

La serie "Borradores Semanales de Economía" es una publicación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Los Trabajos son de carácter provisional, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

**LAS ULTIMAS DECADAS: UN PROCESO LENTO E
INTERRUMPIDO DE LIBERACION FINANCIERA**

**Por:
Alejandro López M.**

1995

No. 27

Para comentarios favor dirigirse al autor:
Fax: 2865936 - Teléfono 3421035.

LAS ULTIMAS DECADAS: UN PROCESO LENTO E INTERRUMPIDO DE LIBERACION FINANCIERA

Alejandro López M*

Santafé de Bogotá, marzo 1995

*Agradezco la invaluable colaboración de Juanita Téllez y Jorge Enrique Ramos y los comentarios de Carlos Esteban Posada, cuyas sugerencias más valiosas todavía no están incorporadas en esta versión del trabajo.

I. Introducción

Durante el período comprendido entre 1967 y 1994 las autoridades económicas tuvieron una constante preocupación por el desarrollo del mercado de capitales del país. Desde comienzos de la década del setenta se realizaron diferentes reformas financieras, las cuales abarcaron la liberación de las tasas de interés, la reducción de la financiación de las actividades estatales con recursos de emisión y la disminución de los encajes y las inversiones forzosas. Sin embargo, la eficiencia en la asignación de recursos y generación de ahorro interno no solo depende de la política financiera sino también de la política macroeconómica en su conjunto. Por esta razón, con el propósito de entender los diferentes altibajos que ha sufrido el proceso de liberación financiera, en este trabajo se examinará la política monetaria, fiscal y del sector externo, enmarcándola en el contexto del desarrollo del mercado de capitales.

En Colombia la política financiera llevada a cabo desde los años cincuenta hasta principios de la década del setenta está inscrita en el contexto de la literatura sobre represión financiera (Mckinnon (1973), Shaw (1973))¹. En efecto, durante las décadas del cincuenta y el sesenta fue negativa la tasa de interés real sobre los depósitos de ahorro (gráfica 1, cuadro 1) dada la decisión de las autoridades de mantener fija la tasa interés nominal en un nivel más bajo que la inflación. Adicionalmente, se crearon diversas instituciones con el objeto de llevar a cabo programas de asignación de crédito hacia sectores considerados prioritarios. Este programa de crédito de fomento fue financiado principalmente con recursos del Banco de la República y mediante el sistema de inversiones forzosas, el cual obligaba a los bancos a invertir parte de sus depósitos en bonos con bajos rendimientos. En tal sentido, estos años se caracterizaron por un elevado grado de desintermediación (Jaramillo (1982)).

¹ La idea de que la política financiera de los años cincuenta y sesenta en Colombia se podría caracterizar mediante la literatura sobre represión financiera, ha sido expuesta, entre otros, por Ortega, (1982) y Jaramillo, (1982).

Cuadro 1
Tasas de interés nominal y real
Porcentajes

Año	Tasa de mercado (1)	Dépositos de ahorro (2)	Inflación (3)	Tasa real de mercado	Tasa real de depósitos de ahorro
Fin de:					
1955	10.5	4.0	2.3	8.1	1.7
1956	9.8	4.0	7.8	1.8	-3.5
1957	9.6	4.0	20.2	-8.8	-13.4
1958	9.9	4.0	8.1	1.6	-3.8
1959	10.0	4.0	7.9	2.0	-3.6
1960	10.5	4.0	7.2	3.1	-3.0
1961	11.6	4.0	5.9	5.4	-1.8
1962	11.1	4.0	6.4	4.4	-2.3
1963	13.2	4.0	32.6	-14.6	-21.5
1964	12.3	4.0	8.9	3.1	-4.5
1965	15.7	4.0	14.6	1.0	-9.2
1966	19.2	4.0	13.0	5.5	-8.0
1967	18.9	4.0	7.3	10.8	-3.1
1968	16.5	4.0	6.5	9.3	-2.4
1969	12.7	4.0	8.6	3.8	-4.2
1970	12.5	4.0	6.8	5.4	-2.6
1971	15.2	4.0	13.6	1.4	-8.5
1972	17.3	8.5	14.0	2.9	-4.8
1973	19.0	8.5	23.5	-3.7	-12.2
1974	25.4	12.0	26.0	-0.5	-11.1
1975	25.2	16.0	17.7	6.4	-1.4
1976	28.1	18.0	25.7	1.9	-6.1
1977	26.7	18.0	28.4	-1.3	-8.1
1978	28.8	18.0	18.8	8.4	-0.6
1979	33.4	18.0	28.8	3.6	-8.4
1980	36.6	21.0	26.0	8.4	-3.9
1981	38.6	21.0	26.4	9.7	-4.2
1982	35.9	21.0	24.0	9.6	-2.4
1983	34.4	21.0	16.6	15.2	3.7
1984	34.5	21.0	18.3	13.7	2.3
1985	35.9	n.d.	22.5	11.0	n.d.
1986	32.1	n.d.	20.9	9.2	n.d.
1987	34.2	n.d.	24.0	8.2	n.d.
1988	31.8	n.d.	28.1	2.8	n.d.
1989	34.0	n.d.	26.1	6.2	n.d.
1990	38.2	n.d.	32.4	4.4	n.d.
1991	36.2	n.d.	26.8	7.4	n.d.
1992	27.1	n.d.	25.1	1.6	n.d.
1993	26.7	n.d.	22.6	3.4	n.d.
1994	37.4	n.d.	22.6	12.1	n.d.

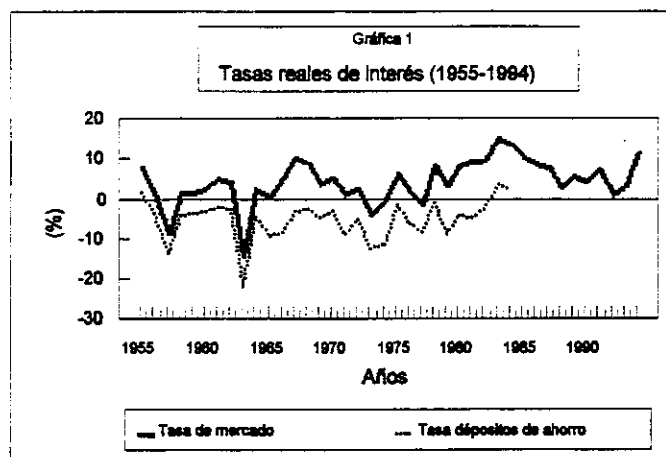
n.d.: No disponible.

(1) Entre 1950 y 1972 la tasa de mercado se calcula como el retorno de una muestra de acciones en la Bolsa de Bogotá; para 1973-1989 es igual al rendimiento del Certificado de Abono Tributario, Carrizosa (1985). A partir de 1980 se considera la tasa de interés de captación de los CDT a 90 días, según la encuesta diaria a bancos y corporaciones financieras de todo el país para el final de cada año, se refiere a semana de captación.

(2) Tomado de Carrizosa (1985).

(3) Se refiere a la variación porcentual anual del IPC.

Fuente: Banco de la República "Principales Indicadores Económicos 1923-1992" y Base de datos. SG-EE.



A principios de la década del setenta empiezan los intentos de las autoridades económicas por alcanzar un modelo menos intervencionista de asignación de los recursos. Aunque esta política ha sufrido interrupciones, ella no se ha concentrado únicamente en eliminar los controles a las tasas de interés nominales. En efecto, dado que este tipo de controles es apenas una de las características de la represión financiera, las autoridades monetarias también han buscado limitar el empleo de los encajes bancarios como una herramienta de la política macroeconómica y eliminar las inversiones obligatorias de los intermediarios financieros. Adicionalmente, ha existido un esfuerzo creciente por eliminar la emisión como fuente de financiación del déficit fiscal y de los fondos que tradicionalmente estaban encargados de la asignación de los recursos.

En vista de los diversos aspectos que ha involucrado el proceso de liberación financiera, este trabajo está dividido en seis partes, la primera de las cuales es esta introducción. La segunda describe algunas de las medidas adoptadas con el objeto de relajar los controles a las tasas de interés nominales, discute los efectos de esta medida en el ahorro y muestra que, a partir de la reforma financiera de 1974, se han incrementado los recursos que se canalizan a través del sistema financiero. La tercera sección destaca las condiciones cambiantes del sector externo y muestra como ellas determinaron, en parte, la política monetaria y financiera de las últimas décadas. La cuarta sección destaca el comportamiento de las finanzas públicas; tal como se verá, la creciente utilización de bonos de deuda interna como mecanismo de financiación del déficit fiscal es muestra del desarrollo que ha tenido el mercado de capitales. La quinta sección describe el esfuerzo

realizado por las autoridades monetarias para elevar la eficiencia de los diferentes fondos creados en la década del sesenta y eliminar su financiación a través de emisión. La sexta sección presenta las conclusiones.

II. Hacia una tasa de interés de mercado y la evolución del ahorro

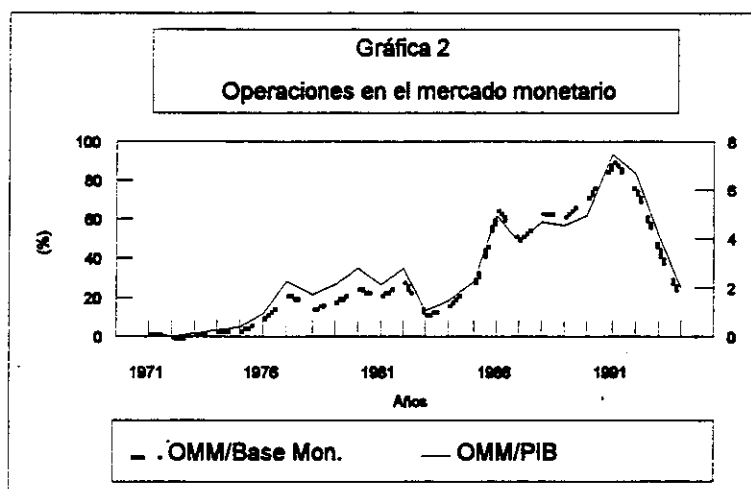
Un paso importante para alejarse del modelo intervencionista de asignación de recursos se dio en 1972 cuando el gobierno autorizó la creación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV). Aunque diferentes autores (Ortega (1982), Jaramillo (1982)) han sugerido que esta medida no fue una reforma financiera sino parte de una estrategia de desarrollo que tenía por objeto dirigir recursos hacia la construcción de vivienda urbana, ella representó un distanciamiento de las políticas financieras adoptadas desde los años cincuenta. En efecto, se permitió la indización de las tasas de interés pasivas y activas de las CAV y, con ello, se generó una tasa de interés real positiva. No obstante, la creación del sistema UPAC, junto con la política de minidevaluaciones adoptada a partir de 1967, puede haber reforzado el componente inercial de la inflación, el cual empieza a ser importante precisamente en la primera parte de la década del setenta (Uribe (1994)).

Después de la creación de las CAV, la reforma financiera de 1974 eliminó los controles a las tasas activas y elevó las tasas pasivas reconocidas por los bancos con el objeto de estimular una mayor competencia entre las diferentes modalidades de depósitos. Sin embargo, la tasa pasiva continuó sujeta al control de las autoridades monetarias. De esta manera, la tasa de interés real de los depósitos de ahorro del sistema bancario permaneció negativa hasta 1980 y su nivel nominal se mantuvo debajo de la tasa de mercado (cuadro 1).

Los esfuerzos de las autoridades colombianas de relajar los controles a las tasas de interés continuaron después de la reforma financiera de 1974. En 1980 las tasas de interés de los CDT de los bancos se liberaron. Esta medida se tomó con el objeto de darle a los bancos la oportunidad de competir con los bonos emitidos por el Banco de la República, los cuales hacían parte de una estrategia de control monetario a través de operaciones de mercado abierto (Jaramillo (1982)). No obstante, la decisión de permitir a las fuerzas del mercado un mayor papel en la asignación de los recursos ha sufrido interrupciones.

En efecto, en 1986 y 1988 la tasa de interés nominal fue de nuevo sujeta a controles administrativos durante unos meses debido a que las autoridades consideraron que las tasas habían alcanzado niveles que iban en detrimento del sector real de la economía. Sin embargo, estas han sido apenas medidas temporales. Por lo tanto, tal como se puede ver en el cuadro 1 y en la gráfica 1, aunque en 1988 la tasa de interés real de mercado descendió a su nivel más bajo desde 1977, desde 1989, una vez levantados los controles, la tasa real volvió a elevarse.

En la década del noventa las tasas de interés han sufrido altibajos significativos. En 1991 se observa una elevación de las tasas de interés reales como consecuencia de la utilización sin precedentes de las operaciones en el mercado monetario, las cuales llegaron a representar 7.4% del PIB (cuadro 2 y gráfica 2). Esta estrategia buscaba esterilizar el enorme flujo de capitales al que se estaba enfrentando la economía. Si bien dicho flujo era común a diversos países latinoamericanos, este fue estimulado, al menos parcialmente, por las expectativas de revaluación originadas por la devaluación realizada en 1990 (cuadro 3, gráfico 3) con el objeto de consolidar el proceso de apertura económica.



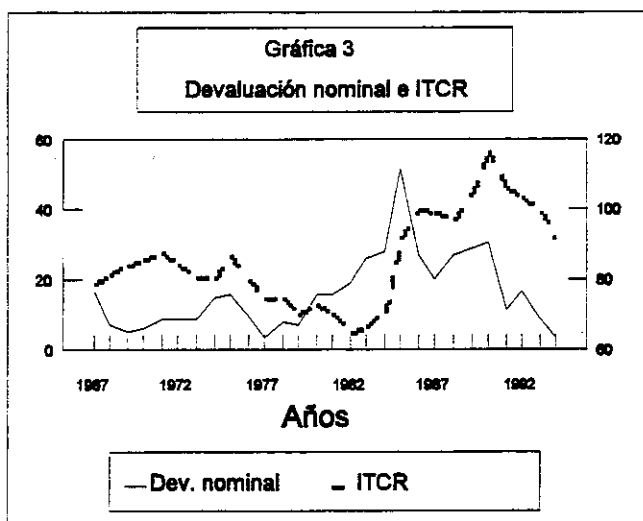
No obstante, en 1992 la tasa de interés real desciende a su nivel histórico más bajo en 15 años a raíz de la estrategia de disminuir las tasas de interés internas con el propósito de cerrar parcialmente el diferencial de tasas de interés. De esta manera, se

Cuadro 2
Operaciones en el mercado monetario como proporción
de la base monetaria y el PIB
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

Años	Títulos de participac.	Títulos canjeables	Certicambios	TREC Y TREN	Total Operaciones en el mercado monetario (OMM)	OMM/ Base monetaria (%)	OMM/PIB (%)
Fin de:							
1971	---	---	2	0	2	15	1
1972	---	---	2	0	2	10	1
1973	---	4	1	0	5	21	2
1974	1	4	5	0	10	37	3
1975	5	9	2	0	16	43	4
1976	8	40	3	0	51	98	10
1977	---	29	134	0	163	225	23
1978	---	34	129	0	163	161	18
1979	71	58	130	0	258	195	22
1980	214	95	134	0	443	262	28
1981	186	97	157	0	440	214	22
1982	179	240	291	0	709	294	28
1983	35	103	202	0	340	124	11
1984	0	269	304	0	573	177	15
1985	0	416	726	0	1142	280	23
1986	801	1378	348	873	3400	650	50
1987	1265	872	196	1156	3489	510	40
1988	964	2847	242	1386	5439	629	46
1989	810	3568	417	2136	6932	615	46
1990	3227	3648	612	2403	9891	711	49
1991	1,239.0	3275	3728	0	1,939.3	904	74
1992	9373	685	1,222.3	0	2,228.1	757	67
1993	1,371.2	284	3391	0	1,738.6	441	41
1994	9940	93	590	0	1,062.3	212	20

Fuente: Revista Banco de la República y SG-EE.

buscó desestimular la mayor entrada de capitales que había sido atizada por la política de esterilización. Sin embargo, a partir de 1993, y en vista de las presiones inflacionarias generadas por el exceso de gasto privado y público, las tasas de interés vuelven a elevarse y, a finales de 1994, alcanzan los niveles de 10 años atrás. Con el objeto de evitar repetir la experiencia de los primeros años de la década del noventa, estas medidas son complementadas con restricciones al endeudamiento externo.



El ahorro privado (definido como la razón ahorro privado-ingreso disponible) promedió 10.2% en el período 1951-1972, 13.2% entre 1973 y 1989 y, en la década del noventa, cae a 10.4% (cuadro 4, gráfica 4). Estos movimientos del ahorro privado no parecen estar ligados al comportamiento de las tasas de interés reales y, por ende, al relajamiento de los controles a las tasas de interés nominales. En efecto, diversos autores han encontrado que no existe una relación empírica entre las tasas de interés y el ahorro en Colombia (véase, entre otros, Giovanni (1985), Ocampo et al. (1985) y López (1994)). Además, dadas las direcciones opuestas de los efectos sustitución e ingreso, la teoría es consistente tanto con un efecto directo negativo como con uno positivo de las tasas de interés reales en el ahorro. De acuerdo con el efecto sustitución, si se espera que la tasa de interés aumente en el futuro, debe disminuir el ahorro presente ya que será más

Cuadro 3
Tasas de cambio nominal y real

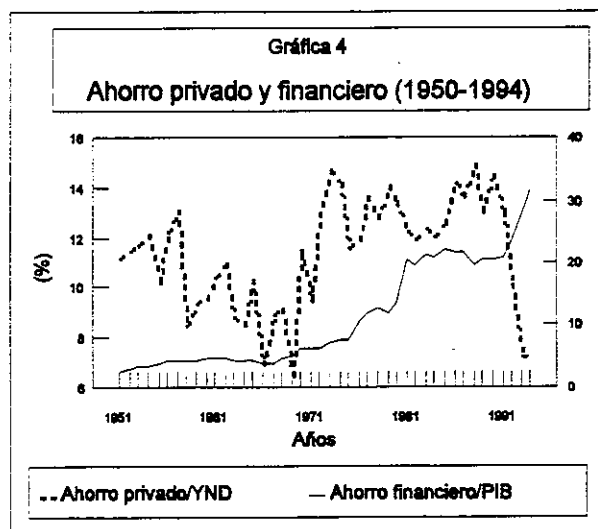
Años	Tasa de cambio nominal (1)	Devaluación nominal	Índice de la tasa de cambio real (ITCR) (2)	Variación anual del ITCR
Fin de:				
1965	13.5	----	82.6	----
1966	13.5	0.0	72.3	-12.4
1967	15.8	16.9	79.5	10.0
1968	16.9	7.1	82.3	3.4
1969	17.8	5.5	84.5	2.7
1970	19.0	6.7	86.4	2.3
1971	20.8	9.4	88.1	2.0
1972	22.7	9.1	84.5	-4.1
1973	24.7	8.6	81.2	-3.9
1974	28.3	14.6	81.5	0.4
1975	32.8	16.2	86.9	6.6
1976	36.2	10.2	80.0	-8.0
1977	37.7	4.2	75.2	-5.9
1978	40.8	8.1	75.0	-0.3
1979	43.8	7.4	70.6	-5.8
1980	50.9	16.3	73.1	3.5
1981	59.1	16.0	70.7	-3.3
1982	70.3	19.0	65.6	-7.2
1983	88.8	26.3	67.3	2.7
1984	113.9	28.3	71.9	6.8
1985	172.2	51.2	92.4	28.5
1986	219.0	27.2	100.0	8.2
1987	263.7	20.4	99.7	-0.3
1988	335.9	27.4	97.7	-2.0
1989	433.9	29.2	105.0	7.5
1990	568.7	31.1	116.9	11.3
1991	632.2	11.2	106.3	-9.1
1992	738.0	16.7	103.9	-2.3
1993	802.7	8.8	99.3	-4.4
1994	831.3	3.6	91.6	-7.7

(1) Desde 1965 hasta 1969 se refiere a la cotización de venta. Desde 1970 hasta 1990 a la cotización de compra y se conocía como la tasa de cambio oficial. A partir de 1991 a la tasa de cambio representativa del mercado. Siempre se presentan tasas a fin de año.

(2) Desde 1965 hasta 1974 se calcula a partir de los índices de precios al por mayor de los Estados Unidos y Colombia. Desde 1975 se refiere al índice del comercio global sin café para 18 países, deflactado por precios al productor.

Fuente: Banco de la República, "Principales Indicadores Económicos 1923-1992" y Base de datos, SG-EE.

valorado en el futuro. Sin embargo, el efecto ingreso asegura que en el futuro será necesario menos ahorro para satisfacer las mismas necesidades².



La caída drástica del ahorro observada a partir de 1992 está asociada con la disminución en las restricciones de liquidez enfrentadas por los hogares, lo cual tuvo su contrapartida en un considerable incremento del endeudamiento y consumo privados³. Entre los diferentes factores que explican la relajación de las restricciones de liquidez se encuentran⁴: i) la caída en las tasas de interés de corto plazo de los Estados Unidos; ii)

² Cabe aclarar que, según la teoría, el efecto ingreso solo comienza a ser relevante cuando: i) el sujeto es acreedor neto. ii) su patrimonio financiero (activos financieros menos deuda) es relativamente importante. Colombia es, en su conjunto, un deudor (neto) frente al resto del mundo; por tanto, una caída en la tasa de interés real externa debe producir, según la teoría, un aumento del consumo presente de toda Colombia frente a su consumo futuro (efecto sustitución).

³ La relajación de las restricciones de liquidez no es la única explicación del descenso del ahorro privado. Otros factores importantes son: i) un aumento del ahorro público. El efecto de este fenómeno pudo verse reforzado por el hecho de que el aumento del ahorro público se basó en un incremento de los ingresos y no en una disminución de los gastos (véase Corbo, V. y Schmidt-Hebbel, K. (1991)); ii) el incremento de la relación activos-ingreso aumentó el consumo. Este aumento no se debe únicamente al ascenso de los activos financieros sino también a la inflación de activos observada en los últimos años.

⁴ Véase Revista del Banco de la República, Notas Editoriales, Octubre, 1994.

Cuadro 4
Indicadores de ahorro privado y
profundización financiera
(Porcentajes)

Años	Ahoro privado/ Ingreso nacional disponible (1)	Ahoro financiero/ PIB (2)
Fin de:		
1951	11.2	2.50
1952	11.5	2.90
1953	11.8	3.30
1954	12.2	3.50
1955	10.3	3.90
1956	12.3	4.00
1957	13.1	4.00
1958	8.5	4.10
1959	9.4	4.30
1960	9.6	4.40
1961	10.5	4.40
1962	11.0	4.60
1963	8.9	4.20
1964	8.5	4.10
1965	10.4	4.10
1966	6.9	3.90
1967	9.0	3.90
1968	9.2	4.40
1969	6.5	5.20
1970	11.5	6.10
1971	9.5	6.20
1972	13.0	6.40
1973	14.7	7.00
1974	14.2	7.70
1975	11.7	7.70
1976	12.0	10.50
1977	13.7	11.80
1978	12.8	12.80
1979	14.1	12.00
1980	13.4	13.42
1981	12.3	20.46
1982	12.0	19.49
1983	12.4	21.29
1984	12.0	20.89
1985	12.6	22.08
1986	14.2	21.88
1987	13.7	21.69
1988	15.0	19.73
1989	13.0	20.31
1990	14.6	20.21
1991	13.1	21.03
1992p	10.1	23.48
1993pr	7.3	27.85
1994e	7.2	31.56

p: Provisional; pr: preliminar; e: estimación.
Fuente:
(1) 1950-1960: Herrera (1988)
1970-1994: DANE.
Las cifras correspondientes al ahorro privado para el período 1990-1994 son estimaciones provisionales realizadas por el DPN.
(2) 1950-1979: Herrera (1988).
1980-1994: Base de datos SG-EE, incluye: Cuasidineros, cédulas hipotecarias, bonos cafeteros, TAC (1980-1990 Títulos de Ahorro Cafetero; 1992-1994 Títulos de Apoyo Cafetero) y bonos de bancos y financieras.

el proceso de apertura económica, el cual disminuyó los aranceles y condujo a un descenso significativo de los precios relativos de los automóviles y otros bienes durables, estimulando de esta manera el consumo; iii) el aumento de la oferta monetaria originado en el intento de defender la tasa de cambio para consolidar el proceso de apertura; en efecto, la política de defensa de la tasa de cambio y el control de la inflación, en medio de una coyuntura propicia para el influjo de capitales, se llevó a cabo mediante operaciones de mercado abierto (OMA). Sin embargo, aunque en el corto plazo esta medida contribuyó a frenar las presiones inflacionarias, en 1993 y 1994 buena parte del incremento de la base monetaria tuvo su origen en certificados de cambio y títulos de participación que se estaban venciendo (cuadro 5); iv) las reformas estructurales de principios de la década. En particular, la modernización del sector público y la reforma laboral condujeron a planes de retiro e indemnizaciones que estimularon el gasto privado. A su vez, la reforma financiera, establecida por la Ley 45 de 1990, consolidó el proceso de recuperación del sistema financiero iniciado en la mitad de los años ochenta. Así, en lo corrido de esta década, y en concordancia con la Ley 45 de 1990 y la Ley 35 de 1993, se privatizaron entidades financieras oficiales, se redujeron los niveles de encaje e inversiones forzosas y se disminuyó el grado de especialización de los intermediarios financieros.

Por su parte, el monto de recursos canalizados a través del sistema financiero se incrementó en la segunda parte de la década del setenta (cuadro 4). Esta característica de la evolución de los mercados de capitales colombianos puede haberse originado en el aumento de la tasa de interés real oficial en la primera parte de la década del setenta (Herrera (1988)). En efecto, sería posible argumentar que, al permitírsele a los diferentes intermediarios ofrecer unas tasas de interés más competitivas, existió una transferencia de recursos desde el sector no institucional (el cual surgió a raíz de los controles y no era afectado por ellos) hacia el sistema financiero institucional. No obstante, como se mencionó anteriormente, la tasa de interés real de los depósitos de ahorro del sistema bancario permaneció negativa hasta 1980. Por lo tanto, deben existir otros factores que determinaron el incremento de los recursos canalizados a través del sistema financiero. En particular, es importante tener en cuenta los instrumentos diseñados con el objeto de forzar el ahorro del sector privado en la época de la bonanza del sector externo en la segunda mitad de la década del setenta. De igual manera, no se pueden ignorar los

Cuadro 5
Base Monetaria
Principales fuentes de variación
(Miles de millones de pesos)

	1990	1991	1992	1993	1994
Base Monetaria	265.5	754.1	795.6	1001.1	1075.3
Activos externos netos	662.4	1538.4	1720.9	765.9	548.0
Reservas internacionales	790.5	1602.6	1795.7	636.5	306.3
Pasivos externos de L.P.	128.0	64.2	74.8	-129.5	-241.7
Depósitos de Tesorería	103.9	30.6	-130.1	-148.2	-45.8
Títulos de Participación 1/	241.7	868.3	-265.5	445.6	-385.2
Certificados de cambio	19.6	311.5	849.6	-883.3	-280.1
Depósitos FAVI	73.0	77.8	133.9	53.0	101.3
Encaje sobre dep. fiduciarios	4.7	12.6	56.7	40.7	46.4
P y G - C.E.C.	91.9	9.3	-19.1	-414.1	-54.4
Liquidación C.E.C.	0.0	0.0	453.5	0.0	0.0
Ajuste de cambios	0.0	0.0	0.0	525.6	227.2
Otros 2/	137.8	525.8	153.8	-145.5	136.8

1/ Excluye los títulos de participación del Favi.
2/ Para 1990 incluye \$110.000 de traslado de la C.E.C al Gobierno. Para 1991 incluye \$154.064 de garantía TAN y \$54.912 de otros cupos. Igualmente redención de TREC por \$69.908, TREN por \$170.426 y canjeables Res. 66 por \$61.853.
Fuente: Base de Datos, SG-EE.

intentos de utilizar las operaciones de mercado abierto en lugar de los encajes como herramienta de control monetario. La evolución y las principales características de estos instrumentos de control monetario se describen a continuación.

III. La política monetaria y financiera frente a las fluctuaciones del sector externo

Esta sección está dividida en tres partes. La primera describe las medidas de control monetario adoptadas en la segunda mitad de la década del setenta así como las consecuencias que estas tuvieron sobre la solidez del sistema financiero. La segunda muestra las diferencias de la política adoptada durante la minibonanza cafetera de 1986 con aquella seguida en la década anterior. Finalmente, se resumen los principales aspectos de las políticas seguidas en los años noventa.

A. La década del setenta

Los encajes del sistema financiero se convirtieron en la herramienta de control monetario más usada después de la reforma bancaria de 1951. Así, en las décadas del cincuenta y sesenta los encajes se elevaban cada vez que surgían presiones inflacionarias y disminuían cuando desaparecían. Adicionalmente, en dicho período los depósitos de importación fueron otra herramienta importante de control e, incluso, al final de la década del cincuenta, se convirtieron en una fuente de contracción monetaria más importante que los encajes (López (1990)). En 1970 el encaje de los bancos estaba en un nivel similar al que existía en las décadas anteriores (cuadro 6). Sin embargo, al principio de la década del setenta, los costos de intermediación eran superiores a los de las dos décadas precedentes (Herrera (1988)). En efecto, el estímulo al programa de fomento dado en la mitad de los años sesenta aumentó los costos del sistema financiero al forzarlo a invertir parte de sus depósitos en bonos con tasas de interés más bajas que la tasa activa oficial. Tal como se puede ver en el cuadro 6, durante los primeros años de la década del setenta, las inversiones obligatorias llegaron a ser el 15% de los depósitos.

Después de un descenso temporal de los encajes en 1974 y 1975, que fue compensado por un incremento de las inversiones obligatorias, ellos fueron elevados en la segunda mitad de los años setenta como resultado del desarrollo del sector externo. En 1977 el precio internacional del café alcanzó US\$ 2.37 por libra (cuadro 7),

Cuadro 6
Encaje, inversiones obligatorias y crédito a los
fondos financieros

	Encaje/ Captaciones (1)	Inv. obligatorias/ Captaciones	Encaje + inversiones obligatorias/ Captaciones	Reserva bancaria/ dep. en cuenta corr.	Crédito real del Banco de la Rep. a los fondos financieros (2)	Crédito real del Banco de la Rep. a los intermediarios financieros (3)
1950	25.3	---	---	0.18	---	---
1960	22.1	---	---	0.15	---	---
1970	22.7	15.3	38.0	0.38	---	---
1971	19.7	15.5	35.2	0.35	57,025	123,890
1972	21.6	15.0	36.6	0.36	59,898	101,866
1973	23.4	17.3	40.7	0.41	76,053	147,623
1974	13.5	23.8	37.3	0.42	41,126	163,456
1975	16.7	20.7	37.4	0.42	42,405	134,324
1976	20.6	17.9	38.5	0.45	41,002	104,177
1977	27.3	17.1	44.4	0.50	45,014	150,545
1978	31.4	15.8	47.2	0.59	73,436	129,297
1979	35.6	14.3	49.9	0.65	46,508	106,332
1980	29.9	11.7	41.6	0.67	(3,525)	64,793
1981	29.2	10.3	39.5	0.67	(29,264)	62,011
1982	29.3	10.5	39.8	0.58	(25,731)	78,455
1983	22.3	12.0	34.3	0.46	(47,606)	140,317
1984	22.8	10.7	33.5	0.40	(31,517)	144,131
1985	21.9	9.6	31.5	0.39	(7,801)	141,382
1986	22.6	8.7	31.3	0.45	(21,463)	98,547
1987	23.8	8.4	32.2	0.44	(16,369)	69,102
1988	22.6	6.3	28.9	0.45	(5,436)	91,142
1989	21.0	6.2	27.2	0.48	(6,661)	81,305
1990	18.9	7.3	26.2	0.42	(11,357)	84,561
1991	20.4	5.6	26.1	0.61	(2,356)	72,577
1992	21.9	4.7	26.6	0.58	(2,178)	68,735
1993	21.8	4.3	26.1	0.62	n.d.(5)	69,725
1994	19.4	n.d. (4)	---	0.62	n.d.	58,955

(1) Encaje: Inversiones del encaje, reserva bancaria, cédulas hipotecarias y títulos del encaje FAVI. Captaciones: DCC y cuasidineros.

1950-1984: López (1992)

1985-1994: Base de datos SG-EE.

(2) Corresponde al crédito neto a los fondos financieros deflactado por el IPC diciembre 1988=100
1971-1987: Herrera (1988)

1988-1992: Memorandos Semanales a la Junta Directiva y base de datos SG-EE.

(3) Corresponde al crédito bruto a los bancos y a las corporaciones financieras deflactado por el IPC diciembre 1988=100.

(4) No disponible desde enero de 1994 por cambio en el Plan Único de Cuentas del Sistema Financiero.

(5) Los fondos financieros terminaron de desmontarse a finales de 1992.

Fuente: Base de datos, SG-EE.

constituyéndose en su nivel real más alto de este siglo (Meisel 1990). La bonanza empezó al final de 1975 y continuó durante cinco años. Como consecuencia, las reservas internacionales aumentaron de US\$ 547 millones a US\$ 5,416 millones (cuadro 8); desde la bonanza cafetera de 1953, era la primera vez que la economía no sufría escasez de divisas. Además, dada la acumulación de reservas internacionales, en 1980, y en contraste con los demás países de América Latina, la deuda externa neta del país era prácticamente inexistente (Ocampo et al. (1987)).

Aunque no se pueden ignorar las dificultades para aliviar las presiones inflacionarias ocasionadas por el incremento de las reservas internacionales, la situación fue más difícil de manejar debido a que el Decreto 444 de 1967 había fortalecido el control de cambios, relajado en la década del cincuenta. De esta manera, los residentes colombianos tenían severas restricciones para comprar divisas y los exportadores estaban obligados a convertir todos sus ingresos en pesos en un determinado lapso de tiempo. Por lo tanto, este hecho empeoraba el impacto monetario de la bonanza externa (Cuddington (1988)).

Adicionalmente, diferentes investigadores (véase, entre otros, Ocampo (1986) y Lora (1989)) argumentaron que las presiones inflacionarias ocasionadas por la acumulación de reservas se reforzaron con la decisión del Gobierno de transferir a los cultivadores de café el incremento del precio externo. En efecto, entre finales de 1975 y 1976, el precio interno del café aumentó en más del 100% (cuadro 7), decisión que disparó la demanda de bienes de una manera que la oferta no estuvo en capacidad de responder.

Con el objeto de enfrentar las presiones inflacionarias las autoridades actuaron en diferentes frentes, lo cual se facilitó gracias a que el Estatuto Cambiario expedido en 1967 era lo suficientemente flexible para adaptarse a las condiciones cambiantes del sector externo. El Decreto 444 permitía, dependiendo del tipo de coyuntura, relajar (fortalecer) los controles de la cuenta corriente y de capital de la balanza de pagos y desacelerar (acelerar) el ritmo de devaluación de la tasa de cambio nominal. En efecto, el Estatuto Cambiario contempló la posibilidad de que se presentaran revaluaciones nominales en épocas de abundancia de divisas, ya que estableció que la tasa de cambio sería el resultado del libre juego entre la oferta y la demanda (con intervenciones del Banco de la

Cuadro 7
Precio interno y externo del café (1)

	Precio interno (pesos/carga de 125 Kg.)	Precio externo (centavos de dólar por libra)
1960	430	0.45
1961	471	0.44
1962	478	0.41
1963	556	0.40
1964	718	0.49
1965	717	0.47
1966	757	0.44
1967	759	0.41
1968	889	0.41
1969	982	0.42
1970	1,304	0.54
1971	1,246	0.47
1972	1,500	0.52
1973	1,937	0.64
1974	2,207	0.68
1975	2,730	0.67
1976	5,532	1.45
1977	7,179	2.37
1978	7,300	1.65
1979	7,232	1.76
1980	8,663	1.56
1981	9,453	1.30
1982	11,171	1.42
1983	13,010	1.34
1984	15,429	1.47
1985	19,509	1.48
1986	37,516	1.97
1987	41,819	1.16
1988	49,392	1.43
1989	62,373	1.16
1990	76,973	0.95
1991	95,647	0.91
1992	91,720	0.69
1993	94,565	0.72
1994	154,971	1.35

Fuente: Banco de la República "Principales Indicadores Económicos 1923-1992" y base de datos SG-EE.

(1) Corresponde a promedios anuales.

República en el mercado). No obstante, a la postre, la tasa fue una flexible fijada diariamente por el gobierno y modificada cada pocos días (Díaz Alejandro (1974) y Steiner (1987)), dando origen a un régimen de minidevaluaciones dirigidas a mantener el nivel real de la tasa de cambio⁵.

Así, la flexibilidad que permitía el Estatuto Cambiario facilitó que, a semejanza de pasadas bonanzas del sector externo, se relajaran los controles a las importaciones para permitir su incremento y, por ende, una mayor demanda de divisas. Adicionalmente, se extendió el lapso de tiempo en el cual los exportadores podían reintegrar sus divisas. Por otra parte, y a pesar del convencimiento del gobierno de la importancia de defender la tasa de cambio para mantener la competitividad de las exportaciones menores, las autoridades revaluaron la tasa de cambio para reducir el impacto monetario de la acumulación de reservas. En particular, mediante la utilización de certificados de cambio con descuento para las exportaciones de café se efectuó una revaluación nominal selectiva. De esta manera, se buscaba proteger las exportaciones menores, las cuales, como consecuencia del mayor precio del café, podían ver reducida su competitividad. Sin embargo, a la postre, la tasa de cambio nominal se devaluó a un ritmo inferior al crecimiento de los precios y la tasa de cambio real se revaluó casi 20% entre 1975 y 1979 (cuadro 3)⁶, fenómeno que se volvería a repetir en la década del noventa.

En contraposición a los esfuerzos de liberación financiera iniciados en 1974, un punto central de la política monetaria anti-inflacionaria fue el incremento de los encajes, medida que fue reforzada en 1977 cuando se estableció un encaje marginal del 100%. Esta medida sería eliminada en 1980, una vez que el multiplicador había caído desde 1.62 en 1974 a 1.27 al final de 1979 (cuadro 8). Las consecuencias de estas estrictas medidas de control monetario han sido extensamente estudiadas por los investigadores colombianos. En general, existe el consenso que ellas debilitaron el sistema financiero. Además, dado que la rigidez de las políticas no fue uniforme para todos los intermediarios,

⁵ Este tipo de política de indización de la tasa de cambio terminaría por convertirse en una de las principales causas de la mayor inflación experimentada desde mediados de los años setenta. Véase Uribe (1994), Carrasquilla (1992) y Barrera (1992).

⁶ Las diversas posiciones que se dieron en torno al manejo de la tasa de cambio en la segunda mitad de la década del setenta están expuestas en: Steiner, R. (1987).

Cuadro 8
Reservas internacionales, medios de pago
y multiplicador monetario

Año	Reservas internacionales netas (Mill. de dólares)	Medios de pago (Mill. de pesos)	Multiplicador monetario
1965	-62	9,680	2.01
1966	-95	11,035	2.02
1967	-36	13,450	2.10
1968	35	15,435	1.80
1969	97	18,448	1.68
1970	152	21,627	1.65
1971	170	23,993	1.70
1972	345	29,842	1.69
1973	516	38,572	1.64
1974	430	46,113	1.62
1975	547	58,915	1.59
1976	1,166	79,383	1.53
1977	1,830	103,504	1.43
1978	2,482	134,880	1.33
1979	4,106	167,637	1.27
1980	5,416	216,681	1.28
1981	5,630	259,709	1.26
1982	4,891	322,435	1.34
1983	3,079	406,171	1.48
1984	1,796	501,115	1.55
1985	2,067	642,184	1.57
1986	3,478	788,470	1.51
1987	3,450	1,048,259	1.53
1988	3,810	1,318,546	1.53
1989	3,867	1,702,105	1.51
1990	4,501	2,143,814	1.54
1991	6,420	2,842,020	1.32
1992	7,713	4,013,105	1.36
1993	7,869	5,213,591	1.32
1994	8,002	6,602,657	1.32

Fuente: Banco de la República, "Principales Indicadores Económicos (1923-1992)" y base de datos, SG-EE.

ellas estimularon la creación de diversas instituciones en los sectores menos afectados por los controles e indujeron a que los intermediarios desarrollaran mecanismos para evadir dichos controles (Herrera (1988)). Finalmente, y con el objeto de no incurrir en los altos costos derivados de las medidas, los bancos colombianos aumentaron sus operaciones a través de sus sucursales en el exterior. En este sentido, las inversiones de los bancos colombianos en el exterior aumentaron 56%, en promedio, en cada uno de los años comprendidos entre 1977 y 1991, mientras que su incremento durante los cinco años anteriores había sido apenas de 19% (Suescún (1987)).

La baja capitalización ocasionada por la escasa rentabilidad del sistema financiero en la segunda mitad de la década del setenta le impidió al sector responder eficientemente a la falta de confianza que surgió a raíz del comportamiento ilegal y especulativo de algunos intermediarios (Montenegro (1983)). Este pánico, junto con la mayor recesión del sector real desde la década del treinta, resultó en la crisis del sistema financiero colombiano. Diversas instituciones fueron nacionalizadas en los años que siguieron a 1982. De esta manera, mientras que entre 1976 y 1980 el capital de los bancos oficiales representaba el 28% del capital total de los intermediarios financieros, en 1986 este porcentaje era casi 60%. Tal como se puede apreciar en el cuadro 6, el crédito real del Banco de la República a los intermediarios financieros empezó a crecer en 1982 después de un período de descenso (Herrera (1988)).

Sin embargo, el incremento de los encajes no fue la única herramienta de control monetario utilizada para hacerle frente a las presiones inflacionarias surgidas en la segunda parte de la década del setenta. En efecto, con el objeto de controlar la expansión de la base monetaria, se diseñaron dos instrumentos que contribuyeron a la contracción monetaria y que obligaron al sector privado a ahorrar. En primer lugar, tal como se mencionó anteriormente, se forzó a los exportadores a aceptar certificados de cambio en el momento de convertir en pesos sus ingresos. Estos certificados podían ser mantenidos por los exportadores por un período de tres o cuatro meses antes de ser vendidos al Banco de la República a la tasa de cambio de ese día, o podían ser vendidos en la bolsa

con un descuento considerable⁷. El segundo instrumento de ahorro obligatorio y de contracción monetaria era el pago de parte de la cosecha cafetera con los Títulos de Ahorro Cafetero (TAC). De esta manera, como consecuencia de esta política, las operaciones del Banco de la República, como proporción de la base monetaria, se incrementaron fuertemente después de 1976 (cuadro 2).

Este tipo de operaciones siguieron realizándose después de finalizada la bonanza cafetera. En efecto, en 1979 el Banco de la República llevó a cabo uno de sus primeros intentos de realizar operaciones de mercado abierto con el objeto de controlar las presiones inflacionarias causadas por el masivo plan de obras públicas iniciado por el Gobierno del Presidente Turbay. Entre las principales razones que se dieron para realizar las operaciones de mercado abierto fue el reconocimiento, por parte de las autoridades, que los estrictos controles monetarios se habían vuelto inefectivos después de que los intermediarios diseñaron mecanismos para evadirlos (Ocampo et al. (1987)).

Los Títulos de Participación emitidos por el Banco de la República en 1979, ofrecieron una tasa de interés fija y alta; su tiempo de maduración era de 15, 30, 60 y 90 días. Así, en solamente cuatro meses, los recursos congelados a través de esta operación, alcanzaron el 5.4% de la base monetaria (Jaramillo (1982)) y las operaciones del Banco de la República, como proporción de la base monetaria, siguieron creciendo (cuadro 2). Sin embargo, los intermediarios financieros argumentaron que no podían competir con el Banco de la República debido a que estaba controlada la tasa de interés que ellos podían ofrecer sobre sus depósitos. Por lo tanto, tal como se mencionó anteriormente, en 1980 las autoridades monetarias tomaron la decisión de liberar algunas de las tasas pasivas de los intermediarios financieros.

B. La bonanza de 1986: lecciones de la experiencia

La lección derivada de la bonanza del sector externo en la segunda mitad de la década del setenta se usó en 1986 cuando el precio externo del café volvió a subir.

⁷ En un principio la rentabilidad de los certificados tranzados en Bolsa era tan alta que se crearon distorsiones a las tasas de interés. Posteriormente, a través de sucesivas modificaciones a los plazos y descuentos, se logró igualar la rentabilidad de los certificados de cambio con la de los otros papeles financieros. Véase Jaramillo (1979).

Aunque el aumento fue mucho menor que en 1977 y, por ende, la acumulación de reservas internacionales resultó menos dramática, las políticas adoptadas en 1986 facilitaron el manejo monetario. La nueva estrategia fue casi la opuesta a la adoptada en la década anterior. En primer lugar, y con el objeto de moderar los efectos en la demanda agregada, el aumento del precio internacional del café fue transferido sólo parcialmente a los cultivadores del grano. En otras palabras, los incrementos en el precio interno del café fueron restringidos por parte de las autoridades. En segundo lugar, la política de austeridad fiscal adoptada desde 1984 continuó después de 1986. Adicionalmente, mediante un acuerdo entre el Gobierno y el sector cafetero, se estableció que el Fondo Nacional del Café debería cancelar su deuda externa. Asimismo, dicho acuerdo forzó al Fondo a invertir sus excedentes en bonos emitidos por el Banco de la República compensando de esta manera el incremento de las reservas internacionales. Por otra parte, al igual que en la década del setenta, los cafeteros se vieron obligados a ahorrar, ya que se autorizó parte del pago de su cosecha con un bono.

Otras dos diferencias importantes del programa de estabilización adoptado en 1986 en relación con aquel de la década del setenta fueron las medidas relacionadas con la tasa de cambio y las herramientas de control monetario. Por un lado, después de que en 1983 se frenó la revaluación de la tasa de cambio real, la cual en dicho año era 30% inferior a la observada en 1975 (cuadro 3), en 1984 se acelera la tasa de devaluación nominal⁸. Así, entre diciembre de 1983 y finales de 1985 la tasa de cambio real se devaluó 37% (cuadro 3)⁹. Dados los esfuerzos realizados, y al contrario de la experiencia de los años setenta, la tasa de cambio continuó devaluándose durante la nueva bonanza del sector cafetero de tal manera que, en 1986 y 1987, la tasa real de cambio alcanzó su nivel mas alto desde la expedición del Decreto 444 de 1967 (cuadro 3).

Las medidas monetarias también fueron diferentes de las adoptadas en los setenta. Tal como se observa en el cuadro 2, el Banco Central llevó a cabo operaciones

⁸ La política de acelerar la devaluación nominal se había llevado a cabo desde 1982 pero, al no ir acompañada de un ajuste fiscal y dada la revaluación del dólar frente a las demás monedas fuertes, no tuvo mayores efectos en la tasa de cambio real. Véase Steiner, R. (1987).

⁹ Revista del Banco de la República, Notas Editoriales, Diciembre, 1986.

de mercado abierto. Así, en relación con la base monetaria, su participación pasó de 28% en 1985 a 65% y 51% en 1986 y 1987, respectivamente. Adicionalmente, se sostuvo la política de encajes iniciada en 1983, la cual buscaba su reducción gradual. Con ello, y a pesar de la utilización del sistema de encajes como mecanismo de capitalización del sistema financiero y apoyo a Fogafin, la reserva bancaria más las inversiones del encaje, como proporción de las captaciones, tuvo una clara tendencia decreciente entre 1983 y 1989 (cuadro 6). De esta forma, las autoridades evitaron las consecuencias dañinas sobre el sistema financiero que habían tenido los estrictos controles crediticios al final de la década del setenta.

C. Las reformas de los noventa

El presidente Gaviria, al posesionarse en 1990, consideraba indispensable llevar a cabo el proceso de apertura internacional planteado durante el Gobierno Barco. Con el propósito de consolidar dicho proceso, en los primeros años de la década se realizaron profundas reformas a la legislación laboral, a los regímenes cambiario y de comercio exterior, al tamaño del Estado, a la seguridad social, al sistema financiero y al Banco de la República¹⁰. A continuación se resumen brevemente los objetivos y alcances de la reforma financiera y se analiza el rol de la política monetaria y cambiaria frente al programa de apertura económica.

1. La reforma financiera¹¹

La Ley 45 de 1990 y la posterior expedición de la Ley 35 de 1993 sentaron las bases para la modernización del sistema financiero colombiano, lo cual se consideró pieza fundamental del proceso de internacionalización de la economía. Los principales objetivos de la reforma y el alcance de los mismos se pueden resumir de la siguiente forma:

¹⁰Con respecto al tamaño del estado es importante anotar que la reforma aceleró notablemente el proceso de privatizaciones y redujo el abanico de las intervenciones y regulaciones estatales. Sin embargo, el tamaño del estado aumentó si éste se mide por la relación gasto público /PIB.

¹¹ Esta sección está basada en Cortés (1993).

i) Aumento en la competencia y eficiencia del sector. Para ello, autorizó el ingreso de nuevas entidades, siempre y cuando cumplieran con un capital mínimo que garantizara su solvencia. Asimismo, impulsó la privatización de bancos nacionalizados y oficializados y, con el objeto de expandir la base de propietarios del sector, permitió la participación de los inversionistas extranjeros. Adicionalmente, se estableció el marco legal para reordenar la banca oficial y mecanismos que facilitarían la conversión y fusión de las entidades financieras.

En desarrollo de este objetivo, en el transcurso de esta década se le devolvieron al sector privado los bancos de los Trabajadores, Tequendama, Comercio y Colombia, los cuales habían sido nacionalizados y oficializados durante la crisis financiera de los años ochenta. Igualmente, gracias a las normas que facilitaron el ingreso al sector y aquellas de conversión y fusión, se crearon cinco nuevos bancos, se realizaron fusiones de bancos y corporaciones financieras y nueve sociedades de Leasing se convirtieron en Compañías de Financiamiento Comercial.

ii) Se abandonó el esquema tradicional de banca especializada y se pasó a uno de banca múltiple en el que conviven instituciones especializadas como las corporaciones financieras y las corporaciones de ahorro y vivienda. No obstante, a estas últimas también se les amplió su campo de acción al permitirseles prestar para consumo e inversión distinta a construcción o compra de inmuebles y realizar operaciones en moneda extranjera.

Para que los diferentes intermediarios pudieran expandir sus actividades, se creó el sistema de sociedades filiales. De esta manera, las instituciones financieras participan en el capital de sociedades fiduciarias, de compañías especializadas en Leasing, de sociedades comisionistas de bolsa, de almacenes generales de depósito y de sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías. Tal como se puede apreciar en el cuadro 9, estas sociedades financieras han presentado un importante incremento, ya que

Cuadro 9
Activos y pasivos
Sociedades de Servicios Financieros

(Millones de pesos y porcentajes)

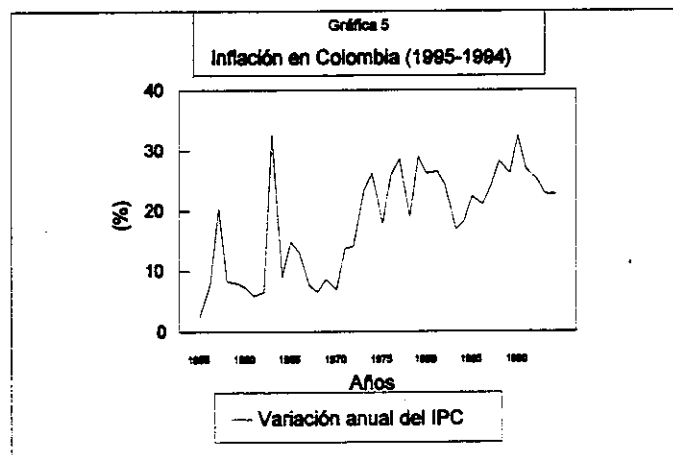
	Activos			Pasivos			Patrimonio		
	Mar/92	Jun/93	Jun/94	Mar/92	Jun/93	Jun/94	Mar/92	Jun/93	Jun/94
Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías	13,843	20,486	74,645	1,647	5,927	20,054	12,196	14,559	54,621
Sociedades fiduciarias	35,607	105,216	137,621	4,790	23,562	20,814	30,817	81,654	116,807
Almacenes generales de depósito	86,674	176,444	246,730	28,016	52,050	67,844	121,274	124,394	178,886
Total	136,124	302,146	458,996	34,453	81,539	108,712	164,287	220,607	350,314
Millones de US\$	212	384	560	54	104	133	256	280	427
Fuente: Informe de Coyuntura para las Sociedades de Servicios Financieros de la Superintendencia Bancaria.									

sus activos pasaron de US\$ 212 millones en marzo de 1992 a US\$ 384 millones en junio de 1993 y a US\$ 560 millones en junio de 1994.

Una vez descritos brevemente los objetivos y alcances de la reforma financiera, se puede entrar a analizar la manera como la política monetaria y cambiaria enfrentó los retos impuestos por la apertura económica.

2. La política monetaria y cambiaria en los noventa¹²

Dado el objetivo del gobierno del presidente Gaviria de consolidar el proceso de apertura comercial iniciado por la administración anterior, su Gobierno continuó con la activa política de devaluaciones nominales que buscaba compensar los costos de la disminución arancelaria y de las mayores importaciones. En efecto, en 1990 la devaluación nominal fue de 31.1%, lo cual condujo a una devaluación del tipo de cambio real de 11.3%. Esta política, unida a la reducción de la oferta agrícola en el segundo semestre de 1990 y a la corrección de algunos precios controlados como el de la gasolina y las tarifas de energía, trajo consigo la inflación más alta de los últimos tiempos: 32.4% (cuadro 1 y gráfica 5).



¹² Para una descripción detallada de la política monetaria en la década del noventa, véase: Galindo et al. (1994).

En dicho año, la principal fuente de expansión monetaria fue la acumulación de reservas internacionales, fruto de las expectativas de revaluación generadas a raíz de la política previa de devaluaciones nominales. En efecto, esta condujo a que la tasa de cambio real fuera superior a la de equilibrio, lo cual, sumado a las altas tasas de interés domésticas y a las bajas tasas externas, estimuló el flujo de capitales.

En un principio, la inflación intentó ser controlada a través de operaciones de mercado abierto, lo cual elevó el saldo de las operaciones monetarias a \$ 989 mil millones en 1990, equivalente al 71.1% de la base monetaria (cuadro 2 y gráfica 2). Sin embargo, esto estimuló aún más la entrada de capitales, ya que la tasa de interés de los títulos de participación a noventa días pasó de 27.9% en febrero a 45% en diciembre (cuadro 10). Adicional a la política de esterilización, las autoridades monetarias suprimieron el certificado de cambio para el reintegro de transferencias y servicios, ampliaron la posición propia de los establecimientos financieros y elevaron la tasa de interés de los cupos de redescuento de los bancos comerciales. Asimismo, la Junta Monetaria agilizó los giros al exterior correspondientes a pagos de las importaciones; sin embargo, esta medida fue contraproducente pues permitió una mayor movilidad de los capitales especulativos.

En 1991, y en vista de la inflación alcanzada en el año anterior, las autoridades actuaron en diferentes frentes. En un principio, continuaron con la activa política de restricción monetaria a través de las OMA, lo cual siguió trayendo consigo unas mayores tasas de interés y, al estimular aún más la entrada de capitales, una mayor acumulación de reservas internacionales (cuadro 8)¹³. No obstante, a mediados de 1991 la nueva Junta Directiva del Banco de la República tomó la decisión de reducir de manera permanente la tasa de interés de los títulos de participación, con el objeto de disminuir el diferencial entre la tasa de interés interna y la externa y cortar así el círculo vicioso que se había establecido entre la tasa de interés y la entrada de capitales.

¹³ Asimismo, se tomaron medidas tales como el ajuste de los salarios por debajo de la inflación y el aumento de los ingresos públicos para evitar un desajuste fiscal.

Otra de las políticas adoptadas para reducir la inflación fue la imposición, en enero de 1991, de un encaje marginal del 100% sobre el conjunto de exigibilidades del sistema financiero, excluyendo las CAV. En septiembre de dicho año se sustituyó esta política por una que aumentó los encajes medios aplicables a los depósitos y exigibilidades a la vista y a término, incluyendo los CDT y las exigibilidades del sector público. De esta manera, el incremento de los encajes condujo a que el multiplicador monetario pasara de 1.54 a finales de 1990 a 1.32 en diciembre de 1991 y que la relación reserva bancaria/ depósitos en cuenta corriente aumentara desde 0.42 hasta 0.61 en el mismo período. Así, se repetía la historia de dar marcha atrás a la política de liberación financiera en momentos de presión inflacionaria (cuadro 6).

Al igual que en la década del setenta, otra de las políticas adoptadas para controlar la inflación fue la disminución de la devaluación nominal, la cual pasó de 31.1 en 1990 a 11.2 en 1991, de manera tal que se produjo una revaluación real de 9.1% (cuadro 3, gráfica 3). Asimismo, y a semejanza de la década del setenta, se establecieron los certificados de cambio con descuento. En un principio, el descuento sobre los certificados de cambio fue del 10% pero posteriormente se elevó al 12.5%. De esta manera se buscaba aumentar el grado de flexibilidad de la tasa de cambio con el fin de otorgarle un mayor control monetario a las autoridades. En efecto, el sistema de los certificados de cambio llevaba implícita una banda cambiaria, ya que la tasa de cambio de mercado fluctuaba entre un límite superior, que era la tasa fijada diariamente por el Banco de la República para la redención de los certificados vencidos, y un límite inferior dado por la misma tasa descontada al 12.5% y a la cual el Banco compraba los certificados recién emitidos. Este complicado sistema de bandas cambiarias sería simplificado a principios de 1994 mediante la Resolución 2 de la Junta Directiva del Banco de la República.

La introducción de los certificados de cambio con descuento estuvo acompañada de la expedición de la Ley 9a de 1991, la cual disminuyó los trámites burocráticos y eliminó el monopolio sobre la tenencia de divisas por parte del Banco de la República que había reforzado el Decreto 444 de 1967. Así, y a pesar de la flexibilidad que permitía dicho Decreto, se buscó que la tasa de cambio respondiera más efectivamente al mercado ya

Cuadro 10
Tasas de interés de los títulos de participación a 90 días

(Porcentajes)

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
1988	33.09	32.31	n.t.	32.50	33.00	n.t.	35.00	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.
1989	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.	29.50	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.
1990	n.t.	27.90	31.50	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.	39.00	39.98	43.00	45.00
1991	40.41	43.01	46.18	39.57	40.68	46.80	46.93	42.51	38.99	37.60	38.35	35.29
1992	25.92	25.98	25.38	22.58	19.12	19.33	19.41	n.t.	n.t.	n.t.	n.t.	25.50
1993	25.50	26.05	26.24	26.25	26.25	25.50	24.69	23.75	23.75	23.75	24.72	24.75
1994	24.75	24.75	24.75	24.75	25.58	26.64	27.20	27.87	29.24	30.57	33.97	34.52

n.t.: No se efectuaron transacciones.

Fuente: Banco de la República, "Principales Indicadores Económicos 1923-1992" y Regulación Monetaria.

que el control de cambios implicaba trabas en el funcionamiento del mercado cambiario y del sistema de comercio exterior.

En este sentido es interesante anotar que, en lo que respecta al manejo de la tasa de cambio, la Ley 9a. conservó el espíritu del Decreto 444 pues permitió la injerencia de las fuerzas del mercado en la determinación del precio de la divisa. Sin embargo, al contrario de lo sucedido durante las dos décadas anteriores, la ley operó en la práctica. En efecto, las autoridades económicas dejaron de realizar minidevaluaciones diarias que permitían mantener el nivel real de la tasa de cambio. De esta manera, dado que la indización de la tasa de cambio había sido una de las principales causas de la mayor inflación experimentada desde mediados de los años setenta, se atacó una de las raíces del problema inflacionario (Uribe (1994), Carrasquilla (1992) y Barrera (1992)). Además, en la medida en que la defensa de la tasa de cambio real dejó de realizarse a través de mayores devaluaciones nominales, se reconoció la importancia de mantener una rígida política fiscal y monetaria. Esto sería reforzado mediante la Reforma Constitucional de 1991 y la Ley 31 de 1992, las cuales buscaron la estabilidad de la moneda colombiana al darle autonomía al Banco de la República y fijarle como función prioritaria el control de la inflación.

En parte, como consecuencia de las medidas adoptadas, la inflación empezó a descender en 1991. Así, la inflación en dicho año bajó a 26.8% y, en 1992, a 25.1%. No obstante, en este último año el Banco de la República intervino en el mercado a través de la emisión de certificados de cambio evitando así una mayor apreciación de la tasa de cambio. De esta manera, se sacrificó la meta de inflación, la cual era de 22%. Adicionalmente, esta política dificultó el manejo monetario en 1993 y 1994.

En efecto, los medios de pago en los últimos dos años se mantuvieron, en promedio, por encima de los corredores monetarios y la inflación fue de 22.6%. En 1993 y 1994 el comportamiento monetario se explica, fundamentalmente, por la expansión de la base monetaria ocasionada por la reducción en el saldo de los títulos del Banco de la República en circulación (certificados de cambio y títulos de participación) y por las pérdidas que tuvo el Banco de la República como consecuencia del costo de las OMA

realizadas previamente. De esta manera, si bien el efecto monetario de la acumulación de reservas se neutralizó en un principio mediante certificados de cambio y títulos de participación, la base terminó expandiéndose a medida que se vencían estos papeles financieros (cuadro 5).

En resumen, es claro que, con excepción de 1986, los diferentes intentos de liberación financiera adoptados desde 1974 han sufrido tropiezos cuando se han enfrentado a las políticas de estabilización. No obstante, es evidente que el actual mercado de capitales está más desarrollado que 25 años atrás. En efecto, los controles a la tasa de interés nominal han sido usados en los últimos años tan solo ocasionalmente y las operaciones de mercado abierto se han convertido, salvo en los últimos meses, en una herramienta de control monetario más importante que los encajes. Asimismo, en la medida que el mercado ha empezado a ser el mecanismo para determinar la tasa de cambio, esta ha pasado a convertirse en instrumento fundamental, ya que su flexibilidad asegura la viabilidad de un ancla de tipo monetario. Tal como se verá a continuación, un distanciamiento adicional del modelo intervencionista, típico de los años cincuenta y sesenta, empieza ocurrir a mediados de la década del ochenta cuando el déficit fiscal comienza a ser financiado con papeles de deuda pública.

III. Las finanzas públicas y el mercado de capitales

En el cuadro 11 se presenta la evolución de la finanzas públicas como porcentaje del PIB entre 1950 y 1994. Tal como se puede apreciar, mientras el déficit fiscal representó 1.4% del PIB entre 1950 y 1969, en los años setenta alcanzó el 2.1% del PIB, en los ochenta, el 3.9% del PIB y entre 1990 y 1994 se alcanzó un superávit promedio de 0.6% del PIB. A su vez, los cuadros 12 y 13 señalan la evolución del déficit del gobierno central entre 1963 y 1994. En este sentido vale la pena precisar que, hasta mediados de la década del ochenta, la tendencia de las finanzas del sector público consolidado estuvo en buena parte determinada por el déficit del gobierno central.

El deterioro de las finanzas del gobierno central en los primeros años del setenta se originó en un crecimiento de los gastos superior al de los ingresos (cuadro 14). Este

CUADRO 11
Financiamiento del déficit del Sector Público no Financiero
Como proporción del PIB

	Déficit(+)/ Superávit(-)	Crédito externo neto	Crédito interno neto				Total
			Banco de la República a/.	Ingresos no tributarios de la CEC b/.	Resto c/.		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(6-3-4)=(5)	(1-2)=(6)	
1950	-0.9	-0.1	-0.8	0.0	-0.1	-0.8	
1951	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.2	
1952	1.4	1.2	0.0	0.0	0.1	0.2	
1953	1.1	0.2	1.0	0.0	-0.1	0.9	
1954	0.2	0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	
1955	1.2	-0.1	1.2	0.0	0.1	1.4	
1956	2.0	0.2	1.6	0.0	0.2	1.9	
1957	3.4	1.6	1.8	0.0	0.0	1.8	
1958	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	
1959	0.0	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.2	
1960	-0.1	-0.1	0.2	0.0	-0.3	-0.1	
1961	1.7	1.0	0.6	0.0	0.0	0.6	
1962	4.2	0.9	2.6	3.4	-2.6	3.4	
1963	1.9	1.2	0.3	0.0	0.4	0.7	
1964	2.2	0.8	1.0	0.0	0.3	1.4	
1965	3.0	0.6	2.3	0.0	0.1	2.4	
1966	0.5	0.9	-0.4	0.0	0.1	-0.3	
1967	2.1	0.6	1.3	0.0	0.2	1.5	
1968	0.7	1.5	-1.0	-0.6	0.9	-0.8	
1969	2.0	2.2	-0.5	-0.3	0.6	-0.1	
1970	2.2	2.5	-0.6	-0.3	0.6	-0.3	
1971	3.0	1.9	0.9	-0.1	0.4	1.1	
1972	3.0	2.9	-0.2	-0.2	0.5	0.1	
1973	2.8	2.4	-0.4	0.0	0.8	0.4	
1974	3.1	1.7	0.8	0.3	0.3	1.4	
1975	3.2	2.1	1.1	0.3	-0.3	1.1	
1976	0.7	0.7	-0.5	0.2	0.2	0.0	
1977	1.8	1.0	0.0	0.3	0.5	0.8	
1978	0.1	0.5	-0.5	0.3	-0.1	-0.3	
1979	1.5	2.1	-0.5	1.3	-1.3	-0.6	
1980	2.3	3.1	-0.1	1.3	-2.0	-0.8	
1981	5.5	3.6	2.4	2.4	-2.9	1.9	
1982	6.0	3.3	4.6	2.7	-4.7	2.6	
1983	7.4	3.6	3.6	1.7	-1.5	3.9	
1984	5.9	3.7	3.5	0.1	-1.3	2.3	
1985	4.4	5.2	0.0	0.0	-0.9	-0.8	
1986	0.3	3.7	-0.7	0.0	-2.7	-3.4	
1987	1.9	-0.3	1.8	0.0	0.5	2.2	
1988	2.5	1.5	-0.1	0.0	1.1	1.0	
1989	2.4	0.7	0.4	0.5	0.7	1.6	
1990	0.3	-0.4	-1.2	0.6	1.3	0.7	
1991	-0.2	-0.9	0.5	0.0	0.3	0.7	
1992	0.3	-0.6	-0.2	0.0	1.1	0.9	
1993	-0.3	-1.2	0.2	0.0	0.7	0.9	
1994	-2.6	-1.8	0.0	0.0	-0.8	-0.8	

a/. Corresponde al Crédito Neto del Banco de la República al Resto del Sector Público no Financiero que se registra en la base monetaria.

b/. Corresponde al rendimiento por manejo de reservas y a las utilidades por compraventa de divisas.

c/. Corresponde al financiamiento interno diferente del otorgado por el Banco de la República.

(p): Preliminar

Fuente: Banco de la República y Departamento Nacional de Planeación.

Cuadro 12
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
INGRESOS, GASTOS, DÉFICIT Y FINANCIAMIENTO
(Millones de pesos)

	Ingresos de operaciones efectivas	Gastos			Déficit(-) Superávit(+)	Financiamiento total	Crédito externo neto b/.	Financiamiento interno			
		Corrientes	Inversion a/.	Total				Banco de la República c/.	Ingresos no Tributarios de la CEC d/.	Otros e/.	Total
	(1)	(2)	(3)	(2+3)=(4)	(1-4)=(5)	(-5)	(6)	(7)	(8)	(10-7-8)=(9)-(5)-6)=(10)	(10)
1963	3069	2509	1296	3805	-736	736	501	134	0	101	235
1964	3847	2878	1562	4440	-593	593	-150	440	0	303	743
1965	3948	3010	1330	4340	-392	392	-86	468	0	10	478
1966	6027	4121	1852	5973	54	-54	80	-279	0	145	-134
1967	6709	4293	2626	6919	-210	210	369	-7	-21	-131	-159
1968	8778	5122	3646	8768	10	-10	1061	-397	-582	-92	-1071
1969	9868	6418	3987	10405	-537	537	1270	-166	-287	-290	-733
1970	12318	8037	5233	13270	-952	952	1462	-29	-352	-129	-510
1971	14582	10173	5903	16076	-1494	1494	1227	834	-194	-373	267
1972	16431	11397	8362	19759	-3328	3328	3279	140	-346	255	49
1973	20355	14735	8424	23159	-2804	2804	2996	-835	6	637	-192
1974	25189	19214	9801	29015	-3826	3826	315	643	1058	1810	3511
1975	37277	26183	13168	39351	-2074	2074	-549	2544	1165	-1086	2623
1976	47769	32012	12315	44327	3442	-3442	-1196	-3023	1063	-286	-2246
1977	61345	41374	16223	57597	3748	-3748	-1631	-1851	2072	-2338	-2117
1978	81091	57220	20978	78198	2893	-2893	-2150	-1290	2974	-2427	-743
1979	99398	82777	25955	108732	-9334	9334	5214	-7632	15182	-3430	4120
1980	132065	121263	41954	163217	-31152	31152	16490	404	19758	-5500	14662
1981	156779	153815	61166	214981	-58202	58202	19544	-1182	48177	-8337	38658
1982	189735	210985	80161	291147	-101391	101391	14861	19230	67734	-434	86530
1983	237563	262913	81754	344667	-107104	107104	-6148	49294	53298	10660	113252
1984	302826	391000	83200	474200	-171374	171374	23466	111822	4784	31302	147908
1985	446504	437300	141000	578300	-131796	131796	47976	62794	0	21026	83820
1986	655544	596600	148900	745500	-89956	89956	101800	-66800	0	54956	-11844
1987	935300	767800	209200	977000	-41700	41700	-45900	60369	0	27231	87600
1988	1211000	1064300	316300	1380600	-169600	169600	116600	-11809	0	64809	53000
1989	1536100	1416500	370000	1786500	-250400	250400	89000	-12164	77100	96464	161400
1990	2088000	1817800	450900	2268700	-180500	180500	53800	-52094	119900	58894	126700
1991	3165000	2439000	793000	3232000	-67000	67000	41000	185525	0	-159925	26000
1992	4207800	3344200	1492700	4836900	-629100	629100	165000	154064	0	310036	464100
1993	5904700	5069100	1199500	6268600	-363900	363900	-36300	78728	0	321472	400200
1994	9026300	7157700	1616300	8774000	252300	-252300	-676800	77956	0	346544	424500

a/. A partir de 1987 incluye el Préstamo Neto.

b/. En 1992 y 1993 incluye la variación de activos del Gobierno en el exterior.

c/. Corresponde al Crédito Neto del Banco de la República al Gobierno que se registra en la base monetaria.

d/. Corresponde al rendimiento por manejo de reservas y a las utilidades por compra venta de divisas.

e/. Corresponde al financiamiento interno diferente del otorgado por el Banco de la República.

(p) preliminar

Fuente: 1963-1986 García y Guterman, ESPE No. 14, Diciembre de 1988. 1987-1994 Departamento Nacional de Planeación y Banco de la República.

Cuadro 13
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
INGRESOS, GASTOS, DEFICIT Y FINANCIAMIENTO
(Porcentaje del PIB)

	Ingresos de operaciones efectivas	Gastos			Déficit(-) Superávit(+)	Financiamiento total	Credito externo neto b/.	Financiamiento interno			
		Corrientes	Inversión a/.	Total				Banco de la República c/.	Ingresos no Tributarios de la CEC d/.	Otros e/.	Total
1963	7.1	5.8	3.0	8.7	-1.7	1.7	1.2	0.3	0.0	0.2	0.5
1964	7.2	5.4	2.9	8.3	-1.1	1.1	-0.3	0.8	0.0	0.8	1.4
1965	6.5	5.0	2.2	7.1	-0.6	0.8	-0.1	0.8	0.0	0.0	0.8
1966	8.2	5.6	2.5	8.1	0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.0	0.2	-0.2
1967	8.1	5.2	3.2	8.3	-0.3	0.3	0.4	-0.0	-0.0	-0.2	-0.2
1968	9.1	5.3	3.8	9.1	0.0	-0.0	1.1	-0.4	-0.8	-0.1	-1.1
1969	8.9	5.8	3.8	9.4	-0.5	0.5	1.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.7
1970	9.3	6.1	3.9	10.0	-0.7	0.7	1.1	-0.0	-0.3	-0.1	-0.4
1971	9.4	6.5	3.8	10.3	-1.0	1.0	0.8	0.5	-0.1	-0.2	0.2
1972	8.7	6.0	4.4	10.4	-1.8	1.8	1.7	0.1	-0.2	0.1	0.0
1973	8.4	6.1	3.5	9.5	-1.2	1.2	1.2	-0.3	0.0	0.3	-0.1
1974	7.8	6.0	3.0	9.0	-1.2	1.2	0.1	0.2	0.3	0.6	1.1
1975	9.2	6.5	3.3	9.7	-0.5	0.5	-0.1	0.6	0.3	-0.3	0.6
1976	9.0	6.0	2.3	8.3	0.6	-0.6	-0.2	-0.6	0.2	-0.1	-0.4
1977	8.6	5.8	2.3	8.0	0.5	-0.5	-0.2	-0.3	0.3	-0.3	-0.3
1978	8.9	6.3	2.3	8.6	0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0.3	-0.3	-0.1
1979	8.4	7.0	2.2	9.1	-0.8	0.8	0.4	-0.6	1.3	-0.3	0.3
1980	8.4	7.7	2.7	10.3	-2.0	2.0	1.0	0.0	1.3	-0.3	0.9
1981	7.9	7.8	3.1	10.8	-2.9	2.9	1.0	-0.1	2.4	-0.4	1.9
1982	7.8	8.4	3.2	11.7	-4.1	4.1	0.8	0.8	2.7	-0.0	3.5
1983	7.8	8.6	2.7	11.3	-3.5	3.5	-0.2	1.6	1.7	0.3	3.7
1984	7.9	10.1	2.2	12.3	-4.4	4.4	0.6	2.9	0.1	0.8	3.8
1985	9.0	8.8	2.8	11.6	-2.7	2.7	1.0	1.3	0.0	0.4	1.7
1986	8.7	8.8	2.2	11.0	-1.3	1.3	1.5	-1.0	0.0	0.8	-0.2
1987	10.6	8.7	2.4	11.1	-0.5	0.5	-0.5	0.7	0.0	0.3	1.0
1988	10.3	9.1	2.7	11.8	-1.4	1.4	1.0	-0.1	0.0	0.8	0.5
1989	10.2	9.4	2.4	11.8	-1.7	1.7	0.6	-0.1	0.5	0.6	1.1
1990	10.3	9.0	2.2	11.2	-0.9	0.9	0.3	-0.3	0.6	0.3	0.6
1991	12.1	9.3	3.0	12.4	-0.3	0.3	0.2	0.7	0.0	-0.8	0.1
1992	12.7	10.1	4.5	14.6	-1.9	1.9	0.5	0.5	0.0	0.9	1.4
1993	14.1	12.1	2.9	14.9	-0.9	0.9	-0.1	0.2	0.0	0.6	1.0
1994 p	16.8	13.3	3.0	16.3	0.5	-0.5	-1.3	0.1	0.0	0.6	0.8

a/. A partir de 1987 incluye el Préstamo Neto.

b/. En 1992 y 1993 incluye la variación de activos del Gobierno en el exterior.

c/. Corresponde al Crédito Neto del Banco de la República al Gobierno que se registra en la base monetaria.

d/. Corresponde al rendimiento por manejo de reservas y a las utilidades por compra venta de divisas.

e/. Corresponde al financiamiento interno diferente del otorgado por el Banco de la República.

(p) preliminar.

Fuente: 1963-1986 García y Guterman, ESPE No. 14, Diciembre de 1988. 1987-1994 Departamento Nacional de Planeación y Banco de la República.

Cuadro 14
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
Ingresos y Gastos
Crecimiento Real a/.

	Ingresos de operaciones efectivas	Gastos Totales
1964	15%	7%
1965	-10%	-15%
1966	35%	22%
1967	4%	8%
1968	23%	19%
1969	4%	9%
1970	17%	19%
1971	4%	7%
1972	-1%	8%
1973	0%	-5%
1974	-2%	-1%
1975	26%	15%
1976	2%	-10%
1977	0%	1%
1978	11%	14%
1979	-5%	8%
1980	5%	19%
1981	-6%	4%
1982	-2%	9%
1983	7%	1%
1984	8%	16%
1985	20%	0%
1986	21%	7%
1987	15%	6%
1988	1%	10%
1989	1%	3%
1990	3%	-4%
1991	20%	12%
1992	6%	20%
1993	14%	6%
1994	25%	14%

a/. Las cifras fueron deflactadas con el IPC (Dic.1988=100)
 (p): Preliminar.
 Fuente: Cuadro No.12.

comportamiento se observó también entre 1978 y 1982 cuando el aumento en el gasto público real superó el crecimiento real de la economía a la vez que los ingresos reales caían. El significativo incremento del gasto puede haber impedido el crecimiento de la economía a tasas más rápidas por dos razones principales: i) desplazó la inversión del sector privado, en donde la tasa de retorno del capital es más alta que en el sector público ii) indujo a una tasa de cambio real menos competitiva ya que el gasto público se concentra en bienes no transables, lo cual reduce los incentivos a los exportadores y hace más difícil el éxito de una política de liberación de las importaciones (García (1994)).

Adicionalmente, el deterioro experimentado por las finanzas públicas durante las décadas del setenta y el ochenta puede haber sido en gran parte responsable de que la tasa de cambio flexible concebida en el Decreto 444 hubiera dado lugar al sistema de minidevaluaciones. En efecto, a pesar de que el gobierno del presidente Lleras Restrepo tenía claro que para lograr una tasa de cambio flexible era necesario tener un manejo equilibrado de las finanzas públicas (López (1987)), los déficit que se siguieron presentando condujeron a que la solución más práctica fuera aquella de realizar minidevaluaciones periódicas. Al fin y al cabo, de esta manera se evitaba la apreciación real de la tasa de cambio y se minimizaba el riesgo de que se siguieran presentando las crisis cambiarias de los años precedentes, las cuales eran atizadas cada vez que surgían expectativas de una devaluación masiva. No obstante, al abandonarse la idea de una tasa de cambio flexible se terminaron aceptando mayores tasas de inflación y se le impuso un componente inercial a ésta.

Independientemente de las implicaciones que trajo consigo el deterioro de las finanzas públicas en las décadas de los setenta y ochenta, es interesante analizar la forma de financiamiento del déficit fiscal pues nos da un indicio del desarrollo del mercado de capitales. En este sentido, en el cuadro 15 se observa que entre 1950 y 1980 los créditos externos ganaron importancia como fuente de financiación del déficit fiscal (García y Guterman (1988)). En efecto, entre 1950 y 1960 el crédito externo representó el 38% del total de los recursos de financiamiento mientras entre 1961-1970 y 1971-1980 representó

Cuadro 15
Financiamiento del Déficit del Sector Público no Financiero
(Millones de pesos)

	Déficit(+)/ Superávit(-)	Crédito externo neto	Crédito Interno neto				Total
			Banco de la República a/.	Ingresos no tributarios de la CEC b/.	Resto c/.	Total	
1950	-68	-4	-60	0	-4	-6	
1951	6	20	-12	0	-2	-1	
1952	132	116	3	0	13	1	
1953	120	22	105	0	-7	9	
1954	22	31	-10	0	1	-	
1955	184	-17	166	0	16	18	
1956	301	24	243	0	34	27	
1957	606	291	315	0	0	31	
1958	60	31	2	0	27	2	
1959	-10	-61	40	0	11	5	
1960	-36	-22	57	0	-71	-1	
1961	516	319	182	0	15	19	
1962	1445	291	894	1163	-903	115	
1963	830	516	144	0	170	31	
1964	1168	435	550	0	183	73	
1965	1845	375	1397	0	73	147	
1966	385	635	-310	0	60	-25	
1967	1752	522	1110	-21	141	123	
1968	686	1434	-988	-582	822	-74	
1969	2258	2390	-532	-287	687	-13	
1970	2927	3264	-757	-352	772	-33	
1971	4674	2950	1354	-194	564	172	
1972	5680	5510	-450	-346	966	17	
1973	6845	5909	-914	6	1844	93	
1974	10152	5578	2494	1058	1022	457	
1975	13087	8691	4516	1166	-1285	439	
1976	3638	3816	-2408	1063	1167	-17	
1977	13017	7318	109	2072	3518	569	
1978	1343	4261	-4558	2974	-1334	-291	
1979	17946	24551	-8165	15182	-15622	-680	
1980	36487	49644	-1361	19758	-31554	-1315	
1981	109157	70728	46891	48177	-56639	3842	
1982	149223	83240	114818	67734	-116569	6598	
1983	227330	109364	109633	53298	-44965	11796	
1984	228999	141450	133687	4784	-50922	8754	
1985	217456	259172	1634	0	-43350	-4171	
1986	19429	250133	-48281	0	-182423	-23070	
1987	171022	-27072	154815	0	43479	19809	
1988	291392	172548	-14112	0	132956	11884	
1989	359540	110890	59130	77100	112420	24865	
1990	67600	-78200	-243210	119900	269110	14580	
1991	-42200	-235300	127587	0	65513	19310	
1992	109600	-196200	-60218	0	375018	30580	
1993	-132700	-511900	97643	0	281557	37920	
1994	-1410400	-985700	-1603	0	-423097	-42470	

a/. Corresponde al Crédito Neto del Banco de la República al Resto del Sector Público no Financiero que se registra en la base monetaria.

b/. Corresponde al rendimiento por manejo de reservas y a las utilidades por compraventa de divisas.

c/. Corresponde al financiamiento interno diferente del otorgado por el Banco de la República

(p): Preliminar.

Fuente: Banco de la República y Departamento Nacional de Planeación.

59% y 82%, respectivamente. Asimismo, cabe destacar que durante dichos años el crédito otorgado por el Banco de la República fue usualmente la segunda fuente de financiación.

Sin embargo, al principio de los años ochenta, cuando el déficit fiscal aumentó a niveles sin precedentes, se dificultó el acceso a los recursos externos como consecuencia de la crisis de la deuda externa de América Latina. Esta circunstancia forzó a que los recursos de emisión del Banco de la República ganaran importancia como fuente de financiamiento del déficit. En este sentido, una fuente de emisión adicional fue el manejo que se le dio a la Cuenta Especial de Cambios (CEC). En efecto, el Gobierno siguió contabilizando como parte de sus ingresos corrientes aquellos provenientes de la CEC que correspondían claramente a las ganancias de las operaciones de compraventa de divisas y a las utilidades en el manejo de las reservas internacionales. Su aprobación por el gobierno era claramente emisión primaria.

El aumento que tuvieron estos ingresos a raíz de la acumulación de reservas internacionales de finales de los setenta permitió que los ingresos no tributarios de la CEC pudieran financiar en promedio el 85% del déficit fiscal registrado entre 1979 y 1983 (García y Guterman (1988)). Su mayor utilización se realizó en 1981 y 1982 cuando representaron 2.4% del PIB y 2.7% del PIB, respectivamente (cuadro 13). Esta situación se modificó con la expedición del Decreto 73 de 1983, el cual obligó al Gobierno a sustituir los recursos de la CEC por Títulos de Ahorro Nacional (TAN) y por financiamiento externo. De esta manera, los TAN se convirtieron en el primer esfuerzo de financiar el déficit del gobierno a través de bonos de deuda interna voluntariamente adquiribles por el público. Sin embargo, dado el escaso tamaño del mercado de capitales colombiano, el gobierno terminó colocando los títulos en diferentes entidades del sector público (Herrera (1988)).

La sustitución de la emisión primaria por bonos de deuda interna fue un primer esfuerzo por sanear las finanzas públicas en la década del ochenta. Sin embargo, dado el desequilibrio existente, fue necesario llevar a cabo un severo ajuste, el cual abarcó un incremento de los ingresos y una disminución en los gastos del gobierno (cuadro 14) y de las entidades descentralizadas. Los resultados de esta política fueron exitosos en el mediano plazo. El déficit público se redujo de un nivel promedio anual del 5.3% del PIB

en el período 1980 y 1985 al 1.5% del PIB en el período 1986-1990. Así, se posibilitó la devaluación real de la tasa de cambio entre 1984 y 1986.

La reducción del déficit del sector público y la recuperación de los mercados internacionales de crédito permitieron disminuir las necesidades de financiación a través de recursos de emisión del Banco de la República. No obstante, la Ley 38 de 1989 autorizó nuevamente el traslado al Gobierno de las utilidades de la CEC, con lo cual se generó, de manera indirecta, un mayor financiamiento monetario del déficit. Los recursos trasladados por este concepto llegaron a representar 0.5 % del PIB en 1989 y 0.6% del PIB en 1990 (cuadro 13).

En la década del noventa se realizaron diferentes reformas fiscales que tienen su origen en la Constitución Política de 1991, en sus normas reglamentarias y en los mecanismos de financiamiento del déficit público utilizados por el Gobierno. En particular, vale la pena destacar: i) La Ley de Recursos y Competencias (Ley 60 de 1993), la cual incrementó en forma permanente el nivel de gasto por transferencias del gobierno central hacia las regiones y ii) la Ley del Banco de la República (Ley 31 de 1992), la cual limitó el financiamiento del Gobierno a través de cupos de emisión, liquidó la CEC y estableció que las pérdidas, y parte de las utilidades, del Banco de la República se trasladaran al Gobierno Nacional.

Dada la limitación de utilizar la emisión como fuente de financiamiento del Gobierno, a partir de 1992 se observa una creciente colocación de títulos de deuda pública interna¹⁴. Así, mientras que entre 1980 y 1989 las emisiones de Bonos del Gobierno registradas por la Tesorería General de la Nación representaron 0.4% del PIB en promedio, entre 1990 y 1994 alcanzaron 1.6% del PIB (cuadro 16). Si bien esto podría ser el reflejo de una ampliación del mercado de capitales doméstico, aproximadamente un 50% de las emisiones de TES realizadas entre 1992 y 1993 fueron inversiones forzosas de entidades públicas.

¹⁴ Durante este año se colocaron los Bonos Ley 55 de 1985, los Bonos Colombia, los Bonos para Desarrollo Social y Seguridad Interna (BDSI) y se inició la colocación de títulos de deuda (TES).

La utilización de bonos de deuda interna como mecanismo de financiamiento es también el reflejo de la sustitución de deuda externa por interna. En vista de la afluencia de capitales extranjeros en los últimos años, esta política respondió a la preocupación de las autoridades por evitar presiones adicionales sobre la tasa de cambio. No obstante, en la medida que el mercado de capitales colombiano no es aún lo suficientemente desarrollado, una emisión de títulos de deuda interna superior a los excedentes de las entidades descentralizadas puede presionar la tasa de interés al alza y estimular una mayor entrada de capitales. Por ende, una efectiva defensa de la tasa de cambio debe empezar por reducir el gasto público.

En resumen, aunque una parte de los bonos de deuda pública emitidos en los últimos años ha sido colocada forzosamente en las entidades descentralizadas superavitarias, es indudable que la posibilidad de financiar un porcentaje del déficit con dichos instrumentos indica que el mercado de capitales está más desarrollado que hace 25 años. No obstante, tal como se verá a continuación, el logro más importante del proceso de liberación financiera iniciado en los años setenta lo constituyó la decisión de modificar la forma de financiamiento de los fondos encargados de la asignación del crédito de fomento. Esta política consolidó el distanciamiento entre el modelo actual y el intervencionista, típico de los años cincuenta y sesenta.

IV. El programa de crédito de fomento¹⁵

A raíz de la reforma bancaria de 1951, y con el objeto de darle apoyo a sectores específicos, en los años cincuenta y sesenta se crearon diferentes instituciones adjuntas al Banco de la República.

Dentro de los diferentes fondos creados a partir de la segunda mitad de la década del sesenta se destaca el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo), creado en 1967. La principal fuente de recursos de este fondo provenía del valor CIF de las importaciones, pero durante sus primeros años Proexpo recibió dinero del Banco de la

¹⁵ Esta sección está basada fundamentalmente en Gómez (1990),

Cuadro 16
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
TITULOS DE DEUDA PUBLICA INTERNA
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 p
TAN recibidos en Tesorería	0.0	0.0	0.0	0.0	53.8	38.1	39.9	0.0	0.0	0.0	0.0	5.1	0.0	0.0	0.0
Tesoros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	331.4	65.3	0.0	0.0
Bonos Tes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	110.0	687.8	1,175.5
TES Inversión forzosa	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	nd	335.0	545.0
TES subasta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	nd	352.8	630.5
Bonos Ley 55 de 1985	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	26.5	314.1	0.0	0.0
Bonos Ley 21/63	2.8	2.1	3.3	4.9	3.2	3.2	4.5	9.2	6.5	13.8	11.3	6.7	0.0	0.0	0.0
Bonos Colombia	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	171.7	0.0	0.0
Bonos BDSI	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	208.0	0.0	0.0
Bonos de Valor Constante	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Bonos financ.especial	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	7.4	21.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Bonos finan.presupuestal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bonos de saneamiento fiscal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0
Total	2.8	2.1	3.3	4.9	57.0	55.9	44.4	9.2	16.5	21.1	32.7	369.7	869.8	687.8	1175.5
Total como porcentaje del PIB	0.18%	0.11%	0.13%	0.16%	1.48%	1.13%	0.65%	0.10%	0.14%	0.14%	0.16%	1.42%	2.62%	1.64%	2.19%

(p) preliminar.

(nd) no disponible.

Fuente: Banco de la República y Tesorería General de la República.

República para financiar a los exportadores colombianos. Asimismo, en 1966 fue creado el Fondo Financiero Agrario con el propósito de financiar las cosechas semestrales y en 1968 se fundó el Fondo Financiero Industrial con el propósito de descontar el crédito otorgado por los bancos y las corporaciones financieras a las pequeñas y medianas industrias manufactureras. Aunque estos dos fondos podían recibir recursos de instituciones internacionales, su principal fuente de recursos eran las inversiones obligatorias. Este sistema, como se ha explicado, forzaba a invertir a los intermediarios financieros parte de sus depósitos en bonos emitidos por el Banco de la República y con tasas de interés inferiores a la tasa oficial de colocación. En efecto, mientras esta última estuvo fijada por el Gobierno en 14% entre 1967 y 1973 (Carrizosa (1985)), los bonos de las inversiones obligatorias recibían un interés de 8%. Finalmente, en 1973 el Fondo Financiero Agropecuario fue creado para financiar la ganadería y otorgar créditos de mediano y largo plazo a la agricultura. Con el objeto de obtener los recursos necesarios para este fondo, el sistema bancario fue obligado de nuevo a comprar bonos en una cantidad que varió entre el 15% y el 25% del total de sus colocaciones. Al igual que en el pasado estos bonos recibían una tasa de interés mas baja que la tasa oficial de colocación.

Este modelo intervencionista empezó a perder popularidad al final de los setenta. Entre las críticas se destaca aquella que argumentó que la política de crédito subsidiado obstruía el desarrollo de un mercado accionario y estimulaba a las empresas a seguir una política de endeudamiento (véase, entre otros, Hernández (1976), Hommes (1984)). Asimismo, se señaló que la política tradicional de crédito de fomento no era la más apropiada para incrementar la rentabilidad del sector agrícola en el mediano plazo (Fainboim (1986)).

Aunque se suponía que los fondos financieros debían obtener sus recursos de créditos internacionales y del sistema de inversiones obligatorias, hasta 1979 estos recursos no eran suficientes para financiar sus operaciones y, por lo tanto, el Banco de la República terminó cubriendo el déficit de los fondos con recursos de emisión. Así, el

Banco de la República siempre financió el déficit de los fondos hasta finales de los años setenta contribuyendo a la expansión de la base monetaria (cuadro 6).

Sin embargo, en 1979 se decide frenar el financiamiento de los fondos con emisión y, hacia mediados de la década del ochenta, se incrementa la tasa de interés activa de dichas instituciones. De esta manera se buscaba evitar las pérdidas operacionales de las instituciones encargadas de asignar el crédito de fomento. En efecto, cuando los recursos baratos del Banco de la República dejaron de estar disponibles, sus costos de operación aumentaron puesto que sus únicas fuentes de ingreso provinieron de las inversiones obligatorias y del mercado competitivo. Dado que la tasa de interés pagada por los fondos por dichos recursos era superior que la que recibían por los recursos prestados, la decisión obvia era reducir los subsidios a través de modificaciones a la estructura de sus tasas de interés activas. Así, tal como se aprecia en el cuadro 17, con excepción del Fondo Financiero Agropecuario (FFAP), las tasas de colocación de los fondos presentaron un incremento entre 1986 y 1988 con el fin de disminuir el déficit de dichas instituciones.

No obstante, el problema no radicaba únicamente en los diferenciales entre las tasas pasivas y las activas sino también en la transformación de los plazos. Así, por ejemplo, mientras las captaciones por títulos agroindustriales se realizaban a 90 días, estos recursos podían prestarse a mediano y largo plazo. Esto traía consigo un incremento de los riesgos ya que si las tasas de interés de mercado se elevaban, aumentaba el costo de captación de los recursos pero las tasas de colocación y redescuento se mantenían fijas. Por esta razón la Junta Monetaria empezó a hacer flexibles las tasas de interés de los créditos de fomento a partir de 1983. Así, ya en 1988 el Fondo Financiero Industrial (FFI), el Fondo para Inversiones Privadas (FIP), y el Fondo de Capitalización Empresarial (FCE) habían hecho flexibles las tasas de interés de todas sus líneas de crédito al atarlas a la DTF. No obstante, para ese entonces pocas líneas del FFAP se habían hecho flexibles (Gómez (1990)).

La reducción de los subsidios se siguió reforzando cuando se empezaron a ajustar las condiciones para las operaciones redescontadas con cargo a las líneas externas. Este tipo de medida, adoptada a partir de la segunda mitad de la década del ochenta, buscaba que el beneficiario final cubriera los costos en los que incurría el país al obtener los créditos externos. En particular, un porcentaje creciente de las líneas se empezó a otorgar en dólares para que el riesgo cambiario lo tomara el empresario. Así, se reducían los cargos que había tenido que asumir la cuenta especial de cambios en el pasado para compensar la devaluación del peso frente al dólar y del dólar frente a otras divisas¹⁶.

El proceso de saneamiento financiero de los fondos encargados de la asignación del crédito se terminó de consolidar en la década del noventa. Fue así como, en 1990, se determinó el marchitamiento de las inversiones sustitutivas del encaje sobre depósitos en CDT, la cual era la más importante fuente de financiamiento. Adicionalmente, se estableció que los títulos que constituían la principal fuente de recursos de FINAGRO¹⁷ debían tener una remuneración que tendiera a la prevaleciente en el mercado. En particular, la Resolución 77 de 1990 señaló que el rendimiento de los Títulos de Desarrollo Agropecuario Clase "A" debía ser la tasa DTF menos 9 puntos porcentuales para los títulos que se suscribieran en 1991, la DTF menos 6 para los suscritos en 1992, la DTF menos 4 para 1993 y DTF menos 2 para los suscritos a partir de 1994.

El marchitamiento de las inversiones forzosas y la canalización de los recursos bajo condiciones de mercado se reflejó en el traslado de los fondos financieros industriales del Banco de la República a otra entidad, y en la elevación del costo promedio de sus recursos, el cual pasó de 31.7% en 1990 a 35.1% en 1991¹⁸. El rol del mercado como mecanismo de asignación de recursos se consolidó con las políticas trazadas por la Junta Directiva del Banco de la República con respecto a la administración de la líneas de

¹⁶ **Revista del Banco de la República**, Notas Editoriales, Noviembre de 1991.

¹⁷ La Ley 16 de 1990 transformó el FFAP en el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (FINAGRO).

¹⁸ **Revista del Banco de la República**, Notas Editoriales, Noviembre de 1991.

Cuadro 17
Fondos financieros
Tasa de colocación y costo de los recursos (1)

	1980	1983	1985	1986	1987	1988 (2)
FFAP						
Redescuento	17.9	16.8	16.6	18.3	19.1	19.0
Captación	16.4	17.9	18.7	18.2	19.8	22.3
Diferencia	1.5	-1.1	-1.9	0.1	-0.7	-3.3
FFI						
Redescuento	16.0	21.3	22.0	22.1	23.4	24.7
Captación	23.0	23.6	23.7	21.7	22.0	24.4
Diferencia	-7.0	-2.3	1.7	0.4	1.4	0.3
FIP						
Redescuento	23.5	23.7	25.1	24.5	26.9	26.9
Captación (3)	25.9	20.4	22.7	21.1	24.3	26.3
Diferencia	-2.4	3.3	2.4	3.4	2.6	0.3
FCE						
Redescuento	---	21.0	18.3	19.0	23.3	25.8
Captación	---	25.0	24.0	21.3	24.0	25.4
Diferencia	---	-4.0	-5.7	-2.3	0.7	0.4

(1) La tasa de colocación es marginal, es decir, que se refiere a los nuevos créditos aprobados. El costo de los recursos incluye el costo de administración del Banco de la República.

(2) A noviembre 30 de 1988.

(3) A los recursos propios se les imputó un costo de oportunidad equivalente a la variación contable del IPC total.

Fuente: H. J. Gómez (1989).

crédito externo que intermediaba dicha institución¹⁹. En efecto, las disposiciones de la Junta buscaron la separación total del Banco de la República de los procesos de asignación individual de los préstamos y la flexibilidad de las condiciones financieras de las operaciones. De esta manera las variables fundamentales de los préstamos individuales dejaban de ser señaladas discrecionalmente por las autoridades y pasaron a ser determinadas libremente entre los usuarios y los intermediarios.

V. Conclusión

A pesar de que el mercado de capitales colombiano es todavía bastante imperfecto, es indudable el desarrollo que ha experimentado durante los últimos 25 años. En efecto, se ha dejado atrás el período en el cual existían controles a la tasa de interés, lo cual inducía la presencia de tasas de interés reales negativas. Adicionalmente, es notable la disminución de las inversiones forzosas y la desaparición de la emisión como fuente de financiación de los Fondos Financieros. Así, se buscaron disminuir los costos del sector financiero y se pasó de un sistema en el cual las autoridades asignaban los recursos a uno en el cual el mercado juega dicho rol. Por otra parte, se debe destacar la desaparición de la emisión como fuente de financiamiento del déficit fiscal y los intentos de financiarlo con bonos de deuda interna.

No obstante, es innegable que aún falta camino por recorrer. En primer lugar, los encajes permanecen en niveles semejantes a los de hace dos décadas y han seguido siendo utilizados como herramienta de control monetario cada vez que surgen presiones inflacionarias. Por otra parte, los bonos de deuda interna han terminado colocándose en un alto porcentaje en entidades superavitarias del sector público. Al contrario de décadas pasadas, este tipo de política puede no ser el reflejo de la falta de aceptación por parte del público de los títulos de deuda pública. Sin embargo, ello sigue mostrando el escaso tamaño del mercado de capitales colombiano.

¹⁹ Ver Resolución Externa 5 de 1991.

Dada la caída experimentada por el ahorro durante los últimos años, el mayor reto que enfrenta la política financiera, y la macroeconómica en su conjunto, es elevar las tasas de ahorro de la economía ya que solo así se puede asegurar un crecimiento económico sostenido. Este reto es aún mayor si se tiene en cuenta que una reducción de los encajes podría estimular aún más el endeudamiento público y privado. La política fiscal debe empezar a jugar un papel más activo en la generación de ahorro. En efecto, aunque en los últimos años el sector público registró superávit, ello fue el resultado de un incremento de los ingresos y no de una reducción de los gastos. Sin embargo, si se desea disminuir los efectos negativos que tiene un aumento del ahorro público sobre el privado, es de vital importancia que los esfuerzos por lograr el equilibrio fiscal se centren en reducir los gastos (Corbo y Schmidt-Hebbel (1991)).

Referencias

- Avella, M. y Lora, E. (1989), "El Dinero y el Sistema Financiero Colombiano", en Lora, E. y Ocampo, J.A., editores, **Introducción a la Macroeconomía Colombiana**, Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- Barrera, F. (1992), "La Inflación de Largo Plazo en Colombia", **Tesis PEG**, Universidad de los Andes, Bogotá.
- Carrasquilla, A. (1992), "Estabilización Macroeconómica y Tasas de Interés en Colombia: Se Agotó otro Modelo?"
- Carrizosa, M (1985), "Tasas de Interés y el Ahorro Financiero en Colombia", **Banca y Finanzas**, 189, pp. 39-112
- Corbo, V. y Schmidt-Hebbel, K. (1991), "Public Policies and Saving in Developing Countries", **Journal of Development Economics**, Vol. 36, North Holland)
- Cortés, J. (1993), "Reformas Financieras en Colombia", **Mimeo**, Banco de la República, Septiembre.
- Cuddington, J.T. (1988), "El Caso de las Bonanzas de Exportación: El Caso del Café", **Coyuntura Económica Andina**, XVIII, pp.281-303.
- Diaz-Alejandro, C. (1974), "La Liberación de Importaciones en Colombia: 1965-1966", Fedesarrollo, Bogotá
- Fainboim, I. (1986), "El Riesgo y la Política de Fomento Agropecuario", **Ensayos sobre Política Económica**, 9.
- Galindo, A., Patrón, H. y Ripoll, M. (1994), "Inflación, Tasa de Cambio y Crecimiento Monetario", **Mimeo**, Banco de la República.
- García, J. (1994), "Growth, Stabilization, and Adjustment in Colombia: Some Lessons From the Period 1966-1990", Seminario Latinoamericano Sobre Crecimiento Económico, Bogotá, 27 y 28 de Junio de 1994.
- García, J y Guterman, L. (1988), "Medición del Déficit del Sector Público Colombiano y su Financiación", en **Ensayos Sobre Política Económica**, 14, pp.115-133.
- Giovanini, A. (1985), "Saving and the Real Interest Rate in LDC's", **Journal of Development Economics**, 18, pp.197-217.

Ocampo, J.A., Londoño, J.L. y Villar, L. (1985), "Ahorro e Inversión en Colombia, **Coyuntura Económica**, pp.93-141

Ocampo, J.A. (1986), "La Política Macroeconómica en el Corto y Mediano Plazo", **Coyuntura Económica**, XVI, pp.147-177.

Ocampo, J.A., Bernal, J., Avella, M. y Errazuris, M. (1987), "La Consolidación del Capitalismo Moderno, 1945-1986", en Ocampo, J.A., editor, **Historia Económica de Colombia**, Siglo XXI Editores, Bogotá, pp.243-333.

Ortega, F.J. (1982), "Notas sobre la Reciente Evolución Económica e Institucional del Sector Financiero", **Ensayos Sobre Política Económica**, 1

Revista Banco de la República, Notas Editoriales, Diciembre, 1986.

Revista del Banco de la República, Notas Editoriales, Noviembre de 1991.

Revista del Banco de la República, Notas Editoriales. Octubre, 1994.

Shaw, E.S. (1973), **Financial Deepening in Economic Development**, New York: Oxford University Press

Steiner, R. (1987), "El manejo de la Tasa de Cambio y el Estatuto Cambiario: Los Objetivos de largo plazo y los desafíos coyunturales", en **Colombia: 20 años del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior**, Bogotá, Banco de la República, Volumen 1.

Suescún, R (1987), "Inversiones en el Exterior y la Fragilidad de las Filiales de los Bancos Colombianos", **Documento de Trabajo de Investigaciones Económicas del Banco de la República**.

Uribe J. D. (1994), "Inflación Inercial, Tasa de Cambio y Anclas", **Borradores Semanales de Economía**, No. 10.