo del sistema financiero de forma independiente a la represión financiera.

El cuadro refleja la discusión realizada sobre el efecto negativo que tuvo la represión financiera en el pobre desarrollo del sistema financiero colombiano en el del Siglo XX. Los resultados muestran que un aumento de 1% en los niveles de represión financiera vía encajes o vía inversiones forzosas representó una caída de 0,7% y 0,1%, respectivamente, en la relación de la cartera total de sistema financiero con el PIB. Así mismo, el crecimiento económico es un factor positivo del desarrollo del sistema financiero mientras que el déficit fiscal parece haber influenciado de forma negativa este desarrollo[74].

En síntesis, hasta la década de 1950, la caída en la represión financiera permitió una consolidación del sector bancario. Sin embargo, el nuevo pensamiento monetario de mediados de siglo dio le otorgó a la política monetaria atribuciones

[73] Las variables son estimadas como diferencias de logaritmos donde la variable dependiente es la cartera total del sistema financiero como indicador de desarrollo financiero y las variables independientes son los tres índices de desarrollo financiero y represión financiera, respectivamente: encajes, inversiones forzosas y ambas.

[74] El crecimiento de las reservas internacionales, como *proxy* de los flujos de capitales se muestra estadísticamente no significativa lo cual parece ir en contravía con la idea generalizada de que el desarrollo bancario en Colombia ha estado en función de los capitales extranjeros que éste ha podido intermediar. Para una discusión más detallada del desarrollo del sistema financiero y su relación con la política monetaria en Colombia, véase Fernández *et.al.* (2005).

de fomento económico que estuvieron acompañadas de incrementos pronunciados en el grado de represión financiera. Si bien es cierto que los indicadores de represión financiera han caído en las últimas dos décadas y la profundización del sector ha aumentado, los resultados encontrados muestran que el presente atraso en el desarrollo financiero de Colombia no es coyuntural y se explica por los casi 25 años de estancamiento vividos durante la política de fomento económico cimentada a partir del crédito dirigido.

Cuadro II. 3

	Variable dependiente: Cartera Total Sist. Financiero		
Constante	**-0,0881** [0.082]	**0,0700** [0.073]**	**-0,0465** [0.392]
Encaje	**-0,7292** [0.000]*		
Inversiones obligatorias		**-0,1043** [0.011]*	
Encaje + Inversiones obligatorias			**-0,1495** [0.045]*
PIB	**2,7300** [0.004]*	**-0,5445** [0.437]	**2,1535** [0.037]*
Reservas Internacionales	**-1,1945** [0.397]	**-1,4830** [0.072]	**-1,3148** [0.395]
Balance Fiscal	**-4,2953** [0.056]**	**-0,5385** [0.705]	**-3,8560** [0.124]
R^2	**0,2889**	**0,2449**	**0,1441**
F	**7,2100**	**3,3200**	**2,9900**
PROB>F	**0,0001**	**0,0190**	**0,0244**
Período de Estimación Anual	**1924-2000**	**1954-2000**	**1924-2000**

Nota: Las variables son estimadas como diferencias de logaritmos. La variable dependiente es la cartera total del sistema financiero como indicador de desarrollo financiero y las variables independientes son los tres índices de desarrollo financiero y represión financiera, respectivamente: encajes, inversiones forzosas y ambas.P-Valores en paréntesis: (*) Significancia al 95%; (**) Significancia al 90%. Fuente: Asobancaria, Revista del Banco de la República y cálculos de los autores.

Hasta ahora, la narrativa se concentró en las grandes tendencias de la historia monetaria colombiana en el siglo XX. Sin embargo, como se mencionó en la

introducción de este trabajo, el análisis de la historia monetaria debe tomar en cuenta que la política monetaria es, en definitiva, "*la conjunción de los eventos económicos, las instituciones monetarias, y las doctrinas y creencias del momento y de los individuos particulares que toman las decisiones de política*"[75]. De acuerdo con este criterio, el siguiente capítulo busca entrar en detalle sobre algunos de los episodios más representativos en la historia monetaria colombiana del siglo XX.

Capítulo III. Episodios de Política Monetaria durante el siglo XX

En este capítulo se revisan 10 episodios representativos de política monetaria durante el siglo XX en Colombia (Gráfico III.1). Estos empiezan con la creación del Banco de la República en 1923 y terminan con el análisis de la política monetaria frente a la recesión de finales de siglo. Cada episodio presenta en forma resumida la situación enfrentada por las autoridades monetarias, las medidas tomadas frente a esta y los resultados de las decisiones tomadas.

1/ Creación del Banco de la República, 1923.

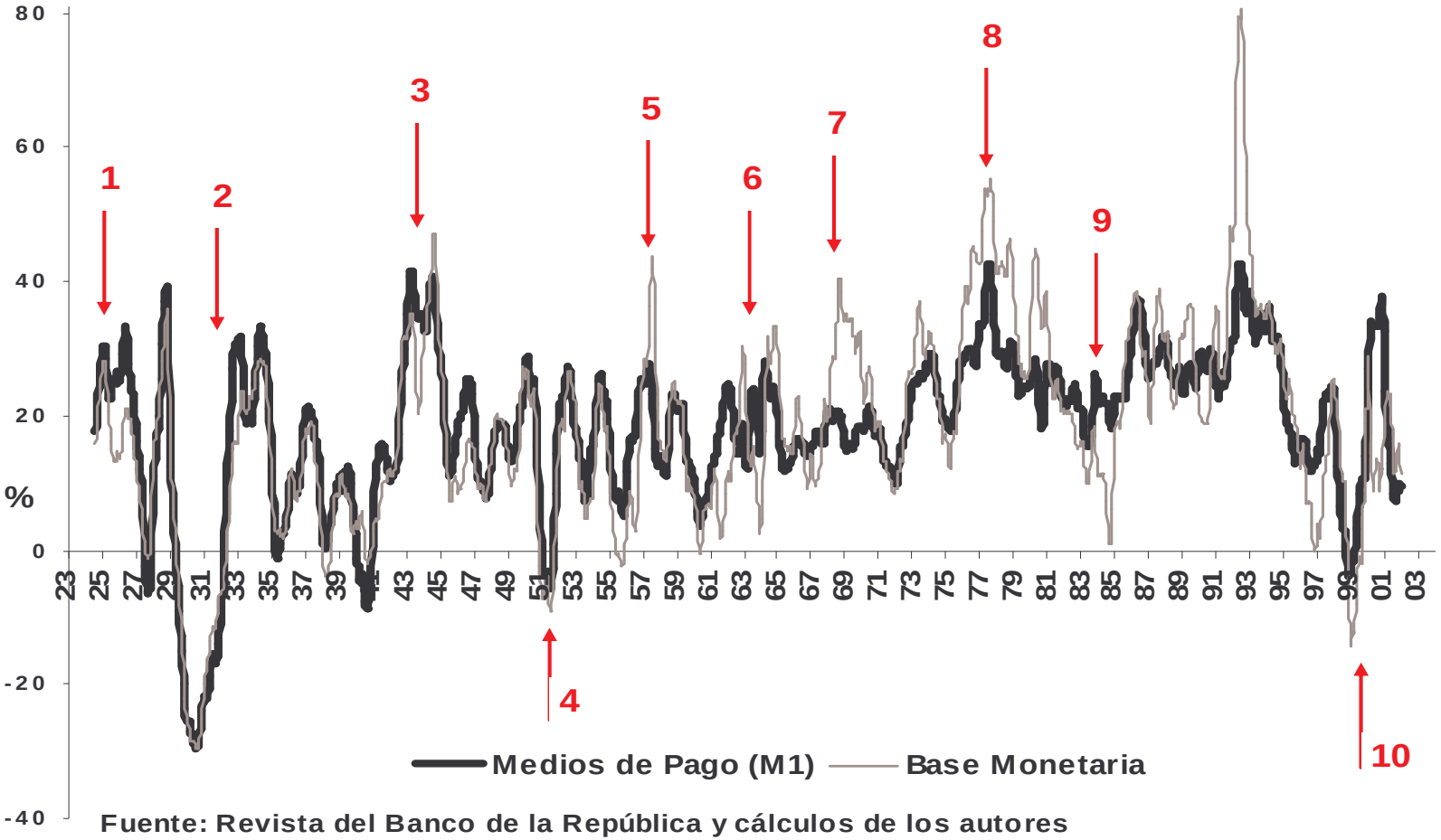
La ausencia de un banco Emisor en los comienzos del siglo XX generó un problema de "escasez de numerario" (en la terminología de la época). Entre 1906 y 1923 el crecimiento anual promedio del dinero base fue de 8,6% (GRECO, 2002), uno de los guarismos más bajos durante todo el Siglo XX y exhibió incluso decrecimientos en algunos años agudizando el problema de

[75] Friedman y Schwartz (1963), citado por Romer y Romer (1992).

oferta monetaria[76]. Como se describió en el capítulo anterior, en 1922, en cumplimiento de la Ley 60 que facultaba al gobierno para la creación y organización del Banco de la República, el presidente Ospina contrató un equipo de expertos extranjeros para que diseñaran los proyectos de ley que iban a ser presentados al Congreso. La misión de técnicos llegó a Colombia en abril de 1923 liderada por Edwin Walter Kemmerer. Además de esperar que el Banco Central resolviera el problema de rigidez en la oferta de dinero, la misión también tenía como

[76] Por ejemplo, en 1921 el circulante arrojó un decrecimiento cercano al 20% de acuerdo con López (1990). Aunque esta cifra puede estar sobreestimada debido al contrabando de oro en la época. Por esta razón GRECO (2002) propone una cifra constante de crecimiento entre 1918 y 1921. Ver López (1994) y GRECO (2002). Cabe subrayar, no obstante que no existen estadísticas oficiales consolidadas de circulante para los comienzos del siglo XX hasta la creación del Banco de la República.

Gráfico III. 1 Diez Episodios Representativos en la Historia Monetaria de Colombia durante el Siglo XX.



Fuente: Revista del Banco de la República y cálculos de los autores

objetivo introducir cambios institucionales que abrieran la economía colombiana a la inversión extranjera y a los mercados de capitales, estimulando nuevas industrias domésticas[77]. Después de tres meses de trabajo, la misión presentó al gobierno diez proyectos de ley que modificaban las instituciones fiscales y monetarias del país. Ocho de ellos fueron aprobados en el Congreso colombiano. Los dos más importantes eran la Ley 42 de 1923 que creaba la Contraloría General de la República y la Ley 25 que organizaba y regulaba el Banco de la República.

El Banco debía iniciar operaciones en enero de 1924, pero una corrida repentina contra el Banco López y el temor de un pánico bancario le permitió a Kemmerer convencer a las autoridades de que abrieran el Banco de la República inmediatamente después de que el proyecto de ley fuera aprobado en el Congreso, como un intento de calmar al público y enfrentar una crisis financiera. En julio 21, un día después de iniciadas las operaciones del Emisor, se aprobaron descuentos para los bancos de Colombia, Bogotá, Central y Alemán Antioqueño, siguiendo las recomendaciones de Kemmerer. Hacia el final del mes, los descuentos vigentes del Banco de la República a los bancos eran de $1,1 M. de pesos a una tasa de descuento fijada en 10%[78]. En mayo de 1924, la tasa de descuento se redujo al 7%.

---

[77] Para un análisis del período**,** *véase* a Avella, M. (1987); J. A. Ocampo, (1987); J. A. Bejarano, (1987); E Rippy, (1970)..

[78] Este era un nivel relativamente alto, pero Kemmerer aconsejó a la Junta Directiva del Banco de la República que, dadas las críticas circunstancias económicas bajo las que se había fundado el Banco, un nivel más bajo tendría efectos indeseables. Recomendó además hacer sólo descuentos de 30 días. Véase Actas de la Junta Directiva, julio 21 y 24 de 1923.

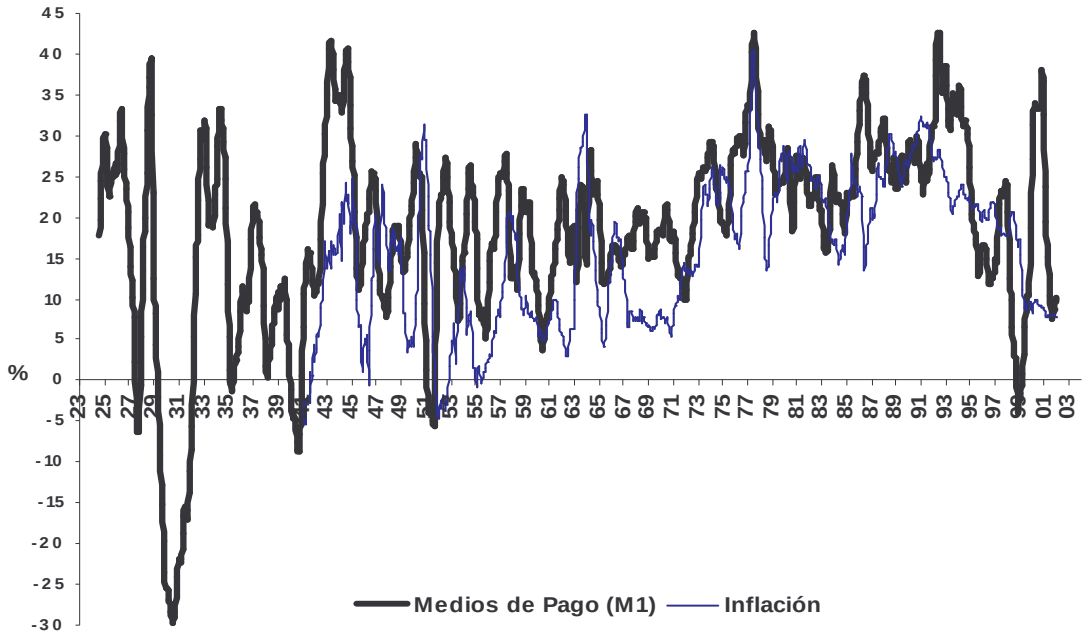
A finales de 1924 el crecimiento anual de los medios de pago llegó a 25.6% y el del dinero base de 23.9%, en contraste con el bajo crecimiento registrado en los años anteriores (Gráfico III.1). Así mismo, la situación macroeconómica mejoró significativamente. Entre 1923 y 1928, los precios del café se duplicaron al igual que las importaciones reales y la tasa de cambio real se apreció en 15% (Gráficos III.6, III.7 y III.9). El boom de exportaciones, junto con una entrada masiva de capitales, hicieron que el PIB creciera a una tasa promedio de 7% (Gráfico III.3). La presencia de una autoridad monetaria fue clave en este período al impedir que los flujos de capital se transmitieran completamente a los medios de pago, pues el Banco de la República los esterilizó parcialmente, disminuyendo los activos domésticos y estableciendo límites a los descuentos bancarios[79].

Si bien, como vimos en el segundo capítulo, la creación del Banco de la República estuvo influenciada por los desarrollos internacionales en materia de banca central y su discusión había estado presente desde 1917, su puesta en funcionamiento se dio en medio de una coyuntura monetaria particularmente difícil. La política monetaria posterior impidió que los flujos de capitales se monetizaran completamente previniendo una rápida escalada en la inflación (Gráfico III.4). Después de la primera Misión Kemmerer, la economía colombiana

[79] En este sentido, el Banco de la República no siguió las "reglas de juego" del patrón oro en la medida que no dejó funcionar automáticamente el mecanismo de ajuste. Este mecanismo, también presente en el siglo XIX, operaba como sigue: un boom exportador generaba una entrada de letras de cambio, que aumentaba el valor de la tasa de cambio entre las paridades oro, y como consecuencia había un aumento de las importaciones, aunque con algún retraso. Los precios domésticos también aumentaban con el boom. Para un análisis detallado, véase Sánchez (1994).

era considerada como una economía estable, con un fuerte compromiso hacia la convertibilidad lo que atrajo considerablemente la inversión extranjera[80].

Gráfico III. 2 Crecimiento Monetario e Inflación en Colombia, 1923-2003.



Fuente: Revista del Banco de la República y cálculos de los autores

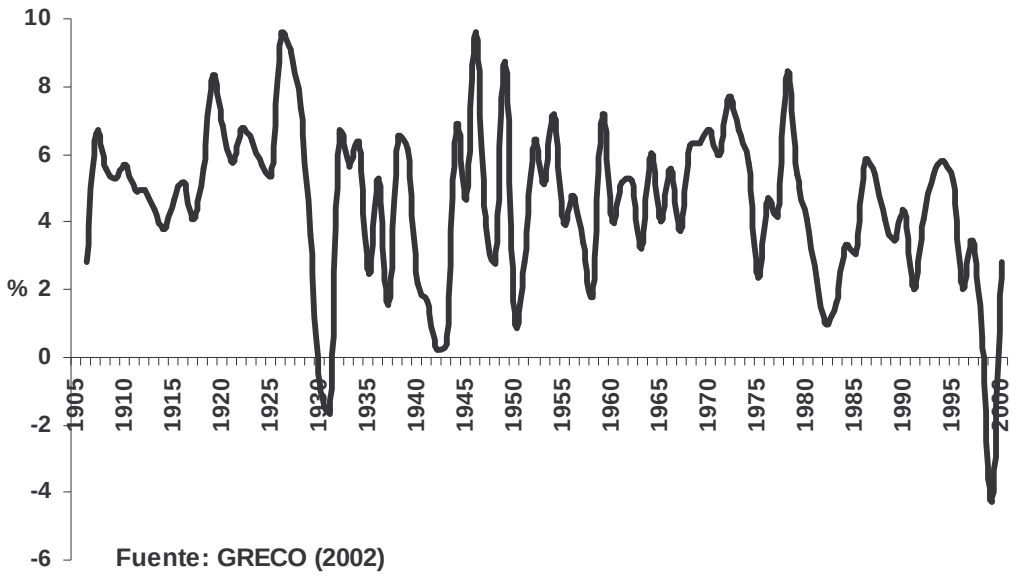
2/ La Gran Depresión y la política monetaria, 1929-1934.

Como se describió antes, el período que precedió el colapso del régimen cambiario de Patrón Oro en 1931 fue uno de gran influjo de capitales y crecimiento elevado. Entre 1926 y 1928 el PIB creció en promedio por encima del 8,5% (Gráfico III.3). Al mismo tiempo, las entradas de oro aumentaron como resultado del boom de los préstamos extranjeros y del incremento del precio internacional del café. La tasa de inflación, medida por los precios de alimentos, estuvo alrededor de 7% entre 1926 y 1927 (Sánchez, 1994). En 1928, después

[80] El compromiso con el patrón oro se percibían internamente como una forma de ampliar el acceso a los mercados de capitales internacionales. Para una discusión sobre el compromiso con el patrón oro, véase M. Bordo y F. Kydland (1992).

de un esfuerzo para disminuir el crecimiento de los medios de pago, la autoridad monetaria logró reducir la tasa de inflación a un 0,4%[81].

Gráfico III. 3. Crecimiento Real del Producto en Colombia durante el Siglo XX.

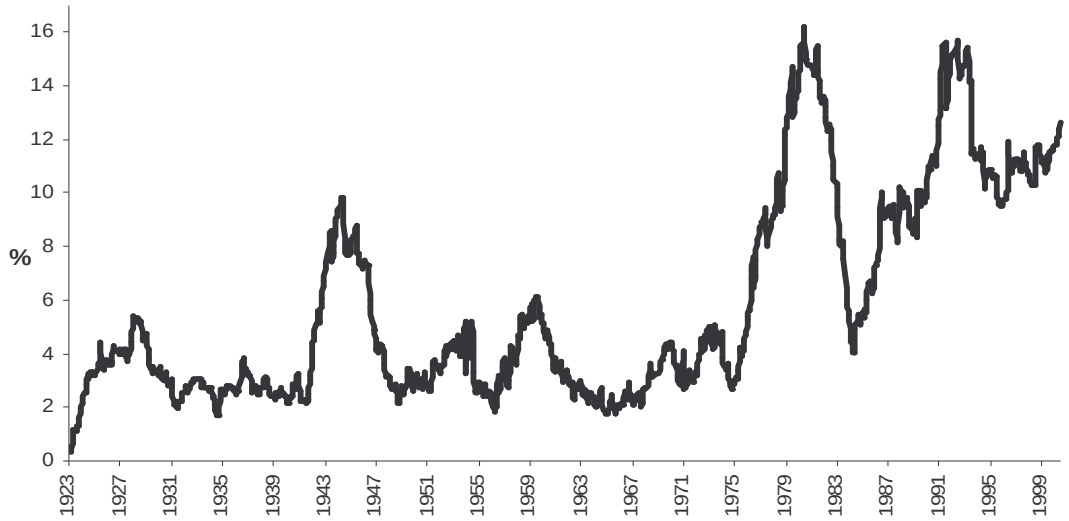


A partir de 1930, los efectos de la crisis económica mundial producto de la Gran Depresión llegaron a Colombia. En su Informe Anual de julio/1930, el gerente del Emisor mostraba su preocupación por la enorme salida de oro al exterior producida por la caída del precio internacional del café y la suspensión de nuevos préstamos extranjeros (Gráfico III.4). La disminución de los billetes y especies en circulación, ocasionados por la salida de capitales, originó la deflación más fuerte vivida durante todo el siglo XX (Gráfico III.2)[82]. En el lado fiscal, la caída en las importaciones disminuyó considerablemente los ingresos

[81] Fuente: Sánchez (1994) e "Informe Anual del Gerente del Banco de la República", varios años.
[82] En 1930, la caída en el nivel general de precios llegó a ser de 26,1% y durante los tres años siguientes se darían también decrecimientos en este índice (Sánchez, 1994)..

del gobierno provocando un deterioro de las finanzas públicas[83] (Gráficos III.7 y III.8). A pesar de las circunstancias, el Banco de la República siempre había estado en capacidad de cambiar sus billetes por oro y el gobierno pagó puntualmente el servicio de la deuda externa. El gobierno colombiano, sin embargo, no fue capaz de obtener nuevos empréstitos externos. Se creía que una reforma económica completa, que señalara el compromiso de Colombia con el Patrón Oro podría renovar los flujos de capital.

Gráfico III. 4 Relación Reservas Internacionales a Producto.



Fuente: GRECO(2002), Revista del Banco de la República y Cálculo de los autores.

La situación monetaria de Colombia en agosto de 1930 era complicada. Se habían producido fuertes pérdidas en las reservas de oro (Gráfico III. 4), la actividad bancaria había caído y el Congreso y los periódicos cada vez mostraban mayor desacuerdo con las políticas del Banco de la República

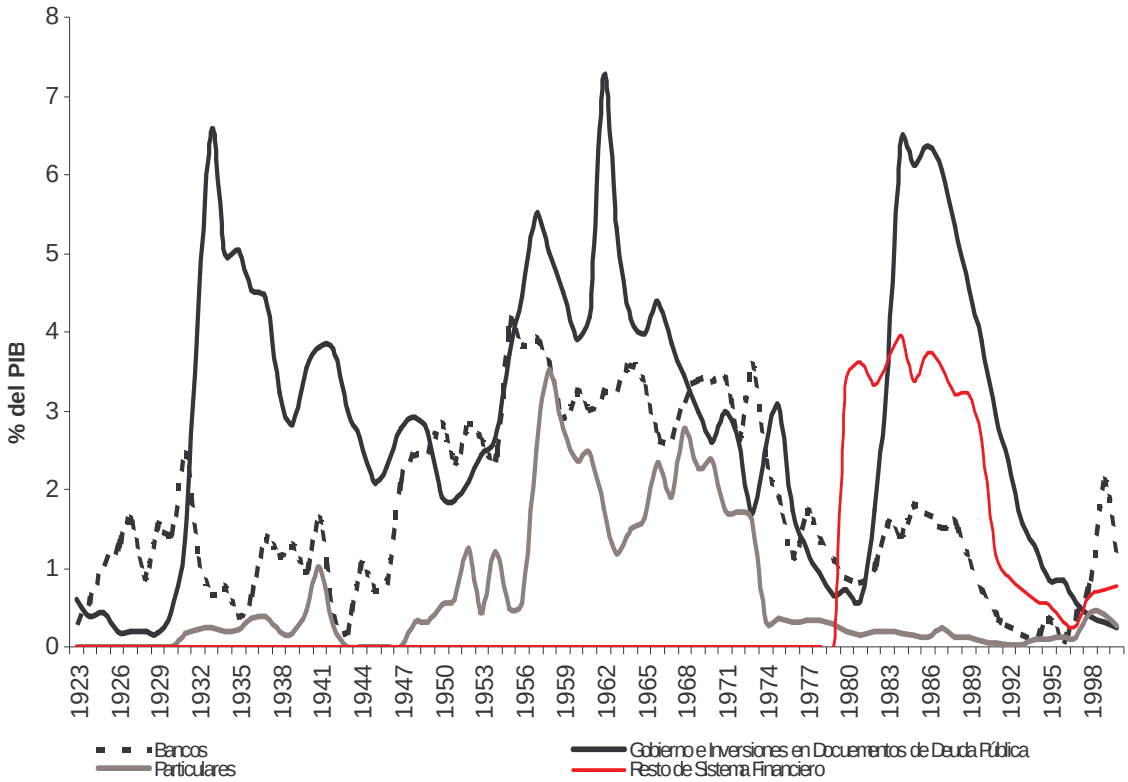
[83] La parálisis fue exacerbada por el fracaso del Congreso en aprobar un proyecto de ley presupuestario. Finalmente, una junta asesora decidió el presupuesto del gobierno, el cual fue aprobado por el presidente Abadía Méndez. El presupuesto que la junta propuso fue casi balanceado. *Véase informe del gerente de la Junta Directiva*, Banco de la República, julio de 1930.

(Sánchez, 1994). Como se detalló en el capítulo anterior, para hacerle frente a esas condiciones, las autoridades monetarias acudieron nuevamente a E. W Kemmerer quien, tras una segunda misión, formuló una serie de propuestas dirigidas a combatir la deflación aumentando tanto la capacidad de emisión del Banco de la República como de préstamo de los bancos comerciales, pero permaneciendo dentro del Patrón Oro. Se estableció, entre otros, que la reserva de oro de los billetes del Banco de la República se reduciría de 60% a 50%. Los requisitos de encaje de los bancos disminuyeron de 50% a 40% en las cuentas corrientes y de 25% a 20% en los depósitos a término. Los bancos miembros del Banco de la República podrían incluso mantener sólo la mitad de ese requisito[84]. Durante el primer semestre de 1931, el sostenimiento del régimen cambiario se hizo imposible. Entre enero y abril, las reservas de oro del banco cayeron de US$27,4 a US$20 M. La caída era tan preocupante que un miembro de la Junta propuso que no se publicara la hoja de balance del banco, para evitar pánico en el público[85]. Además, las críticas a la política del Banco habían llegado hasta el Congreso. En agosto, las reservas volvieron a caer a US$ 20 M. y la caída fue empeorada por el comportamiento de algunos bancos extranjeros que descontaron profusamente con el objetivo de comprar oro[86]. El 21 de septiembre, Inglaterra abandonó el régimen de Patrón Oro y, tres días después, Colombia hizo lo mismo suspendiendo el libre comercio de oro y la convertibilidad de los billetes del Banco de la República, además de establecer

[84] Para más detalles y la visión de Kemmerer con respecto a la reforma, v*éase* "Porque convienen las medidas propuestas para la reforma', en *El Espectador*, octubre 7 de 1930.
[85] Ver *Acta de la Junta Directiva*, marzo 18 de 1931, p. 1773.
[86] *Acta de la Junta Directiva*, agosto 12 de 1931, p. 1833.

controles a las operaciones de cambio a través de la recién creada Comisión para el Control de Cambios[87].

Gráfico III. 5 Desagregación del Crédito Total del Banco de la República.



Fuente: Revista del Banco de la República y Cálculo de los autores

Desde el mismo momento en que se suspendió el Patrón Oro en 1931, la autoridad monetaria colombiana siguió una política expansionista, a través de aumentos en los préstamos y descuentos al gobierno (Gráfico III.5). Los cuales, hasta 1934, se constituyeron en la principal fuente del crecimiento de la base monetaria. Al mismo tiempo, el Banco de la República contribuyó a la creación de instituciones financieras gubernamentales, con miras a aligerar la carga de las deudas del público con los bancos comerciales. Casi inmediatamente

[87] *Actas de la junta Directiva*, septiembre 24 y 25 de 1931, pp. 1861-1866.

después de la suspensión del Patrón Oro, el gobierno le solicitó al Banco de la República un aumento en su cuota de descuentos. La Junta Directiva estableció un límite de $5 M. de pesos y concedió al gobierno un préstamo sin intereses por esa misma cantidad. Un mes después, en noviembre de 1931, el gobierno y el Banco firmaron un contrato en el que el primero cedía a este último la administración de las minas de sal a cambio de un préstamo de $ 16 M. de pesos, que el gobierno pagaría al Banco con las utilidades de las minas.

En diciembre de 1931, la Federación Nacional de Cafeteros y algunas asociaciones de productores solicitaron al banco la reducción de la tasa de descuento como una manera de bajar la tasa de colocación de los bancos. De hecho, como resultado de la deflación, la tasa de interés real de los bancos alcanzaba niveles por encima del 30%. La reducción se decretó en enero de 1932. El interés de descuento se fijó en 6 % para los bancos miembros y el gobierno y en 5% para operaciones agrícolas, esta última modificada nuevamente en marzo, cuando quedó en 4%.

En septiembre de 1932 se disminuyó la tasa de descuento a 5% para préstamos comunes y a 4% para operaciones agrícolas. En ese mismo mes estalló la guerra contra el Perú y los bancos nacionales suscribieron un préstamo de $ 3.5 M. de pesos para la defensa nacional, de los cuales $ 1,5 M. serían suscritos por el Banco de la República. Durante 1932 la fuente principal para el crecimiento del nivel de la base monetaria fueron los préstamos y descuentos al gobierno, que ascendieron de $7,3 a $19,3 M (Gráfico III.5)

En retrospectiva, la política monetaria llevada a cabo después de la Gran Depresión se muestra como efectiva en amortiguar los efectos reales del choque externo. El crecimiento real entre 1930 y 1931 se redujo tan sólo a un promedio anual de 1,2% y la pronta recuperación permitió alcanzar nuevamente un crecimiento por encima del 6% durante los tres años siguientes. La autoridad monetaria permitió la disminución del nivel de precios y la depreciación real de la tasa de cambio, permaneciendo dentro del sistema de Patrón Oro, con un fuerte compromiso hacia la convertibilidad. Después de abandonar la convertibilidad con el oro y de que la devaluación de la tasa de cambio nominal comenzara, Colombia ya tenía una ventaja relativa en precios que promovió una rápida y sostenida recuperación, ayudada por la política monetaria expansiva.

3/ La Segunda Guerra Mundial, 1939-1945.

La Segunda Guerra Mundial fue un choque externo de considerables proporciones sobre la actividad económica nacional. El choque se transmitió a través de la economía nacional a través de la volatilidad del comercio internacional generando un desequilibrio macroeconómico. Durante los primeros años del conflicto bélico, entre 1939 y 1941, la caída en la demanda mundial por café llevó al precio internacional del grano a un mínimo histórico (Gráfico III.6). El nivel de reservas internacionales volvió a caer a niveles cercanos a los US$ 20 M. y el crecimiento real se desaceleró cayendo al 2.1% y 1,7% en los años 1941 y 1942 respectivamente. La situación se agravó en 1942 con la entrada de los Estados Unidos al conflicto armado ocasionando una caída vertiginosa de las importaciones colombianas provenientes de ése país, representadas en su

mayoría por bienes de capital. En 1942 el total de importaciones llegó al mínimo histórico de 7.4% como relación del PIB y se mantuvo en niveles históricamente bajos hasta el final del conflicto en 1945 (Gráfico III.7). Esta vez, la parálisis de las importaciones provocó una desbordada acumulación de reservas internacionales, las cuales, entre 1942 y 1946, aumentaron desde US$ 23 M. a US$ 177 M. El crecimiento económico siguió estancado exhibiendo un promedio, entre 1942 y 1943, de tan sólo 0.3%.

Gráfico III. 6.Precio Internacional del Café.

Fuente: Principales Indicadores Económicos (1997)

Los desequilibrios comerciales y su impacto sobre las reservas internacionales provocaron fluctuaciones importantes en los medios de pago y el nivel de precios ocasionando serios problemas a la autoridad monetaria. Entre 1939 y 1941, ésta debió enfrentar decrecimientos en el dinero y los precios generados por la caída del stock de divisas. Posteriormente, entre 1942 y 1945 debió tomar acciones

contra la abundancia de reservas internacionales que provocó crecimientos anuales del dinero superiores al 40%, nunca antes registrado en medio de una aguda desaceleración económica y brotes inflacionarios (Gráficos III.1 y III.2).

La caída en la actividad económica durante los primeros años de la Segunda Guerra intentó ser contrarrestada por el gobierno del presidente Santos mediante una agresiva política fiscal. Así, el gobierno adoptó una serie de medidas de mediano y largo plazo en el contexto del llamado Plan de Fomento de la Economía Nacional, que establecía la conversión de la deuda pública interna, la ejecución de importantes obras públicas en vías de comunicación y la consecución de una serie de empréstitos de apoyo a los sectores agrícolas e industriales. La política monetaria jugó un papel importante en la medida que sirvió de apoyo a la política expansiva aumentando los niveles de crédito al gobierno, los bancos y particulares (Gráfico III.5). Por otro lado, el Banco de la República canalizó los nuevos recursos externos otorgados tras el reestablecimiento del crédito externo a partir de 1940, producto de la renegociación de los empréstitos externos de 1927 y 1928 por parte del gobierno Santos. En junio de 1940 el Banco obtuvo un empréstito de US$ 10 M. del Export-Import Bank en virtud del cual se abrió un crédito equivalente al gobierno por valor de $ 17.5 M. de pesos[88], de los cuales fueron monetizados $10.6 M. en 1940 y el resto en 1941. Además, la política expansionista del Emisor no sólo estuvo dirigida hacia el gobierno sino también hacia los demás sectores

[88] Decreto 1331 de 1940. Para el pago de este empréstito se convino que la mitad fuera financiada por el gobierno y la otra por parte del Banco de la República a largo plazo.

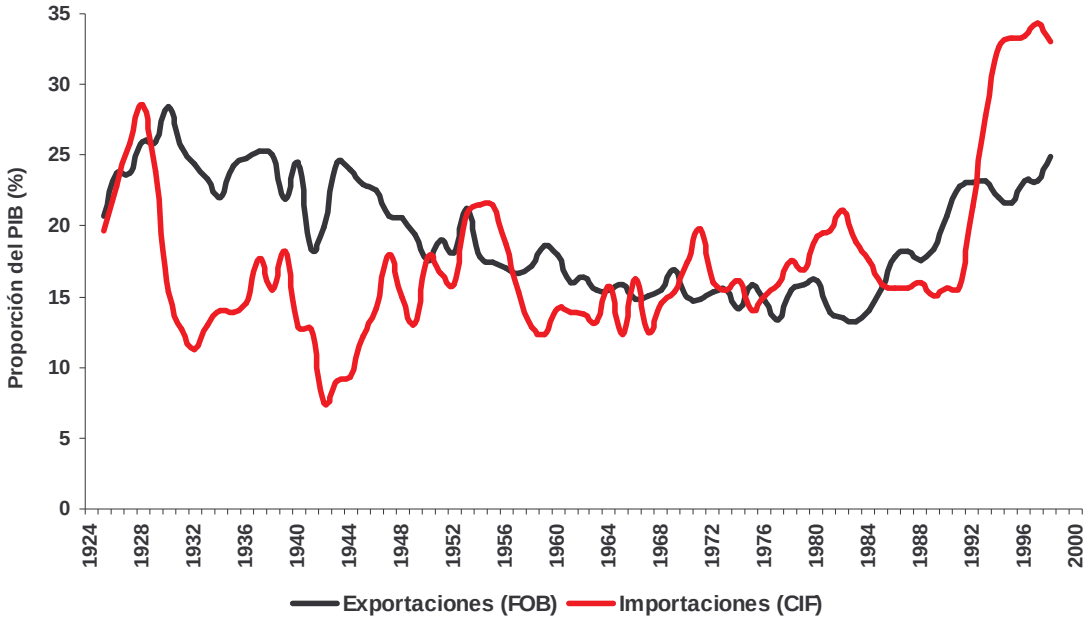
económicos quienes recibieron una porción considerable del crédito interno del Emisor (Gráfico III.5).

Como se observó antes, la situación externa dio un giro con la entrada de Estados Unidos al conflicto provocando una fuerte caída de las importaciones y el aumento significativo de las reservas internacionales y de los medios de pago. Ante el estancamiento en la producción nacional, el aumento del circulante pronto se tradujo en presiones inflacionarias haciendo que de una situación deflacionaria entre 1939 y 1940, se pasara, en noviembre de 1942, a un nivel de inflación del 17%[89] (Gráfico III.2). Esta situación hizo que los miembros de la JDBR adoptasen una postura contraccionista basada en la reducción del crédito primario interno que, de hecho, era el único instrumento flexible con el que contaban las autoridades. Desde mediados de 1942 y hasta 1944, el crecimiento del crédito total del Banco Emisor registró importantes decrecimientos reales anuales que oscilaron alrededor de 25%, siendo el crédito al gobierno el que experimentó la mayor contracción[90] (Gráfico III.5).

[89] Ante los primeros indicios del alza en el medio circulante, producto de la acumulación de activos externos, las autoridades monetarias y algunos agentes privados afirmaron que ésta había producido una "*inflación sana*" como resultado de la actividad en los negocios y el aumento de la producción interna, creando una situación de aparente bonanza económica. No obstante, ante la aceleración de la inflación esta posición pronto cambió. Ver **Revista del Banco de la República**, junio y julio de 1942.

[90] Cabe recordar también del capítulo anterior las otras medidas contraccionistas tomadas para contrarrestar la tendencia inflacionaria como por ejemplo las medidas sobre congelación de las utilidades empresariales en certificados del Banco de la República. El uso de los encajes tuvo un comportamiento más pasivo pues éstos no fueron elevados por el temor a adoptar medidas más fuertes que afectaran aun más los pobres resultados de la producción agregada. Para un análisis más detallado, ver López (1990a).

Gráfico III. 7 Exportaciones e Importaciones durante el Siglo XX en Colombia



Fuente: GRECO (2002)

La experiencia vivida tras la Segunda Guerra Mundial muestra una política monetaria más activa consistente con el paulatino cambio de pensamiento monetario de los años cuarenta y el direccionamiento hacia un modelo de Banca Central más intervencionista comentado en el capítulo anterior. Después de apoyar la política expansiva de los años 1939-1941, se pasó a una fuerte política contraccionista para contrarrestar las presiones inflacionarias. En este sentido, el moderado éxito en la política de desinflación debe verse como el resultado de los rudimentarios instrumentos de política con las que se contaban. Como se pudo apreciar, el crédito del Emisor presenció la mayor caída de todo el período analizado, mostrando que, al menos el instrumento crediticio de emisión primaria sí fue empleado activamente, incluso hasta que sus niveles se redujeron al mínimo.

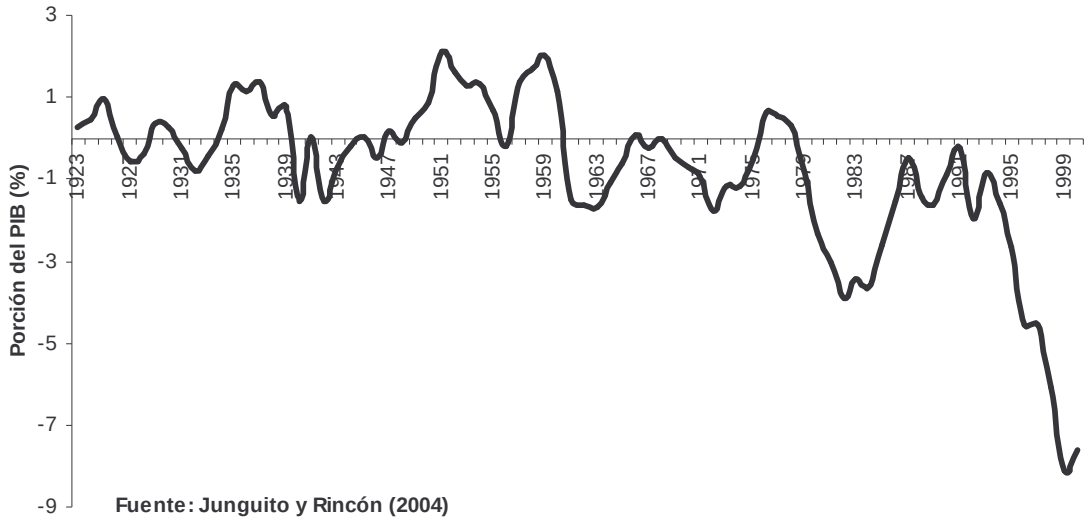
4/ El Pacto de Caballeros, 1950-1951.

Las principales preocupaciones de la autoridad monetaria en el período de posguerra, entre 1945 y 1951, fueron el crecimiento de los precios, la desbordada oferta monetaria y la caída permanente de las reservas internacionales por el resurgimiento de las importaciones. Los medios de pago tuvieron durante todo este período un crecimiento promedio anual de 15,2% y exhibieron un tendencia creciente a partir de 1947 hasta 1950 con significativos efectos sobre los precios (Gráficos III.1 y III.2). En estos años, el crecimiento monetario estuvo determinado por dos tendencias opuestas: el resurgimiento del crédito primario del Emisor y la permanente caída de las reservas acumuladas durante la 2ª Guerra Mundial. Hacia el final del período, sin embargo, los elevados precios del café hicieron que la tendencia decreciente de las reservas se revirtiera, haciendo que la circulación monetaria aumentará aun más su ritmo de crecimiento.

Otro hecho importante en la evolución del mercado monetario provino de los problemas de orden público iniciados en abril de 1948 tras el asesinato del caudillo liberal Jorge Eliécer Gaitán. Estos hechos repercutieron en retiros masivos del público y en el crecimiento del crédito interno bruto del Emisor al sistema financiero. Buscando despejar la incertidumbre sobre la situación bancaria, el crédito a la banca comercial registrada en el balance del Banco de la República pasó de $84 M. en julio de 1947 a $ 183 M. en septiembre de 1950. Esta expansión repercutió sobre los medios de pago que ya registraban un crecimiento anual superior al 30% para comienzos de 1950. En el afán por conjurar lo que la autoridad llamó "*expansión inmoderada de los medios de*

pago"[91], los miembros de la JDBR decidieron recurrir a políticas que desembocaron en un desafortunado episodio de política monetaria en el cual se dio la primera contracción fuerte de los medios de pago desde la Gran Depresión. Esta contracción tuvo graves consecuencias reales y puso en evidencia la necesidad de reformar la banca central colombiana y dotarla con mejores instrumentos de intervención.

Gráfico III. 8 Balance del Gobierno Central Colombiano durante el Siglo XX.



Luego de una reunión propiciada por el Ministro de Hacienda y los directores del Banco Emisor hacia finales de 1950, con la asistencia de 11 representantes de los bancos comerciales más importantes, se acordó unánimemente mantener el nivel de las carteras de los respectivos establecimientos en un monto que no sobrepasara al registrado el 30 de septiembre de ese año con el objetivo de reducir las presiones inflacionarias derivadas de los excesos de liquidez. Desde su implementación, el acuerdo sobre tope de carteras –llamado con el nombre

[91] Ver Notas Editoriales en **Revista del Banco de la República**, enero de 1950.

de “Pacto de Caballeros” (Salazar, 1996) – fue promovido por la autoridad sosteniendo que no se trataba de medidas restrictivas sino estabilizadoras del crédito, pues en la medida en que se fueran venciendo los créditos habría cupo para nuevos préstamos.

De acuerdo con las cifras disponibles sobre la cartera del sistema financiero[92], el acuerdo se cumplió durante los siguientes nueve meses y su efecto sobre la circulación monetaria fue rápido y altamente restrictivo. Los medios de pago registraron en diciembre de 1950 un crecimiento anual de tan solo 5%, mientras que en septiembre de ese año, antes del acuerdo, esta cifra era de 23,5%. Ante la magnitud del impacto sobre la circulación, la autoridad monetaria intentó calmar las críticas sobre el acuerdo de topes de cartera. Así, la JDBR, hizo uso del encaje legal como instrumento de política reduciéndolo en el mes de diciembre de 1950, de 15% a 10%, justificándola por la baja estacional de los depósitos (Gráfico II.3). En las sesiones del 14 y 16 de febrero de 1951, la JDBR discutió la viabilidad de continuar con el acuerdo de carteras y emplear una reducción del encaje para mejorar la posición de los institutos bancarios. Esto último se determinaría con la reducción del encaje al 12% comenzando así a adoptar una postura expansionista por parte de la JDBR para contrarrestar los efectos altamente contraccionistas del “Pacto de Caballeros”[93].

[92] Cifras trimestrales. Fuente: Principales Indicadores Económicos; Banco de la República, 1998.
[93] El gobierno, sin embargo, se mostró contrario a modificar la política adoptada sobre límites de la cartera bancaria, la cual fue ponderada por el Ministro de Hacienda como una política cuyos resultados habían sido benéficos para el país. Ver Revista del Banco de la República, Primer semestre de 1951.

A pesar de esta medida, sin embargo, durante los dos primeros meses de 1951, la desaceleración del crecimiento del dinero no dio muestras de revertirse[94]. Para el primer mes, el crecimiento anual de los medios de pago fue nulo (Gráfico III.1)[95]. Ante esta situación, en enero de 1951, el Banco y el Ministro de Hacienda, juzgaron aconsejable que el monto de las carteras bancarias pudiese mantenerse al nivel registrado el 30 de septiembre último, sin regresar, como se contempló inicialmente, al límite más estrecho de 31 de agosto. No obstante, las consecuencias recesivas derivadas del "Pacto de Caballeros" fueron evidentes. El crecimiento real del producto agregado fue de 1,1%, el más bajo de los últimos siete años (Gráfico III.3). A su vez, el crecimiento del índice de producción de electricidad para usos industriales mostró, por primera vez desde 1941, crecimientos negativos durante buena parte del segundo semestre[96].

Las nocivas consecuencias reales del "Pacto de Caballeros" así como las infructuosas medidas tendientes a revertirlas, dejaron al descubierto la necesidad de modernizar la intervención del banco central con herramientas más eficaces. Sin duda, este episodio aceleró la expedición del el Decreto extraordinario 756 en abril de 1951, por medio del cual, como se detalló en el capítulo anterior, se le confería al Banco de la República atribuciones especiales para realizar una política monetaria y señalaba nuevas y específicas funciones para intervenir principalmente en la regulación de la moneda y del crédito. Un mes después de aprobado el Decreto 756, la JDBR, en su sesión del 11 de

[94] Por supuesto, la reducción del encaje no se traducía en una medida efectivamente expansionista en la medida que el tope a las carteras perdurara.

[95] Así mismo puede observarse que la medida de base monetaria mostraba, incluso, un decrecimiento cercano al 4%.

[96] Fuente: **Revista del Banco de la República (Varios Números)**.

mayo de 1951, tomó la decisión de eliminar el acuerdo sobre estabilización de las carteras ante lo cual el crecimiento anual de los medios de pago volvió a situarse rápidamente por encima del 15%.

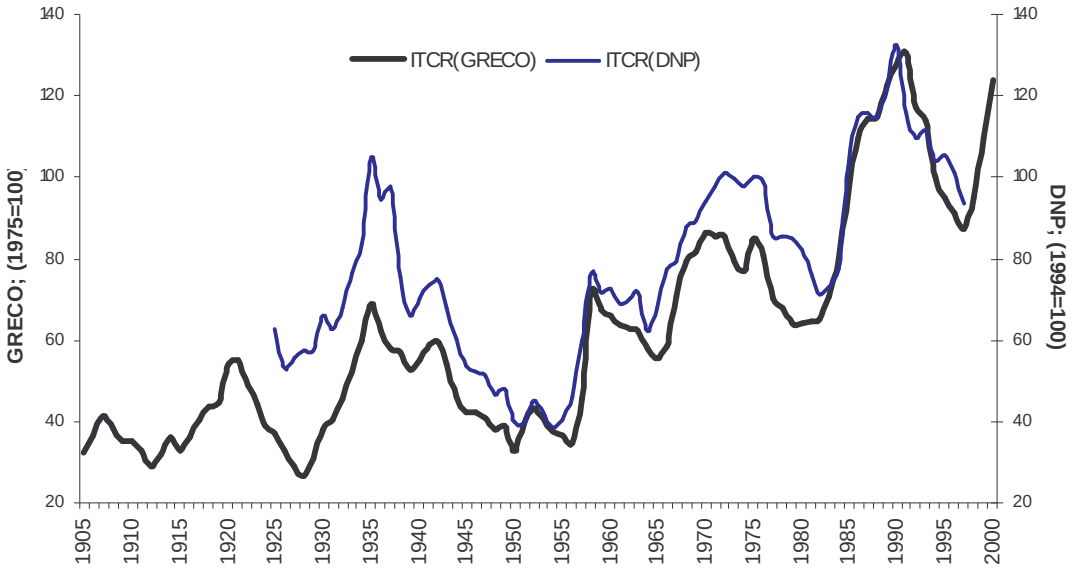
5/ Dictadura militar, política monetaria y crisis cambiaria, 1953-1957.

La delicada situación política y de orden público vivido a finales de la década del cuarenta se prolongó durante los años cincuenta. A mediados de 1953 el general Rojas Pinilla asumió el poder a través de un golpe militar y su gobierno (1953-1957) debió enfrentar una serie de desequilibrios macroeconómicos. La bonanza cafetera vivida entre 1953 y 1954 [97] expandió considerablemente los niveles de reservas oficiales que ascendieron de US$ 150 M. a US$ 270 M (Gráficos III.4 y Gráfico III.6). Para contrarrestar los efectos sobre la circulación monetaria de este aumento, el gobierno de la dictadura inició un proceso de liberación de las importaciones. Sin embargo, la bonanza se revirtió el año siguiente[98] generando un déficit comercial considerable agravado por una permanente revaluación real[99] (Gráficos III.7 y Gráfico III.9). A pesar del desajuste, las políticas fiscal y monetaria continuaron siendo expansivas al tiempo que se defendió –hasta donde fue posible– el tipo de cambio fijo. Sin embargo, hacia mediados de 1957 el desequilibrio macroeconómico era insostenible y en junio se procedió a devaluar el peso. Esa devaluación, que superó el 160%, fue la más grande que tuvo en Colombia en el siglo XX (Gráfico III.10) y, por su magnitud, generó serios

[97] El precio internacional del grano pasó de US$ 0,51 a US$ 0,91 (libra) entre 1953 y 1954.
[98] Para comienzos de 1955, el precio internacional del café había vuelto a situarse por debajo de los US$ 0,70.
[99] Las importaciones llegaron a representar una porción superior al 21% del PIB en 1954 y 1955, guarismos que no se observaban desde los años veinte. Por su parte las exportaciones no sobrepasaron el 17% durante esos mismos años.

traumatismos a la actividad económica. En este episodio, como se detallará a continuación, la política monetaria tuvo buena parte de la responsabilidad por los desequilibrios que surgieron.

Gráfico III. 9 Tasa de Cambio Real durante el Siglo XX.



FUENTE: GRECO(2002), DNP (1998)

A mediados de 1956, el ritmo de crecimiento de los medios de pago sobrepasaba el 18%, lo que empezó a preocupar a la JDBR. En adición, la Junta también estaba preocupada por el aumento de las acreencias extranjeras resultado del déficit comercial. Para hacer frente a la situación, la JDBR decretó en mayo un encaje marginal del 60% sobre las exigibilidades a la vista y los depósitos a término. En adición, se limitaron las condiciones para el otorgamiento de crédito a los bancos afiliados[100].

[100] Se determinó que las instituciones bancarias obtendrían un beneficio de dos puntos sobre el interés al cual redescontaban en el banco emisor únicamente sobre el 75% del cupo ordinario. De esta forma, si la tasa de colocación era de 6%, el banco podría redescontar en el Banco de la República como mínimo a una

Sin embargo, en el mes de junio de 1956, las autoridades dieron un revés en su política contraccionista mediante la rebaja temporal de tres puntos en el encaje de las exigibilidades a la vista y los depósitos a término en los bancos comerciales que fue justificado por el gerente del emisor por la sequía de liquidez existente en el mercado. En julio se decretó una reducción de un punto más sobre los niveles de encajes en las exigibilidades a la vista, justificado en virtud de las circunstancias que se esperaban en los meses venideros, en particular por el ascenso de los pagos al exterior. Adicionalmente, con el ánimo de dar facilidades de crédito al comercio para cubrir importaciones pendientes, se permitió que para el pago de estas, las divisas pudiesen ser adquiridas en la proporción de 50% en cambio oficial y 50% en divisas del mercado libre[101]. Además se les dio a lo bancos la facultad para descontar obligaciones hasta por un año de plazo, dentro de un cupo especial de $100 M. Esta política, sin embargo, generó una dinámica perversa pues se emitía para financiar el pago de acreencias externas lo que aceleraba las expectativas de devaluación y reducía la demanda por liquidez en moneda local de los agentes económicos (Sánchez, F. *et.al.*, 2004). Dicho de otro modo, operaba el efecto compensación explicado en el primer capítulo a través del cual la emisión de moneda primaria iba contra el stock de reservas internacionales del Banco de la República.

El resto del año 1956 mostraría un verdadero desborde monetario con un crecimiento anual (acumulado) de los medios de pago que pasó del 17,7% en el

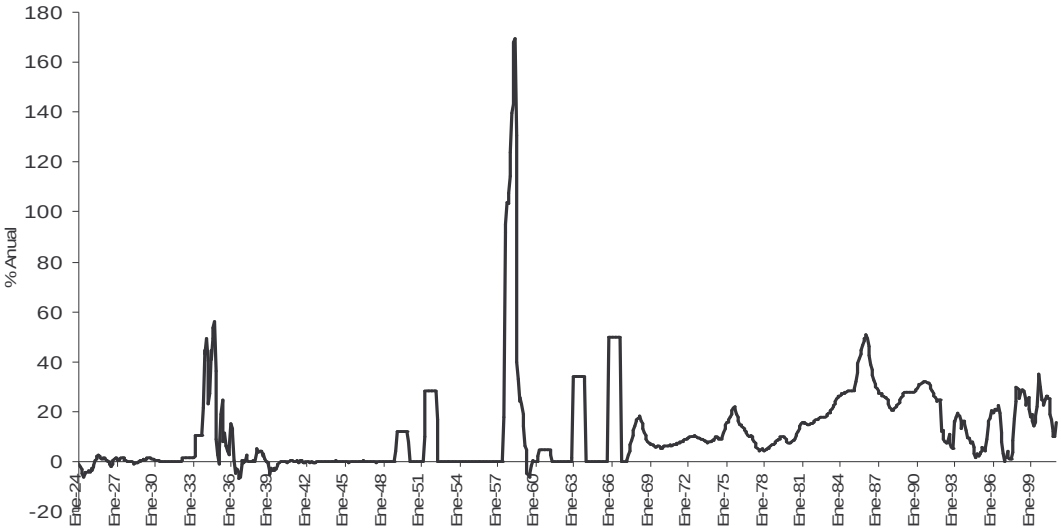
---

tasa del 4%. Dicho margen se reducía a sólo un punto en el 25% restante del cupo ordinario. Por último, el cupo extraordinario o línea de emergencia no podría tener derecho a reducción alguna.

[101] Desde mayo de 1955 operaba oficialmente en Colombia un mercado libre de dólares paralelo al tipo de cambio fijo cuya oferta provenía de las divisas por exportaciones de ciertos productos específicos (Wiesner, 1978).

mes de agosto a 24,9% a fin de año (Gráfico III.1). A pesar de que algunos miembros de la JDBR se mostraban a favor de la devaluación y del endurecimiento de la política monetaria, el Ministro de Hacienda estaba en desacuerdo con estas posiciones[102]. La evidencia muestra incluso un aumento del crédito interno: entre el primer trimestre de 1956 y el segundo trimestre de 1957, el crédito total del Banco Emisor se incrementó en 35% pasando de $990 M. a $1.520 M. (Gráfico III.5).

Gráfico III. 10 Devaluación Anual del Tipo de Cambio Nominal durante el Siglo XX.



Fuente: Revista del Banco de la República y Cálculos de los autores.

En mayo de 1957, en medio de un severo desequilibrio cambiario, la dictadura del general Rojas Pinilla fue reemplazada por la Junta Militar encargada de la transición hacia un régimen democrático. Entre las primeras determinaciones

[102] Una revisión de las actas de las sesiones de la JDBR durante el segundo semestre de 1956 revela que sí había una fuerte voluntad por restituir los niveles de encajes por lo menos a los niveles previos. Pero el Ministro de Hacienda, quien presidía la Junta, no estaba de acuerdo con dicha medida. Así mismo, se mostraba en desacuerdo con el reajuste del tipo de cambio por una expresa voluntad presidencial. Incluso se descartó el ofrecimiento de la una Misión del Fondo Monetario Internacional por considerar que ésta partiría de la base de una modificación de la paridad cambiaria. Véase las **Actas de la JDBR** del 4 de julio y 24 de octubre de 1956.

económicas tomadas por el nuevo gobierno estuvo el nombramiento del ex Ministro de Hacienda, Alvarez Restrepo, cuya tarea principal fue determinar las modificaciones de índole monetaria, cambiaria y fiscal, para afrontar los graves desajustes macroeconómicos del país.

La postura de la JDBR se tornó contraccionista y apoyó el objetivo del nuevo Ministro, quien subrayó la necesidad de contrarrestar los brotes inflacionarios como un paso preliminar para la estabilización cambiaria[103]. Entre las medidas económicas adoptadas, además del abandono del tipo de cambio fijo en junio de 1957, la JDBR aumentó los niveles de encaje ordinarios para exigibilidades a la vista y a término, que pasaron de 14% a 18%, y determinó un encaje marginal de 80% sobre los aumentos futuros de los depósitos a partir del 18 de junio (Gráfico II.3). Los efectos restrictivos se notaron algunos meses después de la expedición de las medidas. Así, en el mes de noviembre, el crecimiento anual de los medios de pago disminuyó al 10,9 % (Gráfico III.1).

La revisión de este episodio deja al descubierto la laxitud en la política monetaria al emitirse para financiar a los deudores en moneda extranjera, y el escaso contrapeso al gobierno de los miembros de la JDBR. Así, la posición dominante del Ministro de Hacienda, no permitió que se tomaran los correctivos necesarios para evitar el desequilibrio externo. Finalmente, este se logró a través de una devaluación superior al 160%, cuyos orígenes, al menos en una buena proporción, provinieron de desordenes internos provenientes de desajustes en el mercado monetario.

[103] Véase el **Acta de la JDBR** del 15 de junio de 1957.

6/ Déficit fiscal y política monetaria, 1961-1963.

Como se mencionó en el primer capítulo, la emisión con fines fiscales figura entre los principales determinantes del crecimiento en los medios de pago durante el siglo XX. Uno de los episodios más claros de este hecho fue el desequilibrio fiscal de comienzos de los años sesenta que fue financiado en buena parte con recursos provenientes de emisión primaria. Como se describe a continuación, a la postre, el aumento significativo en de los medios de pago por la financiación al gobierno llevó a otra devaluación del tipo de cambio a finales de 1962[104].

Después de registrarse en 1959 un superávit fiscal de 2% del PIB, la situación fiscal se deterioró durante los primeros años de la década del sesenta y no fue hasta 1965 en que volvió a alcanzarse el equilibrio fiscal (Gráfico III.8). Ante la fuerte caída de ingresos, entre 1961 y 1962, el gobierno decidió recurrir a la emisión primaria como fuente de financiación. Se presentó ante el Congreso un proyecto de ley que autorizaba al gobierno a buscar en el Banco de la República los recursos para financiar el déficit de 1962. Además, éste preveía que el gobierno podía negociar con el Banco, a partir de 1963, préstamos a mayor plazo destinados a la amortización de la deuda pública interna. El proyecto contó con el apoyo público del gerente del Emisor[105]. La ley se aprobó hacia finales de ese mismo año y rápidamente las operaciones de crédito dirigidas a la

[104] El desequilibrio fiscal se generó en gran medida por la caída de los ingresos fiscales por conceptos aduaneros y, en particular, producto de la reducción en los impuestos al sector cafetero. Así mismo, hubo mayor gasto público en el rubro de defensa nacional.

[105] Fuente: Notas Editoriales de la **Revista del Banco de la República, Octubre de 1962**. Así mismo, una revisión de las actas de las reuniones de la JDBR, celebradas durante el último trimestre del año 1962, en las cuáles se reflexionó sobre el impacto monetario del desequilibrio fiscal, no revela ninguna objeción seria por parte de sus miembros al desajuste de las finanzas públicas como tampoco una exhortación al ejecutivo para equilibrar el presupuesto nacional.

compensación del déficit fiscal hicieron que el crédito interno con fines fiscales se duplicase (como proporción del PIB) en menos de un año (Gráfico III.5)[106].

A pesar de que se tomaron medidas monetarias de carácter restrictivo, éstas se concentraron en la elevación de los niveles de encajes y no se destinaron mayores esfuerzos a la esterilización del aumento en el dinero base[107]. Así, los medios de pago alcanzaron crecimientos anuales por encima del 20% mientras que el de la base monetaria superó 35% en diciembre de 1962. La acelerada expansión monetaria pronto se traduciría en inflación que superó el 30% en 1963 (Gráfico III.2).

Como era de esperarse, los desajustes monetarios produjeron un desequilibrio cambiario que sería resulto a través de la devaluación del peso en noviembre de 1962 (Gráfico III.10) tras la cual el país firmó un nuevo arreglo de *Stand-by* con el FMI. De esta forma, se materializaba así otra crisis cambiaria originada en los desequilibrios fiscales y monetarios[108].

7/ Estabilización Monetaria bajo el nuevo régimen cambiario, 1967-1969.

En el año 1966 retornaron los problemas en el sector externo por la caída en las reservas oficiales del Banco de la República (Gráfico III.4). En ese año, el nivel

[106] La magnitud del choque fiscal sobre el equilibrio monetario se observa en el crecimiento del rubro "Inversiones en Documentos de Deuda Pública" en el Balance del Banco de la República el cual se triplicó en términos nominales al pasar de $705m. en enero de 1961 a $ 2143m. en tan sólo dos años. De la misma forma, el rubro "Cupo Legal del Gobierno Nacional" pasó de ceros a $187,2m. en el mismo lapso de tiempo. Fuente: **Revista del Banco de la República.**

[107] La JDBR decidió, entre noviembre del 61 y enero del 62, elevar el encaje en tres puntos a razón de un punto mensual para situarlo en 25pts. en enero, sin realizar la ya acostumbrada reducción estacional de fin de año. Adicionalmente, se dispuso un encaje marginal del 100% sobre las exigibilidades a la vista y a término del sistema bancario, calculadas de acuerdo con los saldos registrados el 3 de diciembre. Con el ánimo de realizar una esterilización, la Resolución # 27 del 6 de noviembre contemplaba únicamente la suspensión de los aumentos en los cupos ordinario y extraordinario de redescuento de los bancos comerciales.

[108] En Sánchez y Fernández (2004) tratamos en detalle la relación entre los desequilibrios monetarios y las devaluaciones en Colombia durante el período de cambio fijo.

promedio de divisas fue tan sólo de US$113 M., el más bajo desde 1951[109]. En esta ocasión, la decisión de política consistió en abandonar el antiguo régimen cambiario fijo y adoptar un esquema de minidevaluaciones (*crawling peg*). Si bien el nuevo estatuto cambiario cumplió con el objetivo de revertir la tendencia decreciente del stock de divisas, la fuerte acumulación de divisas de los años siguientes amenazó nuevamente la estabilidad del crecimiento de los medios de pago[110].

El nuevo régimen cambiario, reglamentado a partir de la expedición del Decreto 444 en marzo de 1967, preveía que el tipo de cambio se incrementaría de una manera gradual y casi continua, de acuerdo con las proyecciones de la política monetaria y económica[111]. Entre las principales características del nuevo régimen de cambio "flexible" estaban el monopolio del Banco de la República del mercado de moneda extranjera sustentado en un draconiano control de cambios que llevó el monto de reservas internacionales a niveles nunca antes registrados[112]. De hecho, entre marzo de 1967 y mediados de 1971, las reservas oficiales brutas aumentaron desde US$152 M hasta US$317 M.

En el campo monetario la acumulación de reservas causó una acelerada expansión de la base monetaria que llegó a exhibir crecimientos anuales

---

[109] Incluso, las reservas internacionales netas, calculadas descontando los pasivos de corto plazo en dólares del Emisor, alcanzaron valores negativos de hasta US$ 134 M. entre octubre y noviembre de 1966. Fuente, Principales Indicadores Económicos (1998)., Banco de la República.

[110] Entre los factores que determinaron dicha acumulación de reservas estuvo principalmente el crédito masivo de origen multilateral (BIRF, BID) y con la AID, conseguido por la Admón. del presidente Lleras dentro del marco de la *Alianza para el Progreso*. De hecho, el 71% de las contrataciones crediticias se hicieron con estas tres entidades. Para más detalle véase Carrasquilla (1987).

[111] En opinión de Wiesner (1978), el decreto 444 fue la pieza central dentro del desarrollo cambiario del país durante los siguientes 30 años, consagrando el control de cambios como norma con alguna flexibilidad.

[112] El control de cambio estuvo acompañado por una la nueva reglamentación que incentivaba las exportaciones e imponía mayores restricciones a las importaciones.

promedio superiores al 45% durante el segundo semestre de 1968 (Gráfico III.1). Por esta razón, la autoridad monetaria debió implementar un paquete de medidas de estabilización monetaria encaminadas a que la expansión de la base no se transmitiera a los medios de pago, la variable objetivo de la Junta Monetaria (JM). Las medidas de política estuvieron basadas en una elevación significativa de los encajes y la esterilización del dinero base a través de la contracción del crédito interno.

Desde enero de 1967, los asesores de la JM mostraron su preocupación por la situación y sugirieron a los miembros comenzar una nueva política de estabilización gradual incrementando en 5 puntos el encaje ordinario en el primer trimestre del año. Un año después, en marzo de 1968, tras una sucesión de aumentos, el nivel de encaje sobre los depósitos a la vista había sido elevado de 24% a 34%, el más alto nivel desde que se otorgara a la JM la facultad de fijar este instrumento por encima del 30% (Gráfico II.3). A pesar de algunas voces contradictorias[113], los miembros de la JM estuvieron de acuerdo en continuar la postura contraccionista. Si bien se aceptó que tales restricciones tenían efectos negativos, no podían ser compensadas con mayores emisiones primarias pues eso generaría mayor presión sobre las divisas[114]. De esta forma, los encajes siguieron aumentando durante los años 1969 y 1970. De hecho, la revisión de las actas de la JM durante este tiempo revela el compromiso de sus miembros

[113] Los representantes del sector bancario se opusieron a las medidas argumentando los efectos negativos que sobre la rentabilidad del sector generaban los aumentos del nivel de encajes. Fuente: Revista del Banco de la República, primer semestre de 1967.

[114] La única política compensatoria implementada fue el aumento de dos puntos en el cupo especial de redescuento en el Banco de la República destinado a compensar las bajas de depósitos de los bancos comerciales (Resolución No. 52 de 1968)..

para alinear el crecimiento de los medios de pago con el de la producción real[115]. La postura contraccionista se afianzó entre septiembre y octubre de 1969 con un nuevo aumento de los encajes ordinarios que alcanzaron 35%, el nivel más alto desde la creación del instituto Emisor[116].

Como complemento a esta política, para evitar el crecimiento desbordado de la base resultado del incremento de de las reservas internacionales se llevó a cabo una contracción del crédito interno. De hecho, desde la implementación del nuevo régimen cambiario, el crédito interno bruto del Banco de la República, como porción de la base monetaria, bajó de 150% en marzo de 1967 a 88% en diciembre de 1969[117] (Gráfico II.1).

Como es posible apreciar, la política de estabilización fue exitosa al permitir la acumulación de divisas que requería el país sin poner en peligro la estabilidad de los medios de pago y del nivel de precios. Incluso en 1968 se observó una tasa de inflación de tan solo 6,5%. Así mismo, los medios de pago mantuvieron un crecimiento anual promedio de 16% en los cinco años posteriores a la implantación del nuevo régimen cambiario en 1967 a pesar de la considerable expansión de la base monetaria cuyo promedio en ese mismo periodo fue de 23%. Más aún, su desviación estándar se redujo significativamente al pasar de

[115] En la sesión de la JM celebrada a comienzos de 1969 se evidencia la preocupación del Ministro de Fomento sobre el tema ya que, según cifras reportadas por los asesores, el crecimiento del dinero durante 1968 se revelaba superior al crecimiento del producto interno bruto.

[116] Como se describió en el segundo capítulo, estos elevados niveles del encaje motivaron las discusiones al interior de la Junta sobre las medidas e instrumentos de política complementarios al encaje pues según el parecer de la autoridad, comenzaba a verse un agotamiento en este instrumento.

[117] Entre lo cual cabe resaltar la contribución positiva del gobierno a la política de estabilización dado que el crédito primario al gobierno había bajado cayó tan sólo en 1969 de $3.075M..a $2.584M. Lo cual fue permitido por la política fiscal austera que devolvió el equilibrio presupuestal entre 1967 y 1969.

9.1% a 2.9%, señal de que el nuevo régimen cambiario permitió un mayor control del crecimiento monetario (Gráfico III.1)[118].

8/ Bonanzas Cafeteras y Política Monetaria, 1975-1978.

En la segunda parte de la década de 1970, la autoridad monetaria se enfrentó a uno de los mayores desafíos desde la promulgación del nuevo estatuto cambiario en 1967: el aumento excepcional en los precios internacional del café que, si bien jalonó la actividad económica[119], también se tradujo en aumentos de la oferta monetaria y en el nivel de precios producidos por una extraordinaria acumulación de reservas internacionales (Gráfico III.2 y III.4). Nuevamente, el choque externo hizo que la respuesta de política monetaria estuviese dirigida a contrarrestar los efectos sobre los medios de pago y el nivel de precios.

Desde mediados del año 1975 hasta el primer trimestre de 1977, el precio del grano tuvo un extraordinario aumento pues en menos de 20 meses se elevó desde US$0.6 a US$3.3 por libra (Gráfico III.6)[120]. La política monetaria, aunque inicialmente expansionista[121], rápidamente se tornó contraccionista. El encaje ordinario fue aumentado gradualmente y se fijó un encaje marginal del 100% sobre los nuevos depósitos[122]. Además, se desincentivó el acceso a los

[118] Vale la pena recordar del capítulo anterior que este mayor "control" se dio también a costa de una mayor represión financiera.
[119] El crecimiento real anual tuvo un período de auge, explicado por el desempeño del sector externo, llegando a registrar crecimientos anuales reales de 8.5% en 1978 (GRECO, 2002) no vistos desde los años de la posguerra.
[120] La causa fundamental del aumento fueron las heladas sobre los cafetales del Brasil.
[121] Hasta el momento del choque en el precio del grano, la política había sido dirigida hacia la disminución en el encaje ordinario Además, se habían eliminado el requisito de depósitos previos de 100% para obtener licencias de cambio para el pago de importaciones.
[122] Resolución 65 del año 1975.

préstamos externos y se tomaron medidas para acelerar los pagos al exterior[123]. En febrero de 1976 la Junta Monetaria eliminó el encaje marginal de 100% y aumentó a 39,5 el encaje ordinario, elevándolo hasta llegar a 43,5 puntos en mayo del mismo año.

Sin embargo, ante la magnitud del choque en reservas[124], el paquete de medidas antes descrito no fue suficiente ya que los medios de pago crecían, a mediados de 1977, a tasas anuales cercanas al 45%, lo que se reflejó en tasas de inflación mayores al 40% (Gráfico III.2). Además, como se recordará del capítulo anterior, este episodio estuvo caracterizado por las opiniones en contra de la eficacia de la política de encaje para manejar el alto crecimiento de los medios de pago producto de la bonanza cafetera. En opinión del propio Gerente del Emisor, los altos niveles del encaje mostraban la disminución en la operatividad de éste que era hasta entonces el principal instrumento de política[125].

A pesar de que a mediados del año 1977, el precio del café cayó de su nivel más alto de US$3.19 por libra hasta US$1.73 a finales del mismo año y la acumulación de reservas se desaceleró, un nuevo aumento en los precios del café volvería a reforzar las medidas contraccionistas de política monetaria. A mediados de 1978, una nueva helada en Brasil produjo un aumento abrupto en los precios del café. Para evitar que, nuevamente, la espiral entre reservas, dinero y precios comenzara

[123] Además, se reglamentó el mecanismo de títulos canjeables por certificados de cambio. Véase las Resoluciones # 57, 59 y 65 de 1975.

[124] Las reservas internacionales pasaron de ser US $396 M. en junio de 1975 a ser US $ 1172 M. en diciembre del siguiente año. Por consiguiente, a pesar de las medidas antes anotadas, en el mismo lapso de tiempo, la base monetaria se duplicó al pasar de cerca de 26 mil M. a 52 mil M.

[125] Véase el análisis del capítulo anterior. Cabe subrayar la importancia que comenzaron a tener otros tipos de instrumentos de control monetario como los certificados de cambio vigentes desde el Decreto 444 de 1967. Ver capítulo anterior.

a operar, las autoridades monetarias emprendieron una política monetaria mucho mas estricta que se prolongó hasta finales de 1979: se aumentó el encaje de los certificados de depósito a término de las corporaciones financieras, se limitó y encareció el acceso de los bancos a los recursos de crédito interno, se incrementó el descuento de los certificados de cambio y se trató de eliminar la utilización de recursos de emisión por parte de los fondos financieros. Debido al repunte de los precios del café la Junta debió aplicar nuevamente el régimen de descuentos y plazos a los certificados de cambio del café[126].

El resultado de esta orientación de política en 1979 fue medianamente exitoso, ya que se logró la menor tasa de crecimiento de los medios de pago del último quinquenio, pero la inflación volvió a dispararse pasando de niveles cercanos al 15% a mediados de 1978 a 30% a finales de 1979. La siguiente frase resume la importancia que le dieron las autoridades monetarias al uso de las operaciones de mercado abierto para lograr este objetivo: *"La pieza clave de control monetario durante los últimos meses del año, fue la colocación en el mercado de los títulos de participación que congelaron en pocos meses cerca de $ 7.000 M., monto equivalente a 5,4% de la base".*[127] El éxito en esta oportunidad de las colocaciones de títulos por parte del Banco de la República radicó en hacerlos más competitivos frente a los documentos fuera del mercado institucional. La emisión de los Títulos de Participación hecha a finales de 1979 fue por valor de $10.000 M., contaban con

[126] Además, se llegó a un acuerdo entre el gobierno, los exportadores de café y la Federación de Cafeteros, para centralizar la comercialización del grano en manos de esta última. Con esto, se buscaba evitar posibles movimientos especulativos. Esta medida causó un incremento en las cantidades exportadas, llegando al volumen más alto exportado en la historia, y un aumento del 12% al 20% de la participación en el mercado mundial del café. Esto explica por qué, aunque el aumento en el precio fue menor al evidenciado entre 1975 y 1977, el crecimiento de las reservas internacionales fue mucho mayor.

[127] **Revista Banco de la República.** Diciembre; 1979. Pág. 1784.

plazos entre 15 y 90 días y con rendimientos nominales que variaban entre 28% y 32%[128].

Los episodios de bonanzas cafeteras vividos durante el segundo lustro de los años setenta no sólo son otro ejemplo de la forma como los choques externos fueron el principal determinante en la evolución de los medios de pago en Colombia durante el siglo XX sino que muestran la evolución en los instrumentos de control monetario para hacer frente a movimientos adversos del sector externo.

9/ Crisis de la deuda, 1981-1984.

Los años 80 iniciaron con los coletazos de la recesión en los países industrializados a finales de la década anterior. El alza en las tasas de interés norteamericanas[129] elevó el costo de la deuda externa en los países Latinoamericanos y produjo declaraciones de moratoria en los pagos en un periodo conocido como el de la "crisis de la deuda". A pesar de que en Colombia los efectos de la crisis fueron moderados y se reflejaron en una desaceleración de la actividad económica[130], el país experimentó serios desequilibrios macroeconómicos. En primer lugar, el menor ritmo de las exportaciones y, sobre todo, la escasez de crédito externo provocaron una fuerte caída en el stock de divisas oficiales (Gráfico III.4). En segundo lugar, el déficit fiscal alcanzó niveles cercanos al 4% del PIB, el más alto hasta entonces en el siglo XX (Gráfico III.8).

[128] Así como la participación de los cuasidineros en la oferta monetaria ampliada había ganado participación debido al cubrimiento por parte de los agentes contra mayores niveles de inflación, los Títulos de Participación se convirtieron en activos financieros líquidos que cumplían el mismo objetivo y le permitían a las autoridades monetarias contar con un instrumento efectivo. Véase, Echeverry, J.C. (1996).

[129] En Estados Unidos, la tasa de interés de los CDT's a 3 meses en el mercado secundario alcanzó el punto más alto registrado en la historia del siglo XX, llegando a niveles superiores al 15%. Fuente: GRECO (2002).

[130] En Colombia el crecimiento anual promedio del PIB real se desaceleró y entre 1981-1985 fue en promedio igual a 2,3%. Sin embargo no hubo años con crecimientos negativos lo cual contrastó con las caídas reales en la producción de otras naciones latinoamericanas durante ese mismo período.

Frente a este panorama macroeconómico, como se detallará a continuación, la autoridad monetaria estableció como su principal objetivo la reactivación económica a través de una política expansionista.

A mediados de 1981 el Ministro de Hacienda Wiesner, al analizar las perspectivas económicas de 1981 y 1982 describió las opciones de política monetaria existentes al plantear el "*riesgo de un terrible dilema* (entre) *hacer la expansión con crédito inflacionario o aceptar aún más bajas tasas de crecimiento y de empleo*"[131]. La evidencia muestra que, entre 1981 y 1984, la escogencia de política se dirigió hacia el crédito inflacionario. El relajamiento de la política monetaria se reflejó principalmente en el aumento sostenido del crédito primario del Banco de la República a los bancos comerciales y, en mayor medida, al gobierno central. Tan sólo este último rubro aumentó del 5,2% al 12% del PIB entre 1981 y 1984 lo que permitió financiar la política fiscal expansionista[132] (Gráfico III.5). Así mismo el gobierno hizo un mayor uso de las utilidades provenientes de la valorización de las reservas internacionales a través de la Cuenta Especial de Cambios (CEC) del Banco de la República[133]. Como complemento a esta política expansionista, entre 1981 y 1982 se desmontaron las medidas contraccionistas implementadas para evitar el desborde monetario

[131] Fuente: **Revista del Banco de la República**. Julio 1981.

[132] Uno de los rubros del gasto público que tuvo mayor incremento durante ese período fue el de infraestructura con la construcción y expansión de vías. Tan sólo entre 1980 y 1984, el rubro de Obras Públicas del presupuesto público pasó de $20 mil M. de pesos a $ 38 mil M. (DNP, 1999).

[133] Para un análisis detallado de este mecanismo de financiación fiscal y sus implicaciones macroeconómicas véase Montenegro, A. (1983)

durante la bonanza cafetera a finales de los años 70 y se impusieron controles a las importaciones[134].

Entre 1983 y 1984, a pesar de la desacumulación de reservas oficiales, el crecimiento de los medios de pago creció a tasas de 20%, ritmo muy similar al observado durante los años anteriores. Por su parte, la tasa de inflación había bajado a 15%. La satisfacción por estos resultados y por el papel activo que jugó el Banco de la República en este proceso fue comentado por el Gerente del Emisor así:

"*La política monetaria debía constituirse entonces en apoyo sustancial de la estrategia de reactivación, no solo garantizando la irrigación de crédito suficiente a la economía de forma tal que las acciones en otros frentes no se vieran condenadas al fracaso por limitaciones de orden monetario e insuficiencia de canales que les permitiesen traducirse en aumentos efectivos en el producto y el empleo, sino, además mediante la orientación selectiva de recursos crediticios hacia sectores específicos de reconocida importancia en la actividad productiva y de alta participación en empleo así como para auxiliar las actividades seriamente afectadas por la recesión.*" [135]

El Gobierno se constituyó entonces en el principal motor de la economía y, dado que el crédito externo se encontraba cerrado, el Banco de la República se convirtió en su principal fuente de recursos. La contraparte de ello fue un aumento del déficit fiscal durante los primeros años de la década financiado con emisión primaria.

---

[134] Se liberaron los recursos congelados por concepto del encaje marginal (Resolución 4 de 1982) y se redujeron los depósitos previos de importación de bienes de utilización inmediata de 35% a 20% y se eliminaron completamente en el caso de los bienes de capital, además de aumentarse la flexibilidad a los plazos vigentes para efectuar giros al exterior. También se levantaron las limitaciones al acceso de los bancos comerciales al cupo ordinario de crédito del Banco de la República para subsanar deficiencias transitorias de liquidez; y por último, mediante la Resolución 6 se redujeron las restricciones existentes en el acceso al crédito externo.

[135] **Revista del Banco de la República**. Notas Editoriales. Septiembre de 1983. Pág. 6

Sin embargo, el paquete de medidas puestas desde 1982 mostró su agotamiento en 1984. A pesar de que se habían hecho esfuerzos en el frente externo concentrándose en la reversión de la liberalización de importaciones ocurrida en los años setenta, las medidas no habían atacado el creciente problema del desequilibrio fiscal. La política de reactivación económica centrada en el gasto público y financiada a partir de emisión primaria pasó a constituir un factor fundamental del desequilibrio de la economía con apreciables costos pues contribuyó al deterioro del sector externo y agudizó las distorsiones monetarias por la ausencia de mecanismos de financiación fiscal diferentes a la emisión (Garay, L. J. y Carrasquilla, A., 1987). Este hecho, aunado al creciente deterioro de la cuenta corriente aumentó las expectativas de devaluación y la fuga de capitales llevando al país a las postrimerías de una crisis cambiaria. En pocas palabras, la política llevada a cabo entre 1982 y 1984 que había logrado diferir el impacto de la salida de capitales y la caída en los términos de intercambio mediante una acelerada perdida de reservas internacionales había llegado a su agotamiento y requería un ajuste severo.

Ante la delicada situación, el presidente Betancur posesionó un nuevo equipo económico en cabeza del Ministro de Hacienda Junguito quien llevó a cabo un programa de saneamiento macroeconómico de corte ortodoxo. En primer lugar, se elevaron los impuestos y recortaron los gastos públicos para atacar el creciente problema fiscal. Además de la reforma tributaria que acompañó esta política, también se eliminó el esquema de apropiación automática de las utilidades de la CEC, y se introdujeron mecanismos de financiación del déficit

distintos a la emisión primaria[136]. En segundo lugar, para equilibrar el sector externo se adoptó un ajuste cambiario acelerado dentro del sistema de crawling peg que se tradujo en una devaluación cercana al 43% en 1985 (Gráfico III.10). Los resultados del nuevo paquete de medidas fueron rápidos y eficaces. Se logró cerrar la brecha fiscal (Gráfico III.8) y su financiación con emisión primaria (Gráfico III.5) y la devaluación nominal permitió revertir la revaluación real que venía desde los años setenta (Gráfico III.9) contribuyendo a cerrar el déficit en cuenta corriente.

En síntesis, durante el período de la Crisis de la Deuda de principios de la década de 1980, el Gobierno Central se convirtió en el eje fundamental de la recuperación económica. Ante el cierre de los mercados internacionales de capitales, el Banco de la República se convirtió en la más importante fuente del financiamiento para la reactivación económica en una clara política contracíclica por parte de las autoridades monetarias. Sin embargo, a la postre esta política mostró su agotamiento pues buena parte de la emisión se reflejó en un drenaje de reservas oficiales y llevó al país ad portas de una crisis cambiaria. Para recuperar el equilibrio macroeconómico debió recurrirse a un paquete de medidas de ajuste de corte netamente ortodoxo que alejó el peligro de la crisis cambiaria y sentó las bases para recuperar las tasas de crecimiento históricas.

10/ Crisis de fin de siglo y política monetaria, 1996-2000.

En 1991, durante la administración Gaviria (1990-1994), se aceleró el proceso de liberación comercial y financiera de la economía colombiana que había comenzado desde el gobierno anterior. Entre las principales reformas

[136] Entre estos mecanismos sobresalió la colocación de los Títulos de Ahorro Nacional.

implementadas se cuentan la reducción del nivel de aranceles y de las restricciones a la libre movilidad de capitales[137]. Como se describió en el capítulo anterior, la reforma a la banca central colombiana fue una de las transformaciones institucionales más importantes. La nueva Constitución de 1991 le otorgó mayor independencia a la recién creada Junta Directiva del Banco de la República y le asignó como su responsabilidad principal la protección del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Si bien a comienzos de los noventas se presentaron dificultades para la implementación de la política monetaria originados en los flujos de capitales extranjeros[138], los mayores problemas se presentaron en la segunda mitad de la década cuando la economía colombiana experimentó la peor crisis económica de todo el siglo XX (Gráfico III.3). Luego de exhibir tasas de crecimiento anual promedio superiores al 5% entre 1992 y 1995, la economía colombiana mostró síntomas de desaceleración económica a partir de 1996. En este año el crecimiento se redujo a 2% y tras una leve recuperación en 1997, cayó al 0,6% en 1998 para desplomarse 4,6% en 1999, siendo la mayor contracción del producto de todo el siglo XX.

---

[137] También se aprobaron Leyes sobre el régimen laboral (Ley 50 de 1993) y de seguridad social (Ley 100 de 1994). El paquete de medidas pretendía adaptar el aparato productivo al nuevo entorno de liberalización comercial y financiera con el objetivo de lograr tasas de crecimiento mayores a las históricas (Echeverry, J.C.,; *et.al*. 2002)..

[138] El primer lustro de los años noventa bien merece ser analizado como otro episodio en la historia monetaria, lo cual, por razones de espacio, no podemos hacer en este trabajo. No obstante, vale la pena anotar la dificultad que tuvieron las autoridades monetarias para cumplir el nuevo mandato constitucional de reducir la inflación en el primer lustro de los noventas. El cumplimiento de éste se vio entorpecido por el control cada vez más difícil de los agregados monetarios debido a la entrada capitales extranjeros, llegando a registrar a comienzos de 1992 el crecimiento anual más espectacular del dinero base en toda la historia monetaria colombiana a lo largo del siglo XX (por encima del 80%). Fue en este contexto y con el objetivo de recuperar el control de los agregados monetarios que se decidió adoptar, a principios de 1994, un régimen de bandas cambiarias.

La recesión económica de finales de siglo se dio en medio de una compleja situación macroeconómica. Por un lado, las situación fiscal se había venido deteriorando desde mediados de la década y para 1998 el déficit fiscal del Gobierno Central había sobrepasado el 6% uno de los más altos del siglo (Gráfico III.8). Al mismo tiempo el déficit de cuenta corriente se había mantenido a niveles cercanos al 5% del PIB desde 1993 y en 1998 alcanzó 6,1%. El déficit fue financiado con endeudamiento externo tanto público como privado e inversión extranjera. Bajo estas circunstancias el país incrementó notablemente su endeudamiento externo, en particular el sector privado cuya deuda externa aumentó de 5% al 18% del PIB entre 1991 y 1998. Los flujos de capitales a los mercados emergentes comenzaron a disminuirse a partir de las crisis cambiarias en los países asiáticos y la posterior "crisis rusa" en 1998[139]. Ante el drenaje de financiación externa y la tardía devaluación real del tipo de cambio[140], el ajuste de la economía recayó en el sector real. Dicho de otra forma, la economía y en particular el sector privado tuvo que acomodarse a la restricción de financiación externa a través de un ajuste severo del gasto, en particular, del gasto privado. Así, la inversión y el consumo privados cayeron en 1999 -38,7% y -5,5%, respectivamente.

La elevación exagerada de la tasa de interés, como resultado de la defensa del tipo de cambio por parte de la autoridad monetaria ha sido visto como la causa

[139] La devaluación del Baht tailandés el 2 de julio de 1997 es considerado como el comienzo de la "crisis asiática" que rápidamente se propagó a las monedas de Malasia, Indonesia y finalmente Corea del Sur. La "crisis rusa" se sitúa en agosto de 1998 cuando el gobierno ruso suspende el tipo de cambio fijo y cesa los pagos de su deuda pública externa. La primera crisis de la región latinoamericana se dio con la devaluación brasileña de comienzos de 1999 cuando el gobierno de este país dejó de defender su tipo de cambio.

[140] Si bien la devaluación real del tipo de cambio comenzó en 1998, para 1994 el ITCR era igual que el exhibido en 1994 y considerablemente inferior al registrado al comienzo de la década (Gráfico III.9).

principal de de la contracción económica de fin siglo. El análisis presentado a continuación pretende aportar más elementos al debate que todavía prevalece en torno a la actuación de la política monetaria en este episodio.

La economía colombiana empezó a desacelerarse desde mediados de 1996 (Gráfico III.11). Como respuesta a esta situación, la política monetaria tomó un viraje expansionista. Así, tras una revisión de la situación monetaria a mediados de 1996, la JDBR decidió "*una irrigación de liquidez* (…) *teniendo en cuenta el menor nivel de actividad económica*"[141]. El principal instrumento de política contracíclica que se utilizó por parte del Banco de la República en 1996 fue el encaje. Los niveles de los coeficientes requeridos de encaje sobre los depósitos en cuenta corriente públicos y privados se redujeron de niveles de 70% y 41%, respectivamente, a un nivel único de 21% al tiempo que se eliminó el encaje marginal vigente (Villar, L.; 1998). Estas medidas tuvieron un efecto directo sobre la tasa de interés real, la cual se redujo desde 12.2% hasta 5.5% entre el segundo trimestre de 1996 y el cuarto trimestre de 1997[142].

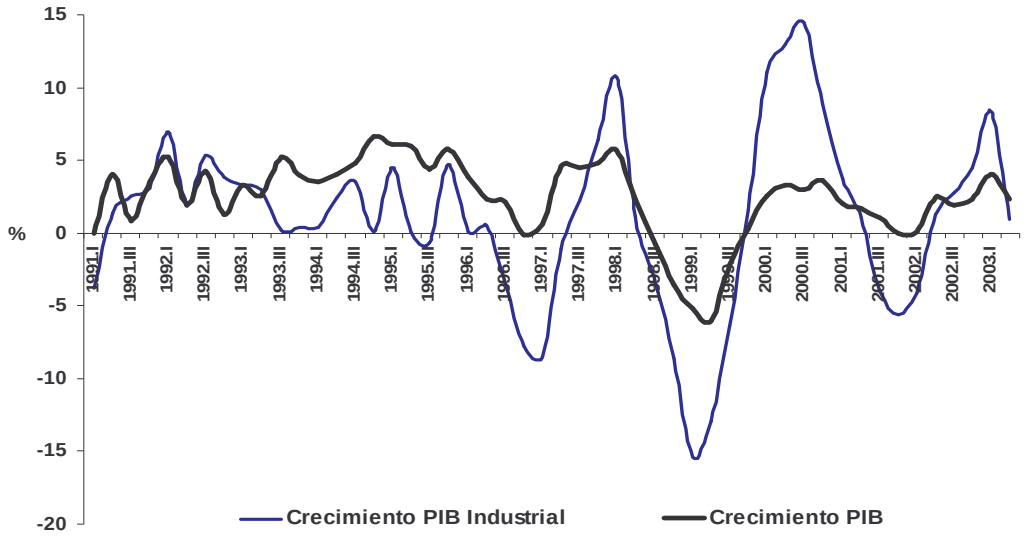
La política contracíclica tuvo un efecto real significativo pero breve. En los dos últimos trimestres de 1997, el PIB volvió a exhibir crecimientos anuales superiores al 4%. Incluso en el primer trimestre de 1998 esta cifra llegó a ser superior al 5% y la industria manufacturera llegó a crecer el 10%. No obstante,

[141] Fuente: Informe de la JDBR al Congreso de la República; Marzo de 1997. En este documento, se argumentó que tal medida era viable pues la oferta de dinero se encontraba por debajo de los nuevos corredores monetarios.

[142] Echeverry (2002) también documenta este episodio y lo cataloga como una clara "política keynesiana" del Banco de la República. Este autor argumenta que, no obstante, la decisión de política que mejor captura esta política contracíclica no fue el movimiento de los encajes sino la revisión al alza de los corredores monetarios. Sin embargo, en Hernández, A. (1998) se advierte que el movimiento de los corredores obedeció a una demanda de efectivo por encima de lo esperado, que no se tradujo en perturbaciones en la liquidez, como se refleja en la estabilidad del agregado M3.

en el segundo semestre de 1998 la economía vuelve a registrar cifras de crecimiento negativas (Gráfico III.11). La desaceleración económica se originó en el choque externo ocasionado por la crisis financiera internacional desatada en los mercados asiáticos que produjo el retiro masivo de los capitales de las economías emergentes. En Colombia esta salida representó la venta de reservas oficiales por más de US$1.300 durante 1998 que representaban el 15% del total de divisas oficiales.

Gráfico III. 11 Desempeño de la Actividad Económica Trimestral en los años 90



Fuente: DANE y Cálculos de los autores.

La política de defensa del tipo de cambio a lo largo de todo el año 1998 implicó también unos niveles históricamente altos en la tasa interbancaria (TIB) (Gráfico III.12). Desde principios del año, el Emisor tuvo que intervenir activamente en el mercado de divisas vendiendo en febrero US$411 M. Esta primera intervención

estuvo acompañada por un incremento de la banda de intervención de la TIB[143], que situó la tasa mínima en 23% y la máxima en 30% (Gráfico, III.12). Después de dos meses de tranquilidad cambiaria, durante los cuales el Banco suministró liquidez mediante la compra definitiva de títulos del Tesoro Nacional (TES) en el mercado secundario y flexibilizó el acceso a los cupos de redescuento, en mayo y junio el Banco tuvo que vender divisas por US$432 M y restringir el acceso de liquidez por parte de las entidades financieras. Ante la nueva presión cambiaria, la JDBR decidió suspender temporalmente la compra de TES y no reponer la liquidez que se perdía en el mercado monetario[144]. Como resultado de estas medidas, tanto la volatilidad como el nivel de la TIB se incrementaron mientras que los medios de pago exhibieron crecimientos anuales negativos por primera vez desde el episodio del "Pacto de Caballeros" en 1950 (Gráfico III.1).

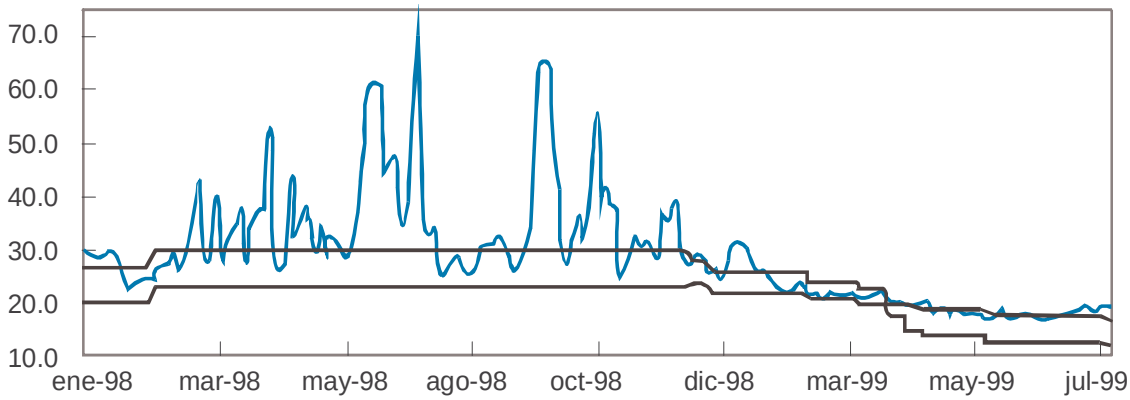
La política seguida durante los primeros tres trimestres de 1998 fue defendida de forma oficial por el Banco de la República así: "*la experiencia enseña que los casos de venta de reservas y el suministro compensatorio de liquidez tienden a ser autoderrotados cuando la economía sufre serios y crecientes desequilibrios externos y fiscales.* (...) *Lo anterior explica por qué el Banco de la República no compensó en su totalidad los efectos monetarios de las ventas de reservas internacionales realizadas en los meses de febrero, mayo y junio. Una política*

[143] Como se detalló en el capítulo anterior, la meta intermedia de política monetaria hoy por hoy es la tasa interbancaria sobre la cual se fija un corredor de intervención dentro del cual se permite que esta varíe libremente. Si la tasa de mercado se sitúa cerca del techo/piso de esta banda se decide intervenir en el mercado.

[144] Fuente: Informe de la JDBR al Congreso de la República; Marzo de 1999.

monetaria que tratara de expandir la cantidad de dinero ocasionaría una pérdida de reservas y muy probablemente modificaciones sucesivas a la banda"[145].

Gráfico III. 12 TIB y Corredores de Intervención del Banco de la República (%)



Fuente: Informe del Banco de la República al Congreso. Marzo de 2000

En efecto, la defensa de la banda cambiaria, sin duda la medida de política más polémica de este episodio también tenía como objetivo proteger la actividad económica de los efectos potencialmente nocivos de una eventual sobre reacción (*overshooting*) del tipo de cambio tras la devaluación, dado el alto endeudamiento privado acumulado desde comienzos de los años 90[146]. El entonces co-director del Emisor resume esta postura así: "*vale la pena preguntarse si, en una situación de pánico internacional que juzgamos como temporal, hubiera sido conveniente darse al traste con la estabilidad macroeconómica del país, permitiendo una sobre reacción del mercado cambiario que hubiera deteriorado aún más los balances de las empresas y del*

[145] Ver: **Informe de la JDBR al Congreso de la República,** Marzo de 1999.

[146] La teoría económica prevé que en presencia de rigidez del nivel de precios y expectativas de devaluación futuras, el tipo de cambio puede llegar a sobre reaccionar situándose transitoriamente por encima de su nivel de equilibrio de largo plazo generando una devaluación nominal temporal fuerte. Véase Dornbusch, R. (1976).

gobierno endeudados con el exterior y que, no sobra decirlo, hubiera desatado además nuevas y mayúsculas presiones inflacionarias"[147].

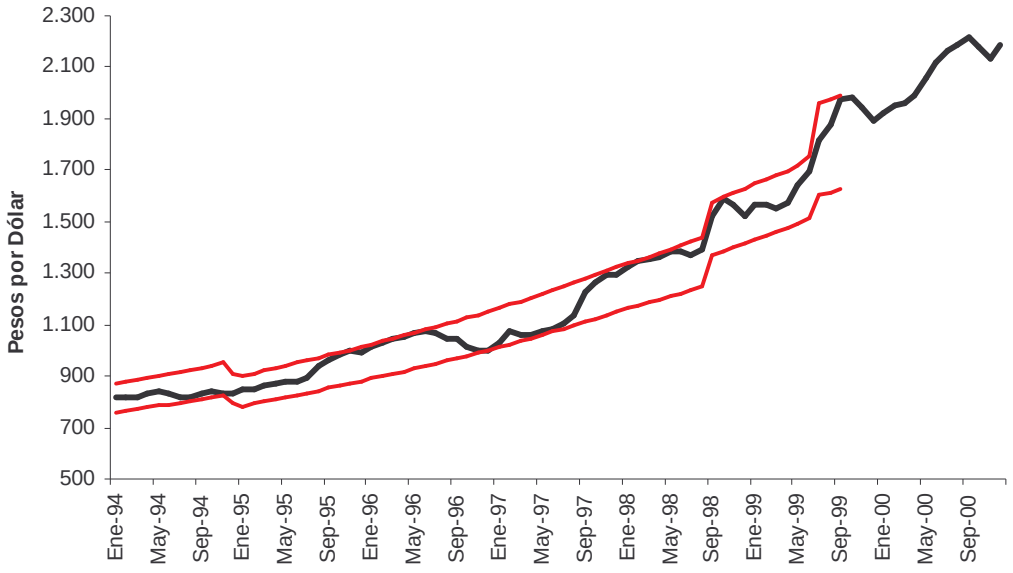
A partir del cuarto trimestre de 1998, bajo la nueva Admón. del Presidente Pastrana (1998-2002), la JDBR comenzó a modificar el perfil de la política monetaria con el propósito de devolverle estabilidad al mercado monetario, incrementar la liquidez de la economía y promover la reducción de las tasas de interés. Así, en septiembre de ese año, se dio un ajuste al alza en los corredores de la banda cambiaria permitiendo una devaluación anual hasta de 22% (Gráfico III.12). Así mismo, la política contracíclica se reflejó en la disminución de los encajes y en la modificación de los procedimientos para acceder a los apoyos ordinarios y especiales de liquidez. En el Gráfico III.14 es posible observar cómo el nivel de encaje promedio cae al mismo tiempo que toma fuerza la desaceleración en la actividad económica industrial. En noviembre de 1998 la JDBR efectuó la primera de una serie de reducciones de la franja de intervención de la TIB bajando el techo de 30 a 26 puntos y el piso de 23 a 22 puntos. Igualmente se estableció una tasa máxima de intervención en 30 puntos a la cual se ofrecía toda la liquidez demandada a un plazo de siete días[148]. Estas medidas permitieron una reducción gradual y sostenida de la TIB (Gráfico III.12) que, a su vez, ayudó a reducir el nivel de las tasas de mercado en términos reales (Gráfico III.15).

El efecto del paquete de medidas expansionistas se reflejó rápidamente en el crecimiento del dinero base y los medios de pago. A partir de noviembre de 1998

[147] Fuente: Kalmanovitz (1999) .
[148] Fuente: Informe de la JDBR al Congreso de la República; Marzo de 1999.

la base monetaria retornó al interior del corredor, después de seis meses de estar por debajo del límite inferior. La JDBR definió el corredor de la base monetaria, ajustándose a los criterios de programación macroeconómica, el cual permitía en su punto medio un crecimiento de 23.6% entre el final de 1998 y el final de 1999. Este incremento resultaba superior en 8.3 puntos porcentuales al incremento previsto en el PIB nominal de 15.3%. El mayor crecimiento permitido en la base era consistente con la intención de la autoridad monetaria de aumentar el suministro de liquidez a la economía y reducir la volatilidad de las tasas de interés. Con el mismo propósito se estableció un corredor indicativo para el M3B, el agregado monetario más liquido, con un crecimiento de 26.2%, que también superaba significativamente el crecimiento de PIB nominal[149].

Gráfico III. 13 Tasa de Cambio Nominal y Bandas Cambiarias

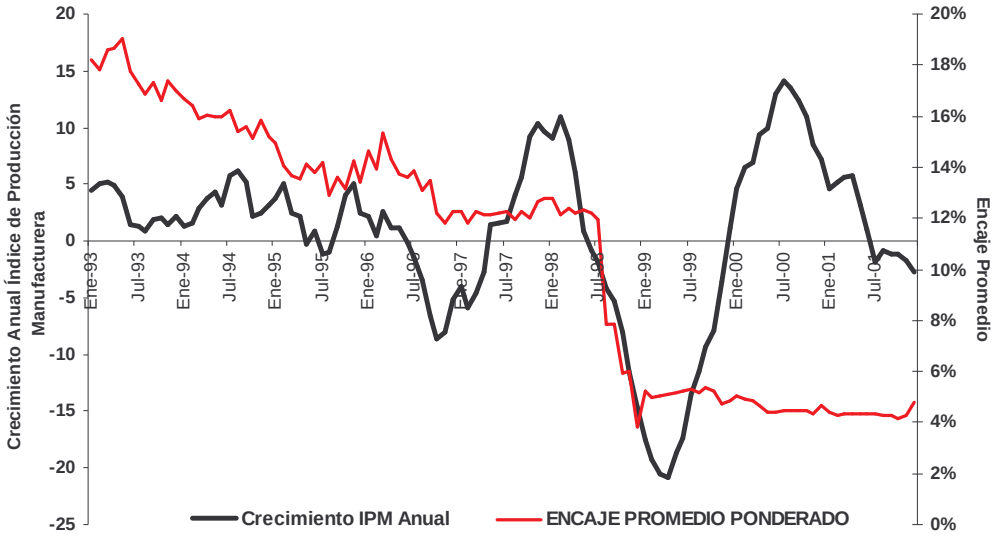


Fuente: Banco de la República.

[149] Fuente: Informe de la JDBR al Congreso de la República; Marzo de 2000. Dado que el PIB real decreció aproximadamente 5%, con una inflación observada en 1999 de 10%, el PIB nominal creció solo 5 puntos, haciendo que *expost* la política monetaria terminara siendo aún más expansiva.

Además de los corredores monetarios para 1999, la autoridad dio señales explícitas de querer seguir su política expansionista. Así, en el informe de la JDBR al Congreso de marzo de 1999 se afirmó "*en las actuales circunstancias la política monetaria puede contribuir a la reactivación de la actividad económica, toda vez que el logro de la meta de inflación aparece muy factible y se han estabilizado los mercados monetario y cambiario. (...) En consecuencia el Banco viene tomando las medidas necesarias encaminadas a facilitar la reducción permanente de las tasa de interés*"[150]. La postura expansionista hizo que se revirtiera la caída en los niveles del dinero base y los medios de pago, finalizando el año 1999 con un crecimiento de 41% y 22% respectivamente.

Gráfico III. 14 Encajes Promedio y Producción Manufacturera

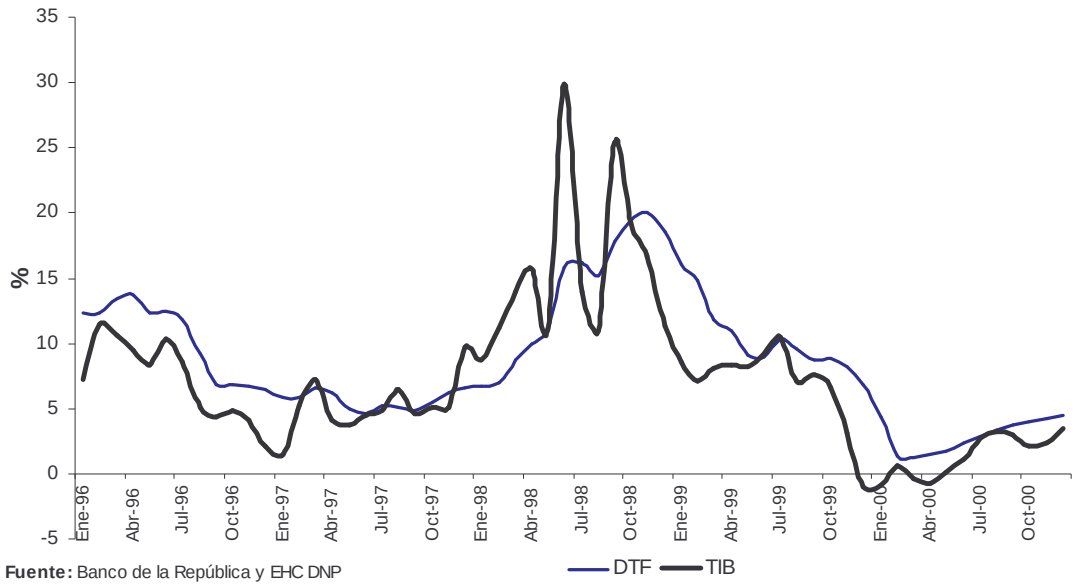


Fuente: DANE, Banco de la República y Cálculo de los autores.

[150] Fuente: Capítulo **Metas y Proyecciones** en Informe de la JDBR al Congreso de la República; Marzo de 1999. En su Nota Editorial de abril de 1999 sobre la fijación de los corredores monetarios, el gerente afirmaba que "(...) *los actuales corredores monetarios son coherentes con las reducciones observadas en las tasas de interés y podrían soportar reducciones adicionales, lo que facilitaría la reactivación de la economía sin comprometer el logro de la meta de inflación de este año*".

A pesar de la política monetaria expansionista iniciada desde la segunda mitad de 1998 y durante 1999, la actividad económica se deterioró dramáticamente. El PIB trimestral cayó 7% en el segundo trimestre de 1999 mientras que el año cerró con una contracción de 4,6%. Al respecto, los trabajos académicos han señalado que la ineficacia de la política expansionista y la poca reacción de la actividad económica se debieron a la ruptura del canal del crédito[151] y a los cambios en canal tradicional de transmisión de la política monetaria que hicieron menos efectiva a la política monetaria[152].

Gráfico III. 15 Tasas de Interés en términos reales



Fuente: Banco de la República y EHC DNP

[151] Esta ruptura implica que, a pesar de la irrigación de liquidez primaria por parte del Banco de la República, el sistema financiero decidiese no prestar dichos recursos debido a una percepción del incremento en el riesgo crediticio. El canal del crédito captura el hecho de que la política monetaria no actúa solamente por medio de la tasa de interés del mercado de bonos, sino también por medio de su impacto independiente sobre la oferta del crédito. Es decir, si bien sigue habiendo un efecto a través de los precios, la tasa de interés, se contempla otro canal adicional, a través de la variable de cantidades, el volumen de créditos. Véase Bernanke y Blinder (1988), Echeverry y Salazar (1999), y Carrasquilla, A. et.al, 2000).

[152] Los cambios en el canal tradicional de crédito conlleva a que, a pesar de la política contracíclica realizada en las recesiones de 1996 y 1999 el Banco de la República no estuvo en capacidad de contrarrestar un ciclo económico más sensible a otras variables como los flujos externos de capitales o la tasa de interés (Fernández, 2003).

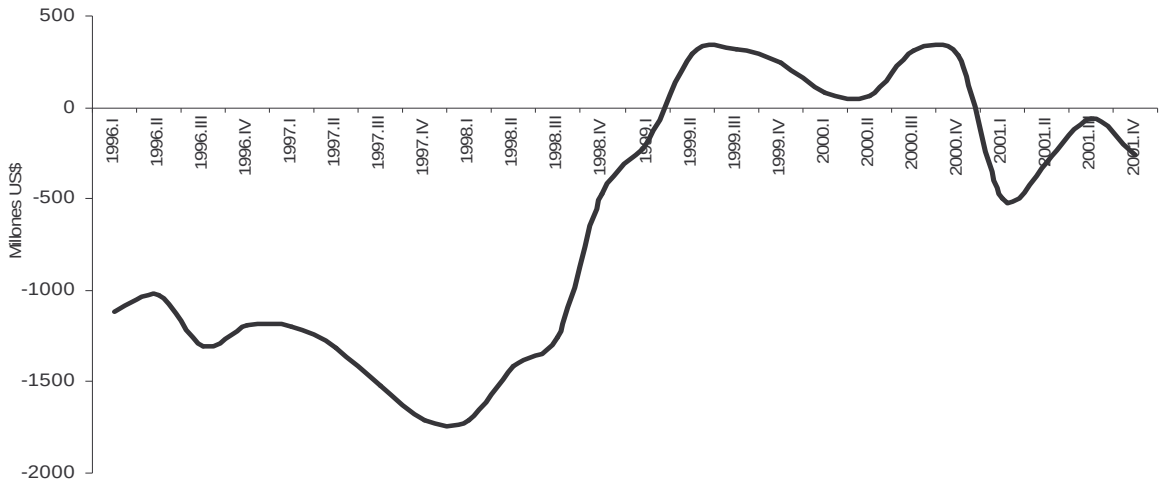
En adición, el mecanismo de ajuste del sector externo a través de la devaluación del tipo de cambio operó en forma tardía pues la decisión de defender el tipo de cambio (manteniendo la banda cambiaria) continuó durante los tres primeros trimestres de 1999 a pesar de que el primer trimestre de ese año el déficit de la cuenta corriente era bastante pequeño y en el segundo se había alcanzado superávit (Gráfico III.16).

Así, aunque la defensa del tipo de cambio bajo el esquema de bandas cambiarias se justificó hasta finales de 1998 por la considerable magnitud del déficit en cuenta corriente, la continuación de esa política en 1999 impidió llevar a cabo una devaluación más temprana que hubiera permitido tanto un aumento de las exportaciones como una pronta recuperación del canal de crédito[153]. De esta forma, el superávit de cuenta corriente generado en 1999 fue resultado de la contracción de la demanda interna privada que habría sido menor si el abandono del sistema de bandas cambiarias se hubiese llevado a cabo dos o tres trimestres antes[154]. La magnitud del ajuste se reflejó en una reducción de la inflación superior a la programada. De hecho, el incremento en el nivel de precios fue inferior en casi 6 puntos a la meta inicialmente programada por el Banco de la República de 15% para 1999 (Gráfico III.17).

[153] Esto último en la medida en que la existencia de la banda cambiaria mantenía las expectativas de devaluación e incentivaba la preferencia por activos en moneda extranjera.

[154] Si bien la tasa de cambio se situó en la mitad de la banda cambiaria durante el primer semestre de 1999, esto no puede asociarse con un equilibrio del mercado cambiario pues durante los primeros siete meses de 1999 esto se consiguió gracias a la venta de US$450M., cerca del 6% del stock de divisas.

Gráfico III. 16 Saldo en Cuenta Corriente

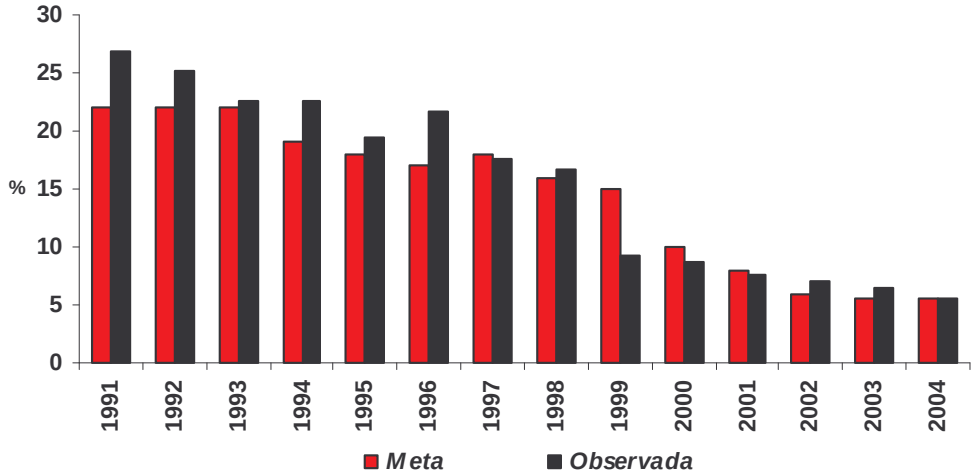


Fuente: Banco de la República

Tras un nuevo movimiento al alza de los corredores cambiarios a mitad de 1999, el tipo de cambio continuó "pegado" al techo de la banda por lo que las autoridades decidieron, en septiembre de 1999, el abandono definitivo del sistema de bandas cambiarias[155]. La flotación cambiaria se adoptó en conjunto con el anuncio de un acuerdo con el FMI en el que se establecía un programa de ajuste macroeconómico por lo siguientes 3 años que permitió imprimirle credibilidad al transito hacia un régimen de cambio libre. Con posterioridad a esta medida, la tasa de cambio tuvo una notable estabilidad (Gráfico III.13), permitiendo continuar con la política de reducción en los tipos de interés llevada a cabo por el Emisor.

[155] Cabe anotar que el abandono de la banda no estuvo desprovisto de posiciones enfrentadas entre los propios co-directores del Banco de la República. Véase Flórez, L. y Hernández, A. (1999).

Gráfico III. 17 Inflación observada y meta de Inflación desde 1991



Fuente: Banco de la República y DANE

La crisis de fin de siglo es sin duda alguna uno de los episodios más complejos de la historia económica colombiana. La decisión de defensa del tipo de cambio a lo largo de 1998 buscó evitar -según el Banco de la República- una situación mucho más recesiva producida por un eventual salto del tipo de cambio. Sin embargo, la prolongación de esta política durante 1999 pudo haber profundizado la recesión económica a pesar de la política monetaria expansiva llevada a cabo incluso desde la segunda mitad de 1998.

Resumen y Conclusiones

El objetivo de esta investigación fue presentar en forma comprehensiva y resumida algunos de los principales temas de la historia monetaria colombiana durante el siglo XX. Se escogieron tres temas: 1) las relaciones del dinero con otras variables económicas en el marco de la historia económica colombiana; 2) la evolución de la banca central y 3) el análisis de algunos de los episodios

económicos relevantes en los cuales la política monetaria cumplió un papel decisivo.

Aunque existen innumerables trabajos en la literatura económica colombiana que examinan la relación de los movimientos del dinero con los precios, los ciclos económicos y otras variables económicas, muy pocos abordan esas relaciones dentro del contexto histórico y si lo hacen es para períodos determinados. Esta investigación inscribe las relaciones del dinero con otras variables económicas en el marco de la historia económica colombiana. Al respecto, los principales resultados permiten descartar la existencia de una relación sistemática tanto entre el crecimiento del dinero y el de la producción real como entre la inflación y el crecimiento real del producto o curva de Phillips. Por su parte, los resultados confirman una significativa relación entre el crecimiento del dinero y el del nivel de precios. La evidencia muestra que entre 1923 y 1991 la tasa de crecimiento de los medios de pago aumentó lo que llevó a un incremento *pari passu* de la inflación.

Ahora bien, el crecimiento de los medios de pago durante el siglo pasado estuvo explicado por el crecimiento del dinero base, que a su vez, dependió en buena parte de los cambios en las reservas internacionales. De hecho, la creación del Banco de la República en 1923, el primero de los episodios estudiados en el capítulo tres, tuvo como objetivo, entre otros, remediar la rigidez de la oferta monetaria que esta dependencia había traído. Dos ejemplos adicionales de esta dependencia fueron la Gran Depresión en 1929 y las bonanzas cafeteras de los años setenta. Mientras que en el primero de estos dos episodios la caída de las

reservas se reflejó en la reducción de más de la mitad de los medios de pago; en el segundo, la mejora en los términos de intercambio produjo una acelerada acumulación de divisas oficiales que redundó en mayores tasas de crecimiento del circulante.

La segunda fuente de crecimiento de la base fue la emisión primaria para la financiación del déficit público. En dos episodios reseñados en este trabajo los efectos de esta financiación juegan un papel preponderante. Estos son los desequilibrios fiscales vividos entre los años 1961 y 1962 bajo las administraciones de A. Lleras Camargo y G. León Valencia y la política de expansión fiscal tras la crisis de la deuda a comienzo de los años ochenta, financiada casi por completo con emisión primaria. En ambos casos operó el mecanismo de compensación explicado en el primer capítulo según el cual, el crecimiento monetario superior a la liquidez demandada se traduce en una caída de las reservas oficiales. En ambos casos el resultado final fue una devaluación considerable del tipo de cambio.

Finalmente, otra conclusión del trabajo está relacionada con el comportamiento de la autoridad monetaria ante la evolución de los objetivos internos, específicamente en términos de crecimiento económico e inflación. A pesar de que durante todo el período de estudio, la política monetaria debió operar bajo un régimen cambiario controlado, los resultados del primer capítulo permitieron identificar un comportamiento proclive a la esterilización del los flujos de activos externos por parte del Emisor. Esta actuación del Banco evidencia no sólo la importancia de los objetivos internos en la toma de decisiones de política

monetaria, sino el hecho de que la autoridad no se mostró “pasiva” ante la evolución de los acontecimientos macroeconómicos. Es más, la autoridad monetaria buscó y desarrolló a través del siglo más y mejores instrumentos de política monetaria que le permitieron un mayor control monetario y una más alta injerencia sobre la actividad económica. Aunque también se mostró cómo en algunos años, en particular entre 1950 y 1975, la mayor injerencia de la autoridad conllevó también un aumento de la represión financiera que fue en detrimento de la profundización del sistema financiero.

Después de abandonar en 1931 el Patrón Oro y devaluar la tasa de cambio nominal, la autoridad monetaria colombiana siguió entre 1932 y 1939 una política expansionista, a través de aumentos en los préstamos y descuentos al gobierno que permitió una rápida recuperación de la actividad económica. No obstante desde 1941 y hasta 1945, el Banco de la República llevó a cabo una fuerte política contraccionista para contrarrestar las presiones inflacionarias originadas en la acumulación de reservas internacionales a su vez resultado del cierre de las importaciones. El “Pacto de Caballeros” en 1951 fue también un episodio de política contraccionista que utilizó el heterodoxo instrumento de racionamiento del crédito bancario para el control de precios. No obstante, las políticas de desinflación de la Segunda Guerra y de 1951 tuvieron relativo éxito a pesar los rudimentarios instrumentos de política con los que contaba la autoridad en ese entonces. Durante los años cincuenta las autoridades monetarias recibieron la influencia del pensamiento monetario mundial que propendía por un modelo de Banca Central más intervencionista utilizando entre otros instrumentos el crédito

dirigido a los sectores escogidos, el control a tasa de interés, los tipos de cambio múltiples, los encajes y las inversiones forzosas.

Por último, la crisis de fin de siglo es sin duda alguna uno de los episodios más complejos de la historia económica colombiana. La decisión de defensa del tipo de cambio a lo largo de 1998 buscó evitar -según el Banco de la República- una situación mucho más recesiva que hubiera producido una devaluación abrupta del tipo de cambio. Sin embargo, la prolongación de la política de defensa durante el primer semestre de 1999 pudo haber profundizado la recesión económica. En adición, la evidencia muestra que a pesar de que la política del Emisor sí mostró una respuesta expansionista contracíclica esta no tuvo éxito por la inoperancia del canal del crédito y porque tras las reformas estructurales de comienzos de los años noventa, la economía colombiana parece exhibir un ciclo económico más corto y profundo, y más sensible a los choques externos.

Bibliografía

Actas de la Junta Directiva del Banco de la República. Varios Años.

Actas de la Junta Monetaria. Varios Años.

Alviar, O. (1964). El Banco de la República y sus Funciones. Revista del Banco de la República.

Alviar, O. (1974) Instrumentos de Dirección Monetaria en Colombia. Tercer Mundo Editores.

Alviar, O. (1976). “Bancos comerciales y cajas de ahorro en los mercados de dinero”. En Gómez, *et.al.* Lecturas sobre moneda y banca en Colombia. Fondo Cultural Cafetero (1976).

Anales del Senado. (1930) Proyecto de ley por el cual se modifica la Ley 25 de 1923, orgánica del Banco de la República, Bogotá.

Andrade, J. A. (1927). El Banco de la República: nociones sobre su organización y funcionamiento. Bogotá: Minerva , 1927.

Avella, M. (1983) El dinero en Colombia: 1923-1950. Antecedentes, organización institucional y política monetaria. Tesis de Magíster en Economía. Universidad de los Andes

Avella, M. (1987) Pensamiento y Política Monetaria en Colombia, 1886-1945. Contraloría General de la República. Bogotá.

Alesina, A. Carrasquilla, A. Steiner, R. (2000). The central bank in Colombia. Fedesarrollo.

Arias, A. Carrasquilla, A. Galindo, A. (2002) Efectos en bienestar de la represión financiera. Documento CEDE. 2002-02

Bejarano, J. (1987). "El despegue cafetero, 1900-1928". En Historia Económica de Colombia. Siglo XXI Editores, Bogotá.

Bernanke, B, Blinder, A (1992), The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission, American Economic Review # 82.

Bordo, M y Kydland, F., The Gold Standard as a rule. Working Paper 9205, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Botero de los Ríos, R. (1963). Breve exégesis de las funciones monetarias del Banco de la República. Revista del Banco de la República. Agosto, 1963.

Brunner, K. y Meltzer, A. H. (1968). Liquidity Traps for Money, Credit and Interest Rates. Journal of Political Economy, 76 (January-February): 1-37.

Carrasquilla, A. (1987). El estatuto cambiario y la política de endeudamiento externo. En Colombia, 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior. Banco de la República. Bogotá.

Carrasquilla, A. (1996). Dimensiones fiscales de una inflación moderada: el caso colombiano. Banco de la República. Bogotá.

Clavijo, S. (1981) Los depósitos previos de importación: su operatividad y comportamiento reciente. Revista del Banco de la República. Junio de 1981

Clavijo, S. (2000) Banca central y coordinación macroeconómica: el caso de Colombia.
Borradores Semanales de Economía. Banco de la República. No.164.

Currie (1987) Moneda en Colombia: comportamiento y control. Fondo Cultural Cafetero.

Dornbusch, R. (1976). “Expectations and Exchange Rate Dynamics”. Journal of Political Economy; No. 84.

Dornbusch, R. (1980). Open Economy Macroeconomics. New York: Basic Books.

Drake, P. (1989). The Money Doctor in the Andes. The Kemmerer Missions, 1923-1933, Duke University Press.

Echeverry, J.C. (1996). The Rise and Perpetuation of a Moderate Inflation: Colombia: 1975-1991. Borradores de Economía. Banco de la República.

Echeverry, J.C. (1993). Indicadores de Política Monetaria. Ensayos Sobre Política Económica. Banco de la República.

Echeverry, J.C. (1996). Auge y perpetuación de una inflación moderada: Colombia 1970-1991. Ensayos Sobre Política Económica [Bogotá]. No. 28

Echeverry, J.C. y Eslava, M. (1997). Notas sobre la tasa de interés y la inflación en Colombia. Borradores de Economía. Banco de la República.

Echeverry, J.C. y Salazar, N. (1999). ¿Hay un estancamiento en la oferta de crédito? Archivos de Macroeconomía. No 118.

Echeverry, L. (1990) Free Banking in Colombia, 1870-1886. Disertación de Ph.D., Universidad de Georgia.

Fernández, A. (2003) Reformas estructurales, impacto macroeconómico y política monetaria en Colombia. Revista Desarrollo y Sociedad. CEDE Universidad de los Andes. No. 51

Fernández, A., Sánchez, F. y Armenta, A (2005). Una nota sobre la política monetaria y el desarrollo del sistema financiero en Colombia durante el Siglo XX. En www.webpondo.org, edición 15.

Fernández, A., et.al (2003). Política Monetaria II: Enfoques Alternativos. Internacional Thomson Editores Spain Paraninfo, S.A.

Fernández, J. (1994) Sector Financiero: Motor del Desarrollo. ANIF.

Fisher, I. (1920); “The Purchasing Power of Money”. Mac Millan, New York.

Flórez, L. y Hernández, A. (1999). “Aclaración del voto de los co-directores Luis Bernardo Flórez Enciso y Antonio Hernández Gamarra”. Revista del Banco de la República. Octubre de 1999.

Franco, J. (1966). Evolución de las instituciones financieras en Colombia . Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

Fratianni, M., Spinelli, F. (1997). A Monetary History of Italy . Cambridge University Press.

Frenkel, J. A. and Johnson, H.G. (eds), (1976). The Monetary Approach to the Balance of Payments. London: George Allen and Unwin.

Friedman, M., Schwartz, A. (1963). A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton University Press.

Galindo, B., (1966); La eficacia de los instrumentos de control monetario como método de influir en el volumen y selectividad del crédito. Revista del Banco de la República; Noviembre, 1966.

Garay, L. J. y Carrasquilla, A., (1987). “Dinámica del ajuste y proceso de saneamiento económico en Colombia en la década de los ochenta”. En *Ensayos Sobre Política Económica*; No.17, Banco de la República.

Gaviria, F.; (1954). Algunos conceptos relacionados con el encaje; Revista del Banco de la República; Junio, 1954.

Gaviria, F.; (1957). Equilibrio monetario y funciones de la banca central; Revista del Banco de la República; Agosto, 1957.

Gómez, J. y Julio, J. M.; (2000). “An Estimation of the Nonlinear Phillips Curve in Colombia”, en *Borradores de Economía*, No. 160, Banco de la República.

Gómez, J., Uribe, J.D. y Vargas, H. (2002); “The Implementation of Inflation Targeting in Colombia” en *Borradores de Economía*. No. 202. Banco de la República.

González, C. y García, A. (2001). Una visión historiográfica del sistema financiero colombiano: 1923-2001. En El Sector Financiero de Cara al Siglo XXI; Anif (2001).

Grupo de estudios sobre crecimiento económico en Colombia, GRECO (2002) Banco de la República.

Haber, S. H. (1991) Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830-1930 , Journal of Economic History, 51: 559-580.

Haber, S. (1997) Financial Markets and Industrial Development: A Comparative Study of Governmental Regulation, Financial Innovation and Industrial Structure in Brazil and Mexico, 1840-1940 , In: How Latin America Fell Behind?, Ed: S.Haber, Stanford, CA: Stanford University Press: 146-178.

Hernández, A. (1976). La política de redescuento . En Gómez, et.al (1976) Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia. Fondo Cultural Cafetero.

Hernández, A. (1998); "La Política Monetaria en 1997", en la *Revista del Banco de la República*, Mayo de 1998.

Hommes, R. Turbay, G. (1974) La Banca de desarrollo en Colombia: el caso de las corporaciones privadas. FEDESARROLLO

Ibañez, J. Antecedentes legales de la creación del Banco de la República , en El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura (1990), Banco de la República Bogotá.

Jaramillo, R. (1966). Tasas de redescuento del banco central. Revista del Banco de la República; Septiembre, 1966

Jaramillo, H. (1955). Moneda fácil para de la producción nacional. Revista del Banco de la República. Abril 1955.

Jaramillo, J. (1982) El Proceso de Liberación del Mercado Financiero. En: Ensayos sobre Política Económica. No.1. 1982.

Jaramillo, R. (1966). Tasas de redescuento del banco central. Revista del Banco de la República; Septiembre, 1966.

Junguito, R. y Vargas, H. (1996). Central Bank Independence and Foreign Exchange Policies in Latin America. Santafé de Bogotá : Banco de la República, 1996.

Junguito, R. y Rincón, H. (2004). "La política fiscal en Colombia en el Siglo XX"; en *Borradores de Economía*, No. 318, Banco de la República.

Pigou, A.C. (1917); "The Value of Money"; Quarterly Journal of Economics, 132.

Kalmanovitz, Salomón (1999); "Los Equilibrios Macroeconómicos y el Banco Central: El Caso Colombiano" en *Revista del Banco de la República*, febrero de 1999.

Kalmanovitz, S. (2001) El Banco de la República y el régimen de meta de inflación; en
Borradores Semanales de Economía, # 193.

Kalmanovitz, S. y Avella, M. (2003). Barreras al desarrollo financiero: Las instituciones monetarias colombianas . En Ensayos Sobre Banca Central. Comportamiento, Independencia e Historia. Grupo Editorial Norma, 2003.

Kalmanovitz, S. (2003) Ensayos sobre Banca Central: comportamiento, independencia e historia. Grupo Editorial Norma: Banco de la República.

Kalnins, A. (1963) Análisis de la moneda y de la política monetaria colombiana. Ediciones Tercer Mundo.

King, R. y Levine, R (1993). Finance and Growth: Schumpeter might be Right. The Quarterly Journal of Economics. Vol. 108, No. 3. 717-737.

Krugman, P. (1979). A Model of Balance of Payments Crises. Journal of Money, Credit, and Banking. Vol. 11. No. 3

Levine, R. (1997) Financial Development and Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature. Vol. 35. No. 2. 688-726.

López, A. (1990); “La estabilización de la economía colombiana después de la Guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903 y 1923”. En El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura, Banco de la República, Bogotá.

López, A. (1990a); “El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945”. En El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura, Banco de la República, Bogotá.

López, A. (1995).Ultimas décadas un proceso lento e interrumpido de liberación financiera. En *Borradores de Economía*. No. 27.

López, E. y Misas, M. A. (1999). “Un examen empírico de la curva de Phillips en Colombia”. En *Borradores de Economía*. No. 117.

Lucas, R. (1988) On the Mechanics of Economic Development. Journal of Monetary Economics, 22: 3-42

Mckinnon, R. (1973) Money And Capital In Economic Development. The Brookings Institution.

Meisel, A. (1988); “La historia monetaria de Mauricio Avella: Hamlet con tres príncipes”. En *Ensayos Sobre Política Económica*, No. 13, junio de 1988.

Meisel, A. (1990). La creación del Banco de la República y las primeras reformas, en El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura. Banco de la República, Bogotá.

Meisel, A. y López, A. (1990). El patrón Metálico, en El Banco de la República: Antecedentes, evolución y estructura. Banco de la República, Bogotá.

Meisel, A. (1990). Los bancos comerciales en la era de la banca libre, 1871-1923 En El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura. Banco de la República, 1990.

Meisel, A. (1994). Los bancos de la Costa Caribe En Sánchez, F (compilador) Ensayos de Historia Monetaria y Bancaria de Colombia. Tercer Mundo Editores, 1994.

Melo, G., (1966); Devaluaciones en cadena, itinerario de la moneda débil. Populibro, Bogotá, 1966

Montenegro, A. (1983); “Aspectos macroeconómicos de las utilidades por compra de divisas de la cuenta especial de cambios”. En *Ensayos Sobre Política Económica*; No.3, Banco de la República.

Nieto, L. (1912). El curso forzoso y su historia en Colombia, linotipo de la Gaceta Republicana, Bogotá.

Ocampo, J (1987). Colombia y la Economía Mundial, 1830-1910. CEREC. Siglo XXI Editores. Bogotá.

Ortega, F. (1979) “Política monetaria y sector financiero”. Revista del Banco de la República. Septiembre de 1979.

Otero, G. (1948). El Banco de la República 1923-1948. Bogotá : Banco de la República, 1948

Partow, Z. y Cárdenas, M. (1998). ¿Importa la Independencia? Coyuntura Económica Bogotá. V.28

Randall, S. (1977), The Diplomacy of modernization: Colombian-American Relations, 1920-1940, University of Toronto Press.

Rippy, E. (1970). El Capital Norteamericano y la penetración imperialista en Colombia. Editorial Oveja Negra, Medellín.

Robinson, J. (1952) The Generalization of the General Theory , In: the Rate of Interest and Other Essays, London: MacMillan.

Romero, A. (1992) La banca libre en Bogotá, 1870-1923. Tesis de Master, Universidad Nacional de Colombia

Romero, C., (1994). La banca privada en Bogotá: 1870-1922 En Sánchez, F (compilador) Ensayos de Historia Monetaria y Bancaria de Colombia. Tercer Mundo Editores, 1994.

Salazar, N. (1996). Historia monetaria y financiera de Colombia: 1940 – 1970 . Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo.

Salazar, N. (1996). Historia monetaria y financiera de Colombia: 1940 – 1970. Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo.

Sánchez, F. y Fernández, A. (2004) Una Historia Monetaria de Colombia en el Siglo XX. Mimeo.

Sánchez, F. y Fernández, A. (2004). Crisis cambiarias en Colombia durante la segunda Guerra Mundial y Bretton Woods. Mimeo.

Sánchez, F., Fernández, A. y Armenta, A. (2004) Una historia monetaria de Colombia bajo el régimen de crawling peg: 1967-1991. Mimeo

Sánchez, F (1994). Moneda y política monetaria en Colombia, 1920-1939 En Sánchez, F (compilador) Ensayos de Historia Monetaria y Bancaria de Colombia. Tercer Mundo Editores, 1994.

Torres, G. (1980) Historia de la moneda en Colombia, Faes, Medellín.

Universidad de Princeton. E. W. Kemmerer Papers.

Urdinola, A (1976); “El crédito de fomento y la banca comercial”. En Gómez, et.al. Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia. Fondo Cultural Cafetero (1976).

Urrutia, M. y Fernández, C. (2003); “Política Monetaria Expansiva en épocas de crisis: El Caso Colombiano en el Siglo XX. ¿No se quiso o no se pudo ser contracíclico?”. En Revista del Banco de la República. Junio de 2003.

Vargas, H (1952); artículo conmemorativo de los 25 años de fundación de la Revista del Banco de la República.

Villar, L. (1998); “La Política Macroeconómica en 1997 y Perspectivas para 1998”, en la *Revista del Banco de la República*, Marzo de 1998.

Villar, L. Salamanca, D. Murcia, A. (2004) Crédito, Represión Financiera y Flujos De Capitales En Colombia. Mimeo.

Villaveces, C. (1949). “Política anticíclica” en Revista del Banco de la República. Diciembre, 1949.

Villaveces, C. (1950). Bancos centrales de emisión; destacamentos de las bases más importantes para estructurar un moderno banco de emisión, con facultades para controlar el crédito y la moneda, y prevenir los efectos de los ciclos económicos. Bogotá, Imprenta del Banco de la República , 1950.

White, E. (1998). The Evolution of Banking Regulation In Twentieth Century Colombia. Mimeo

Wiesner, E. (1978). Política Monetaria y Cambiaria en Colombia. Ed. Presencia, Bogotá.