

La serie "Borradores 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.

**BARRERAS DEL DESARROLLO FINANCIERO: LAS
INSTITUCIONES MONETARIAS COLOMBIANAS EN LA
DECADA DE 1950**

Por:
**Salomón Kalmanovitz K.
Mauricio Avella G.**

1998

No. 104

Para comentarios favor dirigirse a los autores:
Teléfonos: 3347380 - 3430673

BARRERAS DEL DESARROLLO FINANCIERO: LAS INSTITUCIONES MONETARIAS COLOMBIANAS EN LA DECADA DE 1950

Salomón Kalmanovitz K., Mauricio Avella G.¹

Septiembre de 1998

Resumen

En este trabajo se analiza la evolución de las instituciones financieras en Colombia durante el período 1923-1995, con especial énfasis en la reforma financiera de 1951. A lo largo del trabajo se destacan los cambios institucionales y sus efectos sobre el desarrollo de la intermediación financiera. Se destaca la importancia del banco central en términos de la profundización de los mercados de capital y de la estabilización macroeconómica. Pretender que el banco central contribuya al avance de la sociedad más de lo que lo permite el desarrollo de las fuerzas productivas y de las variables reales de la economía como el ahorro, la inversión, las ganancias y los salarios, puede conducir a la atrofia de los mercados monetarios, a la inflación, y a desequilibrios macroeconómicos crónicos.

¹ Respectivamente codirector e investigador del **Banco** de la República. Los puntos de vista acá expuestos no comprometen ni al **Banco** de la República ni a su Junta Directiva.

Introducción.

A lo largo de 75 años las instituciones financieras colombianas han sido reformadas en diversas oportunidades. Las reformas más importantes se realizaron en 1923, 1951, 1974 y 1990. El presente trabajo destaca, en perspectiva histórica, las características principales de dichas reformas. La guía analítica es el enfoque según el cual de los cambios institucionales se derivan implicaciones económicas. El énfasis recae en la reforma financiera de 1951, cuando se consideró que el fomento económico debería hacer parte de las prioridades del Banco de la República.

El ensayo consta de siete secciones. En la primera se discute el tema de la intermediación financiera y las instituciones. En la segunda se comenta el marco institucional resultante de la reforma de 1923, sus implicaciones sobre el desarrollo financiero en los años veinte, y los efectos devastadores de la Gran Depresión. En la tercera sección se estudia la reforma financiera de 1951 como parte de un proceso que tendía a la Centralización de las decisiones financieras. Posteriormente en la sección cuarta se discute la reforma financiera de 1974 mediante la cual se aspiraba a rescatar para el sistema financiero su función crucial de canalizador del ahorro hacia la inversión, y se pretendía reivindicar para el Banco de la República su función original de banco central y autoridad monetaria. En las tres últimas secciones el énfasis recae sobre las tendencias internacionales y domésticas de la última década **que** buscan consolidar la autonomía de los bancos centrales.

A La intermediación financiera y las instituciones.

El tema central de este ensayo es el de la reforma del Banco de la República de 1950 y sus efectos sobre el sistema financiero que implicó un viraje de las funciones de desarrollo y estabilidad económica que tuvo la institución desde su fundación en 1923 hasta esa fecha, hacia una política monetaria **más** activa y de fomento directo a la agricultura y la industria. Se trata del fortalecimiento y avance de intereses corporativos en la captura de las rentas derivadas del señoraje del banco de emisión. Es un incidente un tanto extraño en el que un gobierno conservador acoge una propuesta legislativa del dirigente liberal Jorge Eliecer Gaitán –asesinado el 9 de abril de 1948, lo que detonó una explosión social en todo el país-

y la introduce como eje de la nueva función del banco central². Es, al mismo tiempo, un ajuste de la arquitectura del banco central al nuevo paradigma keynesiano que fuera recomendado por dos consultores del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos³. Pero era también una época en la que se justificaba el desarrollo autárquico de una base industrial para lo cual se ponía el sistema financiero a su servicio.

Las innovaciones más importantes que explican el surgimiento del capitalismo en Occidente se dieron, según Douglass North, “en tres márgenes de costos: 1) aquellos que incrementaron la movilidad del capital; 2) aquellos que redujeron los costos de información y 3) los que diseminaron los riesgos”⁴. Es obvio que todas ellas tienen que ver con el desarrollo y profundización de los mercados de capital y monetarios, con la creación de instrumentos como las letras de cambio y otros papeles con garantías detrás o con seguros que asumían los riesgos de los negocios que eventualmente asumieron los bancos y las compañías de seguros. La incertidumbre fue transformada en riesgo que podía ser calculado actuarialmente y, por lo tanto, ser cubierto a cierto costo conocible. El Banco Central se convirtió posteriormente en el garante de última instancia del sistema financiero y aumentó la confianza de los agentes por sus depósitos. También regularizó el suministro de liquidez al mercado y las relaciones financieras con la economía internacional. En síntesis, el mercado de capital es crucial y viene de primero en el desarrollo económico.

El banco central es el eje de las instituciones económicas formales que organizan una economía moderna. En el caso de un país de escaso desarrollo, sobre él reposa todo el andamiaje financiero, las posibilidades de su profundización, el desarrollo de los negocios, la estabilidad de su nivel de precios, el equilibrio externo del país y la sostenibilidad de su crecimiento económico.

North, Anderson y Hill observan para el desarrollo económico de los Estados Unidos que mucho antes de la fundación del Banco de la Reserva Federal en 1914 se había dado un fuerte desarrollo del mercado de capital de largo plazo y se había consolidado “la evolución de un sistema de intermediarios financieros que lograban hacer fluir el ahorro del público hacia la industria” y que habían financiado grandes proyectos como ferrocarriles, canales y fábricas de maquinaria’. En la profundización de ese mercado había incidido la colocación de la deuda del gobierno federal que, siendo el papel más seguro disponible en el mercado, fijaba la tasa de interés de largo plazo con cero riesgo. Esto reducía los costos de información de los agentes en el mercado monetario porque era la base para el cálculo de la tasa de interés con papeles de mayor riesgo y para diferentes plazos.

North, Anderson y Hill dicen algo de pasada y que se constituirá en una referencia importante para este trabajo: “entre la guerra civil y la primera guerra mundial el mercado

² Meisel, (1990), p. 424. La propuesta de Ley incluía un artículo que decía: “entre sus operaciones directas con el pública, el Banco de la República podrá hacer prestamos que faciliten el desarrollo de la economía, con plazos hasta de seis meses y respaldados con las garantías que determine la Junta Directiva..

³ Alter, G. y Grove, R. ([1950], 1988).

⁴ North (1990), p.125.

⁵ North, D., Anderson, T., Hill, P. (1983) p.1.

de corto plazo se hizo más eficiente”⁶. La aprobación del Banco de la Reserva Federal por el Congreso norteamericano después de muchas dificultades previas se hizo respondiendo a los múltiples intereses afectados por la estacionalidad de las tasas de interés que generaba el ciclo agrícola de siembra y de cosecha, las que en varias ocasiones habían iniciado pánicos financieros, especialmente el de 1907; por lo tanto, su función inicial fue la de suavizar estacionalmente la tasa de interés y para ello comenzó a intervenir en el mercado monetario de corto plazo y a contrarrestar las corridas con expansión de las reservas de los bancos miembros⁷.

La ruta del desarrollo del mercado de capital comienza con el mercado de papeles públicos. “La creación de un mercado amplio para títulos del gobierno de bajos intereses y riesgo nulo atrajo un número creciente de inversionistas, grandes y pequeños, hacia los mercados financieros. La aceptación general de papeles del Tesoro le presta profundidad y estabilidad a los mercados monetarios de corto plazo y para los bancos; por ejemplo, los títulos del tesoro fueron instrumentos muy útiles para los comerciantes, banqueros e industrialistas operando en el mercado de corto plazo, donde los papeles gubernamentales eran una forma de proveer colateral para una parte substancial del encaje bancario y de los portafolios. La operación estable de los mercados para títulos públicos también tuvo un impacto positivo en el mercado de largo plazo para acciones de las empresas privadas, conduciendo a un traslado de inversionistas que pasaron de los bonos del gobierno a bonos de los ferrocarriles y de allí en adelante a otros títulos privados”⁸.

Las ventajas de un mercado monetario profundo en ambos extremos ‘de plazos son las de informar eficientemente a los agentes de sus condiciones, las de contribuir a la fácil transformación de los plazos de las deudas, a reducciones de las tasas de interés, a que los márgenes bancarios sean menores y, por lo tanto, a que el ahorro financiero y la inversión sean mayores, contribuyendo a acelerar la acumulación de capital. Estos son los casos de Holanda e Inglaterra en los siglos XVII y XVIII que se tornaron en centros de confianza financiera, inventaron instrumentos de conversión de deuda y redujeron considerablemente los costos tanto de información sobre el mercado monetario y de bienes como los de transacción’.

Pero hay algo más, y es un punto que se desarrollara más adelante en detalle, que tiene que ver con que unos mercados monetarios profundos permiten desarrollar una política monetaria eficiente, utilizando métodos de control indirecto, de mercado, permitiendo ajustes graduales de la tasa de interés y afectando en forma predecible las variables nominales y el ritmo de la actividad económica”. El criterio de eficiencia se ajusta a la obtención de dos objetivos: que la política contribuya a un nivel mínimo de inflación y al máximo crecimiento económico. La intervención del banco central moderno en la economía se hace fundamentalmente en el mercado monetario de corto plazo, de tal modo

⁶ *Ibid*, p. 126.

⁷ Chatterjee, S., (1993). Ver Walton, G. y Rockoff, H. (1997), p. 448.

⁸ Marichal, C. (1997), p. 119-120.

⁹ North, D. y Thomas, R. P. (1978), p. 221

¹⁰ Fry, M. (1997).

que “el mercado a un día es la esquina obscura y relativamente la menos elegante, pero en donde reside el poder mayor del banco central para afectar la actividad económica”¹¹.

Como lo expresa Thráinn Eggerstsson para destacar la importancia de los mercados monetarios, “cuando un bien se utiliza como dinero, los costes de transacción que se derivan de ello tienden a ser bajos si las características físicas de dicho bien pueden medirse fácilmente y si existen para ese bien varios mercados de reventa con precios estables ... y con varianza **pequeña**”¹². La llanura de los mercados de corto y de largo plazo significa que los de reventa del dinero son insuficientes y eso hace que los costos de transacción tiendan a ser altos, más aún cuando la inflación alcanza niveles moderados pero persistentes, complicando el cálculo de los precios de reventa. El resultado es que muchos recursos monetarios sobrantes en el corto plazo no son utilizados, a pesar de que pueda haber agentes que los requieran. El mercado llano de transacciones entre tres meses y un año puede conducir a que las cuentas corrientes sean mayores a lo necesario y a que sus propietarios pierdan unos intereses potenciales que están dispuestos a pagar los prestamistas, lo cual induce a que estos hagan menos negocios y su acumulación de capital sea más lenta. Por último, el mercado de largo plazo llano induce un ahorro doméstico menor, una financiación insuficiente de proyectos de larga maduración, una dependencia del ahorro externo y en consecuencia un mayor grado de vulnerabilidad de la cuenta comente del país. También a que el gobierno esté más presionado a financiarse con emisión y no con deuda, que es la forma más aceptable macroeconómicamente para financiar íos faltantes fiscales¹³.

Es obvio que cuando los mercados de corto y largo plazo son llanos y existe inflación, los precios de reventa del dinero fiduciario son difíciles de conocer y esto eleva los costos de transar con ese dinero, tanto **así** que muchos negocios incluso dejan de efectuarse. Aunque se puedan hacer hipotecas a quince y veinte años, el margen de intermediación debe ser muy alto para enfrentar cambios de precios distintos a los esperados o de cambios oficiales sobre las reglas del cálculo de la tasa de interés pertinente. Cuando hay hiperinflación, los agentes prefieren transar con otras monedas o simplemente hacer trueques de bienes. El hecho de que el dinero no se pueda transar por períodos cortos, como le permite un mercado a la vista profundo, hace que el tiempo sea monetizado sólo parcialmente y que, por lo tanto, la eficiencia en los negocios se reduzca cuando hay frecuentes baches en el flujo de liquidez. **Así** mismo esta ausencia se destaca y se expresa en el letargo de las tesorerías de los bancos, la del gobierno y aún la de grandes empresas y significa que se obstaculiza el propio mecanismo de maximización de utilidades¹⁴.

¹¹ Bario, C. (1997), p. 14.

¹² Eggertsson, T. (1995), p. 230.

¹³ Fry, Ibid.

¹⁴ Es de notar que en Colombia los salarios no se liquidan por hora sino mensualmente perdiéndose el rigor en la contabilidad de la jornada de trabajo. Sin una unidad de cuenta precisa, es difícil imponer una eficiencia creciente en el sitio de trabajo. Debe existir alguna relación entre la ausencia de valorización monetaria del tiempo en horas y minutos, dada la llanura del mercado de dinero a la vista, con esta contabilización relajada de la jornada de trabajo. Todo ello dificulta aumentar la productividad de cada uno de los factores de producción.

Cuando las transacciones se pueden hacer por tiempos muy cortos, como lo permite el mercado a la vista, el cálculo racional incluye todos los detalles de las operaciones tanto productivas como comerciales y bancarias. Uno de los índices más elocuentes del subdesarrollo es la ausencia del cálculo racional en el empleo de los factores en muchas de las esferas gubernamentales pero también en la dilapidación privada de la mano de obra que tiende a ser sobreabundante y barata en países como Colombia. Pero lo más importante quizás en el plano ideológico tiene que ver con las barreras para que se generalice el cálculo marginal. Si se cree que la Última unidad que entra en una serie grande no tiene importancia alguna, que no tiene efecto ni para la obtención de la máxima eficiencia ni para maximizar la ganancia, entonces tenemos la situación doméstica en la que los agentes dejan de minimizar costos y maximizar ganancias. Ello aplica a las decisiones de vender, comprar, alquilar, **ahorrar** e invertir y sugiere que el crecimiento obtenido es mucho menor al posible con la aplicación sistemática del cálculo marginal.

North toca este problema al criticar a la teoría neoclásica cuyos supuestos implican que los costos de transacción son de cero o sea que “los costos de adquirir información, la incertidumbre y los costos de transacción **no existen**”¹⁵. Sin embargo, agrega que estos supuestos se aproximan más a la realidad en la medida en que dichos costos se reducen por el desarrollo de las instituciones que lubrican y facilitan las transacciones. En Colombia es notoria la resistencia en las universidades a la microeconomía y en particular al juzgar la enorme distancia entre sus supuestos y una realidad caracterizada por ingentes costos de transacción que hacen aparecer el cálculo marginal como inocuo. Es frecuente el aserto de que la teoría económica no funciona en el trópico. Pero además parece estar involucrado en la cultura el sentido de que el cálculo marginal y el rigor contable y del gasto no solo son equivocados sino pecaminosos.

En la tradición religiosa católica, la tasa de interés debe estar estrictamente controlada. Según Santo Tomás, el interés se paga por el tiempo que una persona usa el dinero ajeno y no es lícito porque el tiempo le pertenece a Dios. El interés es entonces la enajenación de un atributo divino. Sin embargo, la Iglesia reconoce los conceptos de “lucro cesante” y “daño emergente”, asociados al dinero prestado. Tales costos deben ser definidos por la ley civil y si el interés los supera se clasificará como de **usura**¹⁶. Mientras subsistieron las leyes contra la usura, los agentes tuvieron que introducir en sus contratos complejos textos para evadirlas, “haciéndolos no sólo más complejos y abigarrados sino más difíciles de hacer cumplir. En la medida en que las leyes de la usura se disolvieron y **tasas** más altas de interés fueron permitidas, el costo de diseñar los contratos y el costo de hacerlos cumplir se hicieron menores”¹⁷.

Lo que se analizará seguidamente es precisamente la carencia de mercados monetarios profundos en Colombia y sobre todo la falta de voluntad para desarrollarlos por medio de

¹⁵ North, D., (1981), p. 19

¹⁶ **Enciclopedia de la religión católica** (1951-1956), bajo “**usura**”

¹⁷ North, D. (1990), p. 125.

una política bancaria objetiva y general que persiguiera este propósito. Muy temprano, diversos grupos de interés buscaron capturar las rentas de la emisión monetaria del banco central y se diseñaron esquemas que segmentaron los mercados con tasas de interés diferenciales y dirigieron el crédito a la construcción y a la agricultura. En 1950 se generalizaron subsidios de tasas de interés para algunas industrias y continuó para la agricultura. Entre 1963 y 1991, el gobierno asumió el control total de la junta directiva del Banco de la República y entró a ser financiado con costo cero por el Emisor, abusando de una vieja tradición de centralismo político.

Los agentes que capturaban las rentas del crédito subsidiado o de costo cero lo hacían a costa de un racionamiento del crédito institucional y de tasas de interés informales mucho más altas, las que tenían que ver con el mayor riesgo implícito en la recuperación del interés y del principal, riesgos por los que tenía que pagar buena parte de los agentes no favorecidos por el Banco Central. Los excesos de emisión para favorecer a algunos se esterilizaban con encajes cada vez mayores que perjudicaban al resto de los prestamistas. Estas prácticas monetarias atrofiaron el desarrollo tanto del mercado a la vista como el de largo plazo, a la vez que reducían las captaciones del ahorro del público; eventualmente, cuando la emisión también financió al gobierno, causaron inflación moderada pero también muy persistente. Esta, a su vez, sobrevaluó la tasa de cambio generando un problema de “insuficiente comercio internacional” y problemas serios de balanza de pagos. Por último, para resolver el problema anterior, el sector de los exportadores se encontró favorecido con una devaluación progresiva y persistente que era financiada con emisión, en especial cuando se daban bonanzas externas o entradas grandes de capital y que culminó con llevar a la economía a una inflación promedio del 25% anual entre 1970 y 1990.

La represión financiera y la carencia de mercados profundos hicieron más difícil y lenta la acumulación de capital. No hubo **tasas** de interés de mercado en el país hasta que se introdujeron los CDTs en los setenta, impidiendo valorar adecuadamente las inversiones privadas y el propio gasto público. La política monetaria tuvo que basarse entonces en instrumentos de intervención directa, tipo encajes, que son muy ineficientes y pueden frenar o acelerar bruscamente la actividad económica. A lo anterior se agregaron inversiones forzosas de los bancos que compartían de esta manera su señoría con los favorecidos, más que todo **agricultores**¹⁸. Los agricultores y en particular aquellos investidos de poder político siempre supieron que los bancos agrícolas estaban garantizados por el gobierno y muy frecuentemente dejaron de pagar sus obligaciones, llevando a refinanciamientos de estos bancos por medio del presupuesto público, lo que se repite hasta la actualidad con pérdidas ingentes de la Caja Agraria.

Otros bancos estatales también actuaron bajo el mismo riesgo moral, alguno de sus prestatarios entendiendo que habían recibido un favor político que no tenían que cancelar. Los encajes y las inversiones forzosas son, a su vez, impuestos que penalizan a los bancos y que estos trasladan a sus clientes en un margen de intermediación alto que castiga tanto al ahorrador como al prestamista. Por lo tanto, reduce al mismo tiempo el ahorro y la

¹⁸Hernández, A. (1989)

inversión. Aunque cierta proporción de la cartera disfruta de tasas de interés muy bajas, el resto debe enfrentar unas mayores a las que se darían en ausencia del subsidio selectivo. Pero el daño mayor es que la cartera como proporción del producto se mantendrá estancada porque el mercado está atrofiado: no envía las señales de que los prestamistas están determinados a pagar cierta tasa atractiva por los recursos de los ahorristas. Esta orientación se profundizó con la reforma financiera que se aprobó en 1950 con las consecuencias de un desarrollo económico más lento que el potencial, una dependencia grande del gobierno y del sector privado del financiamiento internacional y una política monetaria de baja calidad, es decir que permitió el aumento de la inflación y no maximizó el crecimiento económico.

Una de las razones históricas y culturales para que fueran tan frecuentes las intervenciones de las autoridades latinoamericanas en los mercados monetarios fue de nuevo la enseñanza de la iglesia sobre el pecado de la usura. Todavía un rezago de esta mentalidad en Colombia hace que la Superintendencia Bancaria deba expedir una norma mensual en la cual especifica cual es la tasa de interés que es considerada de usura, que es un techo y que puede implicar sanciones si es sobrepasado¹⁹. En caso de que la autoridad monetaria deba subir la tasa de interés sustancialmente para conjurar una situación de emergencia se encuentra con esta traba legal. Con alguna frecuencia también las autoridades monetarias imponen topes a las tasas de interés al juzgar discrecionalmente que se encuentran por encima de su nivel de equilibrio o adecuado, utilizando de nuevo métodos directos de intervención en el mercado monetario que son ampliamente aceptados por la cultura.

En los años setenta se implementó una política que buscó profundizar el mercado hipotecario y el de préstamos a un año, reiniciando el desarrollo de la captación del público, lo que obtuvo un resultado satisfactorio pues se amplió considerablemente el financiamiento de la economía, pero el mercado de corto plazo continuó atrofiado. Medidas nacionalistas obligaron a la venta de acciones por los bancos extranjeros a ciudadanos colombianos y alejó los bancos extranjeros de competir con los establecidos, lo que a su vez reforzó su alto margen de intermediación.

En los noventa, el Banco de la República devino más independiente con una Junta Directiva en la que el gobierno tiene sólo un voto de 7, aunque la tradición centralista del país le impuso que la presidiera el Ministro de Hacienda, algo que es extraño en el concierto internacional. A la vez que se reducía el encaje doméstico durante estos años y se liberaban las inversiones de los bancos extranjeros en el país, se colocaron depósitos a los préstamos externos, medida destinada a frenar la entrada de capital de corto plazo y darle estabilidad a la balanza de pagos, pero que limitó la competencia contra el sector financiero doméstico que mantuvo altos márgenes, mientras que la calidad de la política monetaria continúa siendo deficiente porque no existen suficientes instrumentos indirectos para llevarla a cabo y se tiene que manejar con metas intermedias de agregados monetarios.

¹⁹ La tasa de usura se define como el doble de la DTF de 90 días

B. Los cambios institucionales de 1923.

1. *Antecedentes y contexto*

A principios de los años veinte el país experimentaba un auge exportador resultante del buen suceso del café en los mercados internacionales. Se vivía un marcado contraste con la situación de principios de siglo cuando Colombia era uno de los países de América Latina más débilmente integrados a la economía mundial²⁰. Además, a los ojos de los inversionistas internacionales Colombia sobresalía en la región como una fuente importante de recursos naturales, particularmente petroleros.

Al tiempo que se desarrollaba su sector exportador, Colombia avanzó en el terreno de las instituciones con el propósito de cimentar la paz política después de la Guerra de los Mil Días (1899-1902), y procurar la estabilidad económica. Se consagró en el ámbito constitucional la prohibición de emitir papel moneda de curso forzoso, se adoptaron continuas aunque infructuosas tentativas de restablecer el Patrón Oro, y se introdujeron cambios en la organización presupuestal y tributaria. A principios de los años veinte existía un clima propicio para nuevos avances en el campo institucional.

En el contexto internacional, un evento crucial durante los veinte fue el surgimiento de un nuevo ciclo de financiamiento *privado* a países”. Los Estados Unidos dejaron de ser una nación deudora para convertirse en una nación acreedora, y Nueva York se consolidó como nuevo centro financiero internacional dominante. América Latina llegó a recibir alrededor de la quinta parte de la oleada de préstamos norteamericanos entre 1915 y 1935”. Colombia llegó a recibir más de US\$200 millones, aproximadamente el 10% del crédito recibido en el área *suramericana*²³.

Un precedente importante del acceso colombiano al crédito externo fue el arreglo diplomático con los Estados Unidos, conocido como el Tratado de Urrutia-Thompson (1914), del cual se derivó una compensación por la pérdida de Panamá cuyo monto fue de US\$25 millones. Al perfeccionarse el Tratado en 1922, la aspiración de contar con un banco central que permitiera recoger antiguas emisiones de papel moneda y facilitar el retorno al patrón oro cobró viabilidad. Al fortalecerse las finanzas públicas con la indemnización, el Gobierno quedó en capacidad de financiar un aporte suficiente al capital inicial del banco central. El Congreso aprobó las leyes 30 y 117 de 1922 mediante las cuales se autorizaba la fundación de un banco central de emisión con el nombre de Banco

²⁰ Al despuntar la nueva centuria, Colombia y **Haití** ostentaban los índices **más** bajos de comercio exterior por habitante, inversión extranjera y construcción de ferrocarriles, en el contexto latinoamericano. Ocampo (1982) pp. 56-60

²¹ El “boom” crediticio se originó en el reciclaje de los créditos de reconstrucción posteriores a la Primera Guerra Mundial, particularmente del crédito privado basado en el Plan Dawes. Kindleberger (1984) pp. 302-303.

²² Lewis (1938) Appendix E.

²³ Colombia ocupó el **cuarto** puesto en endeudamiento después de Argentina con el 42%, Brasil con el 19% y Chile con el 16%. Datos basados en Lewis (1938) Appendix E.

de la República, cuyo capital ascendería a \$ 10 millones de los cuales \$ 5 millones serían aportados por el Gobierno²⁴.

2. *El nuevo marco institucional*²⁵

Los cambios institucionales de 1923 se basaron en los proyectos legislativos preparados por una misión de asesores financieros liderada por Edwin Walter Kemmerer, universalmente conocido como “el médico internacional de la moneda”²⁶. A grandes rasgos, las reformas persiguieron organizar el sistema monetario y de pagos, contribuir a la estabilidad macroeconómica, mejorar la administración pública, y modernizar los instrumentos mercantiles.

En cuanto al *sistema monetario y de pagos*, se propuso la adopción de un sistema de banco central y bancos comerciales. El banco central sería el eje del sistema monetario y actuaría como prestamista de última instancia. Su junta directiva representaría intereses nacionales antes que los del gobierno o los del sector privado. A su turno, la actividad bancaria estaría reglamentada de acuerdo con una variedad de opciones: banca de depósitos, banca hipotecaria, banca prendaria, cajas de ahorros, y secciones fiduciarias. Al Estado le correspondería la vigilancia de la intermediación financiera, de acuerdo con la doctrina existente. El Banco le podría prestar al gobierno sólo hasta el 30% de su capital, lo que en aquel momento equivalía a \$3 millones.

Con la fundación del banco central se contribuiría a la *estabilidad macroeconómica*. El régimen monetario correspondería al de un patrón oro regulado, en el cual el banco podría intervenir en el mercado de cambios para estabilizar la cotización de la moneda nacional²⁷. El “principio de Bahegot” quedó consignado en las nuevas instituciones financieras al establecer que en el caso de crisis pasajeras en la liquidez de los bancos, el banco central facilitaría los redescuentos necesarios a *tasas* de interés altas y progresivas.

Las propuestas apuntaron también a *modernizar la administración pública*. Se propuso la reorganización de los ministerios económicos, la tecnificación de la contabilidad nacional, la introducción del control fiscal, y el mejoramiento de los sistemas de recaudo. Se mantuvo el principio de la fuerza restrictiva del presupuesto, y se avanzó en el terreno de dejar en manos del gobierno la iniciativa en materia de gasto.

²⁴ Uribe (1926). Para entender en su contexto la magnitud del aporte gubernamental al capital del banco central, téngase en cuenta que los ingresos presupuestales ordinarios del gobierno nacional entre 1920 y 1922 fueron del orden de \$25 millones.

²⁵ En este trabajo lo *institucional* alude a las reglas de juego que formal o informalmente condicionan el comportamiento individual. North ([1990, 1995], p. 13).

²⁶ Eichengreen (1986) interpreta las asesorías internacionales de Kemmerer desde el punto de vista de los países visitados, como “a housecall to the money doctor”.

²⁷ Colombia fue el primer país suramericano en retomar al patrón oro. Chile lo hizo en 1926, y Argentina y Brasil lo hicieron en 1927. A fines de 1926 10 países de América Latina habían ingresado al régimen monetario de oro, y para 1928 la lista era de 16. Eichengreen (1992) p. 188

La misión financiera se ocupó también del *régimen mercantil* con el propósito de modernizar los sistemas de letras de cambio, pagarés y cheques, y abrió la posibilidad de innovaciones en cuanto al desarrollo de nuevos instrumentos negociables. Estos aspectos se referían a la evolución de materias ligadas con los *derechos de propiedad*, cuya actualización fue recomendada por la misión. Desafortunadamente la nueva legislación mercantil, moldeada de acuerdo con los patrones norteamericanos de confianza en los negocios, se encontró con una variedad de dificultades prácticas, que según los juristas limitaron sensiblemente su aplicación²⁸. Aquí hay que resaltar la diferencia en las tradiciones de la ley del común, en la tradición anglosajona, que se derivan de una ética protestante, con la ley civil de los regímenes centralistas hispanos y franceses, que hacen muy difícil la traducción de unas en otras, y que le restan eficacia a las reformas que desconocen a las instituciones y a su historia²⁹.

En suma, las propuestas se orientaban a proveer un sistema monetario estable y con capacidad de asimilar innovaciones financieras, una mayor transparencia en el manejo de los recursos públicos, y un marco legal moderno y ágil para la realización de los negocios. En conjunto, un marco de *incentivos* para las actividades económicas en un país que venía integrándose al mercado mundial de bienes y servicios financieros³⁰.

3. Las *organizaciones*.

a. El Banco de la República

Como resultado de las normas aprobadas mediante la Ley 25 de 1923 se fundó el Banco de la República, en calidad de banco central con el privilegio de emisión. El Banco sería el prestamista de última instancia, y su instrumento de control monetario sería la tasa de redescuento. Si eventualmente esta última fuera insuficiente para restablecer la estabilidad monetaria, el Banco podría apoyarse en operaciones de mercado abierto para “hacer efectiva la tasa de redescuento”.

Un aspecto central de la Ley 25 fue la conformación de la junta directiva del Banco. Se buscó una fórmula de equilibrio que descartara tanto la injerencia “indebida” del Gobierno, como el predominio de sectores económicos específicos. Al gobierno se le otorgaron tres sillas en una junta de diez miembros, con voz pero sin voto³¹. Las restantes siete sillas

²⁸ Vargas (1945), Aguilera (1965), Cruz Santos (1966).

²⁹ Menyman, John Henry (1969).

³⁰ En pocas palabras, se pretendía una “organización económica eficaz” en el sentido de North y Thomas ([1973], 1991, p.5). Según dichos autores, una organización eficaz supone la existencia de un marco institucional que canalice los esfuerzos económicos individuales hacia el crecimiento económico.

³¹ A propósito de la participación del gobierno en la junta del Banco, los consejeros financieros señalaron: “La Misión, en numerosas conferencias con banqueros, hombres de negocios, empleados del gobierno y otras personas, con referencia al Banco de la República, ha encontrado que el temor más general y acentuado respecto al éxito del Banco consiste en que éste pueda quedar bajo la indebida influencia del Gobierno y ser llevado al fracaso por obra de la política, temor que, parece justificado ampliamente por la historia bancaria de Colombia y de muchos otros países latinoamericanos. Para conjurar este peligro, el artículo 4º. [de la Ley 25]

fueron entregadas al sector privado asegurando la participación de personeros del comercio y la agricultura³².

En relación con la tasa de redescuento, la Ley 25 admitió la posibilidad de tasas diferenciales para distintos tipos de papeles. Con esta disposición se abrieron las compuertas para que la Junta obrara selectivamente, prefiriendo unos destinos económicos a otros.

b. La Superintendencia Bancaria y la Contraloría General de la República

Con la creación de la Superintendencia Bancaria, la Ley 45 de 1923 llevó a la práctica el principio constitucional de intervención del Estado en el banco central y en los bancos comerciales. Aunque podría verse como un alejamiento de la libre competencia bancaria, la Superintendencia fue concebida al servicio de la regulación, con el propósito de preservar la confianza pública en los establecimientos crediticios³³.

La Contraloría General de la República, diseñada a imagen y semejanza del modelo británico, y de su reciente adaptación en los Estados Unidos, tenía un lugar preciso dentro del marco de las reformas kemmerianas. Por delegación del Congreso, la Contraloría ejercería el control fiscal, salvaguardando la adecuada utilización de los tributos. Esta sería su función política. La Contraloría tendría además la función de velar por el equilibrio presupuestal, el cual dentro del esquema clásico de la Hacienda Pública debería lograrse anualmente. No era concebible un retorno al Patrón Oro sin una férrea disciplina fiscal³⁴.

limita la representación del gobierno en la junta a tres de los diez directores”. **Leyes Financieras** (1931), p.44.

³² Los conflictos entre sectores a propósito de la fundación del Banco fueron explícitamente reconocidos por la Misión:

“Los miembros de la Misión en repetidas conferencias con hombres de negocios, agricultores y profesionales, han oído expresar a menudo el temor de que el Banco de la República pueda ser indebidamente explotado por los intereses bancarios del país, a expensas de las conveniencias agrícolas y Comerciales. Con frecuencia se ha expresado la opinión de que los intereses de los bancos y los del comercio y la agricultura nacionales son a veces antagónicos o al menos parecen serlo a los ojos de los agricultores y comerciantes, y se ha formulado la queja, también muy frecuente, de que los bancos suelen mostrarse inclinados a prestar más atención a sus utilidades inmediatas que al futuro desarrollo del país. Para responder a estas críticas y acentuar mejor el amplio carácter público del Banco de Emisión, el proyecto ...dan considerable representación en la Junta Directiva a los personeros del comercio y de la agricultura del país”. **Leyes financieras** (1931) p. 48. En efecto, de los diez Directores sólo tres deberían ser banqueros, y siete podrían ser hombres de negocios, agricultores o profesionales. En la práctica, el dominio dentro de la junta era ejercido por los bancos, nacionales y extranjeros, ya que los primeros contaban con cuatro representantes y los segundos con tres.

³³ Con anterioridad a 1923 la vigilancia de los bancos “había sido incompleta o *ineficaz*; no existían datos estadísticos del movimiento de esas actividades ni se practicaban visitas ni inspecciones que pudieran reprimir abuso alguno” Vargas (1945). Drake (1979, p.36) considera que la Superintendencia constituyó “La pieza central del sistema bancario kemmeriano”. Según dicho autor, como “el Congreso temiera un Superintendente extranjero (como lo recomendara Kemmerer), politizado o dictatorial, determinó que se *tratara* de un colombiano, supervisado por el Presidente y el Ministro de Hacienda, y sujeto a un proceso de apelación”.

³⁴ Hasta 1918 el sistema de contraloría era una organización exclusiva de los británicos. El sistema de Cortes o Tribunales de Cuentas era de aceptación universal. Después de un breve ensayo en México con asona

La Superintendencia Bancaria fue separada del Emisor para que los criterios de protección del sistema financiero no interfirieran con la política monetaria. A su turno la Contraloría General de la República debía contribuir al equilibrio fiscal. Copiada de la legislación británica, esta última entidad nunca jugó un papel similar al que hubiera podido jugar en Gran Bretaña. Allá la tradición de un régimen descentralizado a partir de un parlamento burgués, muy influido por la City financiera, que disciplinó a la monarquía presupuestalmente, había garantizado un desarrollo económico estable y sistemático por más de dos siglos³⁵. Acá la tradición era la del centralismo heredado de España que tendió a ser muy dilapidador y que fuera modernizado por los códigos de ley franceses. Especialmente en décadas recientes, la Contraloría se desentendió del equilibrio fiscal y rubricaba lo que hacía el gobierno, sobre todo si era del mismo partido al que pertenecía el Contralor. La Contraloría se volvió con el tiempo un centro de poder político muy importante porque bajo el sistema de control previo visaba los gastos de todas las dependencias del gobierno, exponiéndose al manejo clientelista de los partidos. El parlamento colombiano tendió siempre a ser un apéndice del ejecutivo, muy poco representativo de los contribuyentes. A partir de 1963 el Banco se volvió público y la política monetaria corrió por cuenta de una junta en la que el sector privado no tenía participación directa. Aún así, Colombia no presentó un caso de déficit fiscales descontrolados ni de hiperinflación, ayudada por la existencia de restricciones legales al endeudamiento del Gobierno Nacional con el Banco de la República, y por el hecho de que el sector público dependió mucho del financiamiento externo y éste le imponía un comportamiento relativamente equilibrado de sus finanzas.

En resumen, las tres organizaciones citadas fueron desarrollos inmediatos de los cambios institucionales de 1923. A las tres se les adjudicó un *papel estabilizador* en sus campos respectivos, a saber, el monetario y cambiario, el fiscal, y el bancario. Dentro de este contexto era de esperarse una renovación de los incentivos para la actividad económica privada

4. *El nuevo esquema institucional en marcha*

El presente trabajo no aborda el universo de las reformas de 1923 y sus proyecciones históricas. Se concentra en la evolución de las instituciones financieras, destacando los contrastes más sobresalientes de las siete últimas décadas. Específicamente se aludirá a los cambios en la orientación del Banco de la República, al menú de los instrumentos de política monetaria, a la evolución de indicadores de profundización financiera, y a las variaciones en la anatomía de las organizaciones financieras.

a. La anatomía financiera original.

norteamericana, fue implantado en los Estados Unidos en 1921. No era entonces una institución con suficiente experiencia internacional. Lascarro (1945, p.16).

³⁵ North y Thomas (1991), *Capítulo 7*, sección 3.

A mediados de 1923 quedó conformado el sistema monetario cuyo eje era el Banco de la República³⁶. La tasa de redescuento era el instrumento de la política monetaria. Según el primer Gerente, al iniciar el Banco sus operaciones las **tasas** de interés bancarias de corto plazo oscilaban entre el **12%** y el **15%**. El Banco arrancó con una tasa de redescuento del **12%**, la cual fue reducida gradualmente al **10%**, **9%** y finalmente al **7%** antes del primer aniversario del Emisor. Según la ley orgánica del Banco, los bancos comerciales que acudieran al redescuento no podrían definir una tasa activa superior en dos puntos a la de redescuento. Como esta Última tasa se mantuvo en el **7%** entre mayo de **1924** y marzo de **1929**, la tasa activa sobre la cartera redescontada no debió exceder del **9%**³⁷. Existía entonces un control indirecto sobre la tasa activa de interés a través de la tasa del Banco; entre mayor fuera la porción redescontada de la cartera, más efectivo sería el control sobre las tasas de **interés**³⁸.

Como puede observarse, el Banco mantuvo incólume la tasa de redescuento durante casi cinco años, y durante dicho lapso no adelantó operaciones directas con el público. **Sólo** hasta **1929** y en respuesta a las primeras manifestaciones del colapso de los créditos externos de los Estados Unidos, el Banco alteró en cuatro oportunidades la tasa de redescuento, dejándola en **9%** a fines del año. En esta Última ocasión el Banco acudió al expediente de las tasas diferenciales para fijar una tasa del **8%** para el redescuento de la cartera agrícola.

¿Qué tan importante era la cartera redescontable? Entre **1925** y **1929** la media de la cartera descontable llegaba al **40%** de la cartera total. Y lo que es más significativo, la cartera efectivamente descontada no llegó a equivaler a más del **14%** de la cartera total. De modo que no sólo no se alteró la tasa de redescuento durante casi **5** años, sino que la porción redescontada de los créditos fue limitada. En consecuencia, la efectividad esperada de la tasa de redescuento como instrumento de política monetaria encontró claras limitaciones en la magnitud de la cartera redescontada.

¿Cuál era el modelo bancario resultante de las reformas? El crédito comercial, de corto plazo, se atendió por bancos privados, tanto de origen nacional como extranjero. El crédito de largo plazo sería otorgado por bancos hipotecarios. De esta manera se deslindaron las operaciones financieras de corto y largo plazo abriendo opciones para el ahorro con distintos horizontes temporales. En conjunto, el sistema bancario que emergió de la reforma kemmeriana no seguía estrictamente ninguno de los modelos **clásicos**³⁹. Se

³⁶ Al Banco le correspondió iniciar la unificación del numerario nacional, mantener la estabilidad cambiaria, servir de lazo de unión de los establecimientos bancarios, e incidir en la nivelación de la tasa de interés. Salazar, F. (1924).

³⁷ Según el Ministro de Hacienda Jesús María Marulanda (1925, p.60), el interés bancario efectivamente se normalizó “alrededor del 9%”.

³⁸ El control indirecto de los intereses no hacía parte del bagaje intelectual kemmeriano. Simplemente se aceptó una disposición que ya aparecía en la Ley 30 de 1922, la cual autorizaba la fundación del Banco de la República.

³⁹ Gerschenkron (1962) destaca tres grandes modelos de desarrollo financiero en Europa: la banca de inversión en Francia, cuyo paradigma fue el Credit Mobilier. La banca de corto plazo en Gran Bretaña, y la banca universal en Alemania, ofreciendo tanto crédito de corto como de largo plazo.

trató de un sistema mixto, con bancos destinados a operar en el corto plazo, y unos bancos hipotecarios orientados a captar **ahorros** de largo plazo con una destinación definida: la agricultura y la ganadería. La libertad de asignación crediticia de la banca comercial se agotaba en el corto plazo, al tiempo que la hipotecaria carecía de discrecionalidad en la destinación de su cartera de largo **plazo**⁴⁰. La legalidad de las operaciones de unos y otros bancos sería vigilada por la Superintendencia Bancaria.

Puede apreciarse cómo el *crédito dirigido* era una característica de las instituciones bancarias de **1923**. No sólo la banca hipotecaria estaba concebida para financiar un sector predeterminado, sino que como se mencionó anteriormente, las nuevas instituciones aceptaron la posibilidad de tasas de redescuento diferenciales a la banca comercial. Aunque ésta era una práctica conocida entre bancos centrales de otras latitudes, la experiencia colombiana rápidamente demostró que el esquema diferencial se aplicaría en beneficio de la agricultura. Entonces, la tasa de redescuento cuya función clásica se limitaba al control monetario, se convirtió en un mecanismo ambiguo del cual también se esperaban objetivos reales. A diferencia del crédito canalizado por la banca hipotecaria el cual se asignaba a tasas de interés de mercado, los préstamos comerciales a la agricultura se redescantarían a **tasas** subsidiadas.

La banca hipotecaria tuvo una importancia crucial en el primer lustro de vigencia del nuevo esquema institucional. Apenas aprobadas las propuestas de la misión financiera se inició la discusión de un proyecto de Banco Agrícola Hipotecario cuyo capital sería suscrito tanto por el sector público como por el sector privado. El Banco Agrícola vino a sumarse a dos bancos hipotecarios existentes de origen privado. ¿Por qué un nuevo banco hipotecario? La experiencia latinoamericana ofrecía varios ejemplos de banca hipotecaria exitosa, con capital de origen gubernamental, que había logrado colocar sus cédulas en plazas extranjeras⁴¹. De este modo, los sectores agrícolas de países semejantes a Colombia se habían beneficiado de crédito externo a largo plazo. Además, en relación con el mercado financiero interno, la llegada de capitales extranjeros, dado el patrón monetario, se traduciría en **tasas** de interés más bajas⁴². El Banco Agrícola Hipotecario inició operaciones

⁴⁰ La ley bancaria no sólo separó estrictamente la banca comercial de la hipotecaria, sino que **urgía** al gobierno para fomentar y estimular el establecimiento de bancos hipotecarios (Ley 45 de 1923, art. 123). La exclusividad agrícola y ganadera de la cartera hipotecaria también fue definida en la ley bancaria original (Ley 45 de 1923, artículo 39). Lleras (1986).

⁴¹ El ponente del proyecto fue Mariano Ospina Pérez, quien en el futuro influiría de nuevo en la anatomía de la intermediación financiera. El autor cita varios casos en los cuales el capital de los bancos hipotecarios era entera o parcialmente oficial (Caja de Crédito Hipotecario de Chile, Banco Hipotecario del Estado de Costa Rica, Banco Agrícola del Paraguay, Banco Agrícola de Filipinas, y diversos bancos hipotecarios del Japón). En otros casos el gobierno aparecía garantizando las cédulas emitidas (Banco Hipotecario Nacional de la Argentina, Banco Rural Hipotecario del Brasil, Agricultural Bank of Egypt, y Banco Hipotecario de Estado del Uruguay). Ospina (1923).

⁴² El argumento de la tasa de interés esgrimido por Ospina Pérez no era secundario. En lugar de utilizar la tasa de redescuento del Banco de la República para propiciar la baja de la tasa de interés, se pretendía atraer **ahorros** extranjeros que complementarían la oferta de **ahorro** doméstico.

en 1924 (Ley 68) con un capital suscrito en un 50% por el Gobierno Nacional, y el 50% restante por gobiernos departamentales y municipales, así como por entes privados⁴³.

En conclusión, la efectividad de la tasa de redescuento como instrumento de control monetario se vio limitada por la reducida envergadura de la cartera redescotada. En cuanto al modelo bancario, la estructura financiera original estuvo conformada por bancos comerciales nacionales, bancos comerciales extranjeros, y bancos hipotecarios. A través del Banco Agrícola Hipotecario, la banca de origen oficial entró a formar parte de la microeconomía bancaria a partir de las reformas de los veinte. *Crédito dirigido y banca oficial* se convirtieron en ingredientes permanentes cuya importancia variaría a lo largo del tiempo según se describe en adelante.

b. La prueba de fuego de la banca kemmeriana. Auge y colapso del patrón monetario.

Las nuevas instituciones y las organizaciones correspondientes entraron en vigencia en el contexto de una economía en rápida expansión. En efecto, la economía creció a una tasa media del 6.6% entre 1920 y 1929⁴⁴. Los activos bancarios pasaron de representar 12.7% del PIB en 1925 a 22.1% del PIB en 1929. El 68% de dicho aumento correspondió al crecimiento de la banca hipotecaria, y el 32% restante al de la banca extranjera. La participación de la banca privada nacional permaneció estable. En promedio, durante el primer lustro de vida del sistema los bancos privados nacionales representaron el 8% del PIB, y los bancos extranjeros e hipotecarios el 3% y el 6% del PIB respectivamente (Tabla 1)⁴⁵.

La dinámica de la banca hipotecaria y de la banca extranjera estuvo asociada al rápido crecimiento del sector externo hasta el estallido de la Gran Depresión y el cierre del mercado financiero internacional. El ciclo de endeudamiento internacional financiado por capitales privados de los Estados Unidos entre 1925 y 1928, tuvo una importancia crucial en la forma como se desarrolló el portafolio de las entidades financieras⁴⁶. Las gráficas 1 y 2 revelan un crecimiento espectacular tanto de los activos financieros ofrecidos por la banca como de la cartera. Las captaciones a través de depósitos de ahorro, a término y cédulas hipotecarias se multiplicaron por siete entre 1925 y 1929. A pesar del notable crecimiento de las captaciones de la banca comercial, el papel estrella de la época lo

⁴³ El aporte oficial al Banco Agrícola por \$ 1 millón se financió con recursos derivados del Último contado de la indemnización americana por la pérdida de Panamá.

⁴⁴ GRECO (1998).

⁴⁵ En conjunto, la Tabla 1 muestra cómo los activos de las entidades financieras en relación con el PIB han crecido aunque con interrupciones, a lo largo de la historia. Esta es una de las características de desarrollo financiero mencionadas por la literatura sobre la profundización financiera.

⁴⁶ Entre 1920 y 1929 Colombia accedió a créditos externos en plazas norteamericanas por US\$ 217.85 millones, de los cuales US\$195.5 millones fueron captados entre 1926 y 1928. De estos últimos recursos, el Gobierno Nacional recibió el 36%, los gobiernos departamentales percibieron el 34%, los municipios el 9.5%, y los bancos hipotecarios, el 19.5%. Lewis (1938). Appendix E.

constituyeron las cédulas hipotecarias, las cuales llegaron a representar el 65% de las alternativas ofrecidas a los ahorradores⁴⁷.

Para la banca hipotecaria, a diferencia de la comercial, los ahorradores se localizaban principalmente en el extranjero. De hecho, a fines de 1929 el 70% de las cédulas hipotecarias estaba en manos de inversionistas externos. En relación con el crédito, la cartera de la banca hipotecaria llegó a representar el 43% de la cartera total de los bancos en 1929. Dada la importancia crucial de la banca hipotecaria dentro del conjunto de los bancos, y su alta dependencia del financiamiento externo, es evidente que el sistema financiero se encontraba en una situación sumamente *frágil* ante un eventual colapso del financiamiento externo.

Tabla 1
Estructura Financiera
Activos Totales
1923-1997
(Porcentaje del PIB)

	Bancos Privados Nacionales	Bancos Privados Extranjeros o Mixtos	Caja Agraria ¹ .	Bancos Oficiales	Bancos Hipotecarios ² .	Corporaciones Financieras.	Corporaciones de Ahorro y Vivienda.	Compañías de Financiamiento Comercial.	Total ³ .
1925-30	8.09	3.05	-	-	6.36	-	-	-	17.5
1931-35	8.73	5.38	0.91	-	11.41	-	-	-	26.5
1936-40	6.40	3.12	1.73	-	6.96	-	-	-	18.2
1941-45	7.57	2.63	2.91	-	5.01	-	-	-	18.1
1946-50	9.03	2.0	3.84	-	2.70	-	-	-	17.6
1951-55	11.11	1.55	4.87	1.06	2.61	-	-	-	21.2
1956-60	15.49	2.0	5.55	4.39	3.32	-	-	-	30.8
1961-65	13.34	1.98	5.44	5.42	3.17	1.95	-	-	31.3
1966-70	14.13	2.23	5.09	6.56	3.45	3.61	-	-	35.1
1971-75	13.58	2.21	4.64	6.47	4.85	5.88	1.97	-	39.6
1976-80	14.22	1.72	3.06	6.21	3.10	5.49	3.75	0.88	38.4
1981-85	15.51	2.03	3.58	7.81	3.28	6.24	6.32	2.01	46.8
1986-90	8.07	2.15	3.79	12.93	2.78	6.96	7.0	1.95	45.6
1991-95	12.91	2.17	2.78	8.55	2.07	6.25	9.44	3.41	53.7
1996-97	19.18	2.96	2.02	5.36	2.10	7.26	13.40	5.47	64.3

Notas: 1/ Incorpora la Caja Colombiana de Ahorros y otras cajas de ahorros. 2/ Considera también los bancos prendarios. 3/ En los períodos 1991-95 y 1996-97 incluye las Entidades Financieras Especiales (BANCOLDEX, FEN, FINAGRO, FINDETER) cuyos activos representaron el 6.09% del PIB en el primer período, y el 6.55% del PIB en el segundo período.

Fuentes: Avella (1986), Avella (1998), Archivos de la Superintendencia Bancaria

Precisamente en 1928 se desató una crisis económica y financiera de proporciones universales, la cual habna de poner a prueba las instituciones de 1923. El cierre abrupto

⁴⁷ Entre 1925 y 1929 los depósitos de ahorro y a término de la banca comercial pasaron de representar el 1.06% del PIB al 2.23% del PIB. Durante el mismo período, las cédulas hipotecarias pasaron de representar el 2.54% del PIB al 8.84% del PIB. Avella (1998), GRECO (1998).

del crédito externo y el desplome de los precios de los productos básicos crearon una tensión enorme sobre la balanza de pagos. En una primera etapa, típicamente ortodoxa, el Banco de la República elevó su tasa de redescuento (noviembre de 1929) al 9%, como se vio arriba, para desestimular el éxodo del cambio internacional, dejando en el 8% la tasa para redescuentos de origen agrícola. Más tarde (mayo y septiembre de 1930) el Banco redujo la tasa al 8% y el 7% manteniendo en cada caso tasas inferiores en un punto para los préstamos agrícolas. Si bien el drenaje de reservas internacionales continuaba, el Banco optó por seguir la tendencia de bancos centrales de otros países, que ante la gravedad de la depresión optaron por rebajar sus tasas de redescuento⁴⁸. Con este comportamiento los bancos centrales abdicaron al empleo de la tasa de redescuento como instrumento de control monetario, para convertirlo en un estímulo para la recuperación económica.

Tras el abandono del patrón oro por la Gran Bretaña en septiembre de 1931, las autoridades colombianas hicieron lo propio, dejando atrás un período durante el cual las reservas internacionales cayeron en un 70%. Dentro del nuevo contexto, la tasa de redescuento del Banco de la República cayó primero al 6% (enero de 1932), luego al 5% (septiembre de 1932) y finalmente al 4% (julio de 1933). Las **tasas** preferenciales para la agricultura se mantuvieron en 1% por debajo de las ordinarias⁴⁹. La tasa del 4% se mantendría constante en Colombia hasta mediados de los cincuenta, desvaneciéndose en la práctica su carácter de instrumento monetario⁵⁰. Siguiendo un patrón ampliamente aceptado, la función monetaria de la tasa de descuento en el ámbito internacional desapareció casi por completo durante los treinta y buena parte de los cuarenta. Los préstamos netos tanto al gobierno como al sector privado, y las operaciones de mercado abierto con títulos de deuda pública, emergieron como nuevos métodos de regulación monetaria.

Los bancos corrieron una suerte desigual como resultado del colapso financiero internacional y la profunda depresión económica. La banca hipotecaria sobre la cual había descansado la vertiginosa expansión del portafolio financiero entre 1925 y 1929 no pudo sobrevivir ante el cierre repentino del crédito externo y la imposibilidad de recuperar una cartera en manos de deudores que habían sufrido el embate de la caída de los precios de exportación y la deflación generalizada. A su turno, **los** bancos privados nacionales estuvieron a punto de sucumbir ante la incapacidad manifiesta de los deudores para sostener su corriente de pagos y el declive de los depósitos del público. El momento más

⁴⁸ Por ejemplo, el clásico Banco de Inglaterra cuya tasa de redescuento había sido del orden del 5% durante los veinte, se elevó hasta el 6% después del auge de las acciones en Wall Street a fines de 1928. Luego, ante la severidad de la **depresión**, la tasa se redujo al 3% a mediados de 1930, y al 2% a mediados de 1931. DeKock ([1939], 1964)

⁴⁹ Por breves períodos en 1931 y 1932 las **tasas** preferenciales para la agricultura se ubicaron dos puntos por debajo de las ordinarias.

⁵⁰ La rebaja de la **tasa** de redescuento al 4% fue el resultado de un acuerdo entre los banqueros y el Ministro de Hacienda. Por su parte los banqueros accedieron a reducir su tasa activa en 1%, quedando entre el 6 y el 7%. Los redescuentos otorgados a la Caja Agraria a la **tasa** de 3% gozarían de un plazo **hasta** de nueve meses. **Esta última** innovación es importante ya que anticipa la noción de **crédito productivo** introducida en **las** instituciones monetarias en las reformas de 1951. Además, el acuerdo citado fue un precedente de los métodos que la terminología bancaria **llama acción directa** por oposición a las medidas indirectas clásicas a través de la tasa de redescuento, o **más** recientes, a través de las operaciones de mercado abierto.

crítico se vivió cuando los corresponsales extranjeros redujeron al mínimo los cupos otorgados a la banca doméstica. La banca privada extranjera sorteó la crisis con el apoyo de sus corresponsales en el exterior y la mayor estabilidad de las captaciones internas. Para garantizar la supervivencia de la banca privada se requirió un paquete de medidas de rescate entre las cuales sobresalió la creación de bancos oficiales como la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario”.

Las gráficas 1 y 2 muestran el impacto de la Gran Depresión sobre los indicadores de desarrollo financiero. El comportamiento de las series entre 1928 y 1934 debe ser interpretado con cautela. En el caso de la serie (M_1/PIB) la Gráfica 1 sugiere un comportamiento muy “estable” hasta 1931; en realidad, bajo el Patrón Oro, el acervo de M_1 cayó en un 40% entre mediados de 1928 y mediados de 1932, a tal punto que la cantidad de dinero en este último año era igual a la existente a mediados de 1925⁵². La estabilidad visual sugiere que M_1 y el PIB estuvieron cayendo a un ritmo semejante. El repunte de M_1/PIB entre 1932 y 1934 obedece a políticas reflacionistas de la época financiadas en gran parte con el crédito del Banco de la República. Precisamente con parte de estos créditos se financió el capital inicial de la Caja Agraria y parte del capital original del Banco Central Hipotecario.

En cuanto a la serie (M_3/PIB), la gráfica despliega un crecimiento vertical hasta 1932 seguido por una caída igualmente pronunciada hasta 1934; ocurrió que tanto los saldos nominales de los depósitos bancarios (de ahorro y a término) como los de las cédulas en circulación se mantuvieron prácticamente constantes entre 1929 y 1932 al tiempo que el PIB caía continuamente. Luego, entre 1932 y 1934, cuando ya el PIB estaba creciendo de nuevo, al decretarse un ajuste del 40% en la cartera hipotecaria como parte de la solución de la crisis, el valor de las cédulas cayó en igual porcentaje, precipitando la caída de (M_3/PIB).

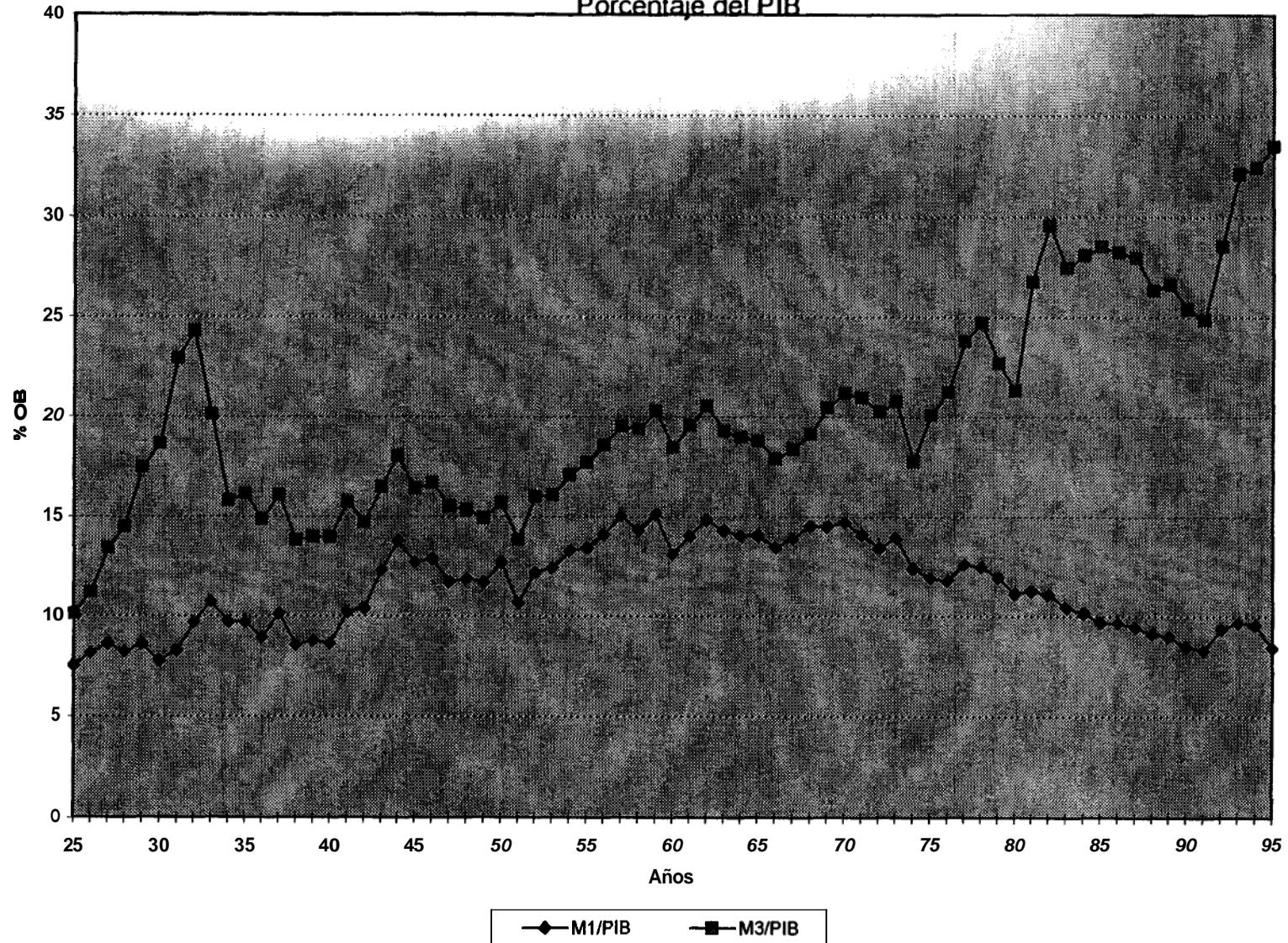
La Gráfica 2 debe leerse con igual precaución. Tanto la cartera bancaria como la total estaban cayendo desde 1929⁵³. El desplome fue de tal magnitud que entre 1929 y 1934 la cartera (bancaria y total) cayó alrededor del 55%. La gráfica muestra cómo hacia 1934, la cartera en relación con el tamaño de la economía era similar a la de 1925. En otras palabras, el portafolio de activos ofrecidos por los bancos y la cartera crecieron a un ritmo superior al del PIB hasta el estallido de la Gran Depresión; luego, en la etapa de ajuste, los indicadores volvieron al punto de partida a mediados de los años veinte.

⁵¹ La Caja Agraria (Ley 52 de 1931) fue creada para ayudar a resolver el problema de las deudas de pequeños agricultores, particularmente cafeteros. Su principal gestor fue Mariano Ospina, Gerente de la Federación de Cafeteros, quien siete años antes había sacado avante el proyecto del Banco Agrícola Hipotecario.

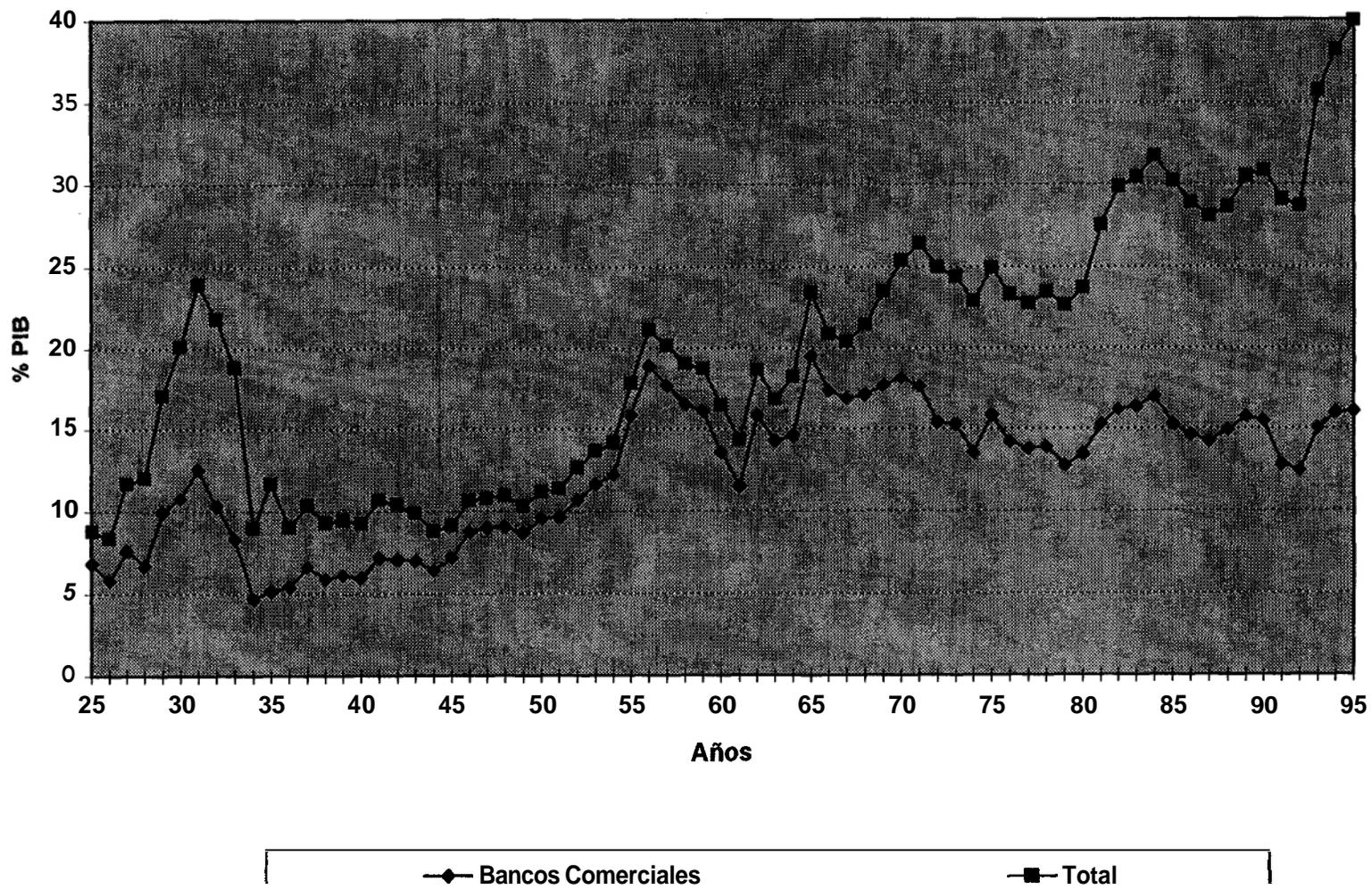
⁵² El agregado monetario M_1 está compuesto por el Efectivo en poder del Público y los Depósitos en cuenta corriente. El agregado M_3 está integrado, además de M_1 , por los Depósitos de Ahorro y los Depósitos a Término, tanto de bancos comerciales como de otros intermediarios financieros, y las Cédulas del BCH.

⁵³ Como cartera bancaria se ha definido exclusivamente la cartera de los bancos comerciales y de la Caja Agraria. La cartera total integra, además de la cartera bancaria, la de los restantes intermediarios financieros incluyendo el BCH.

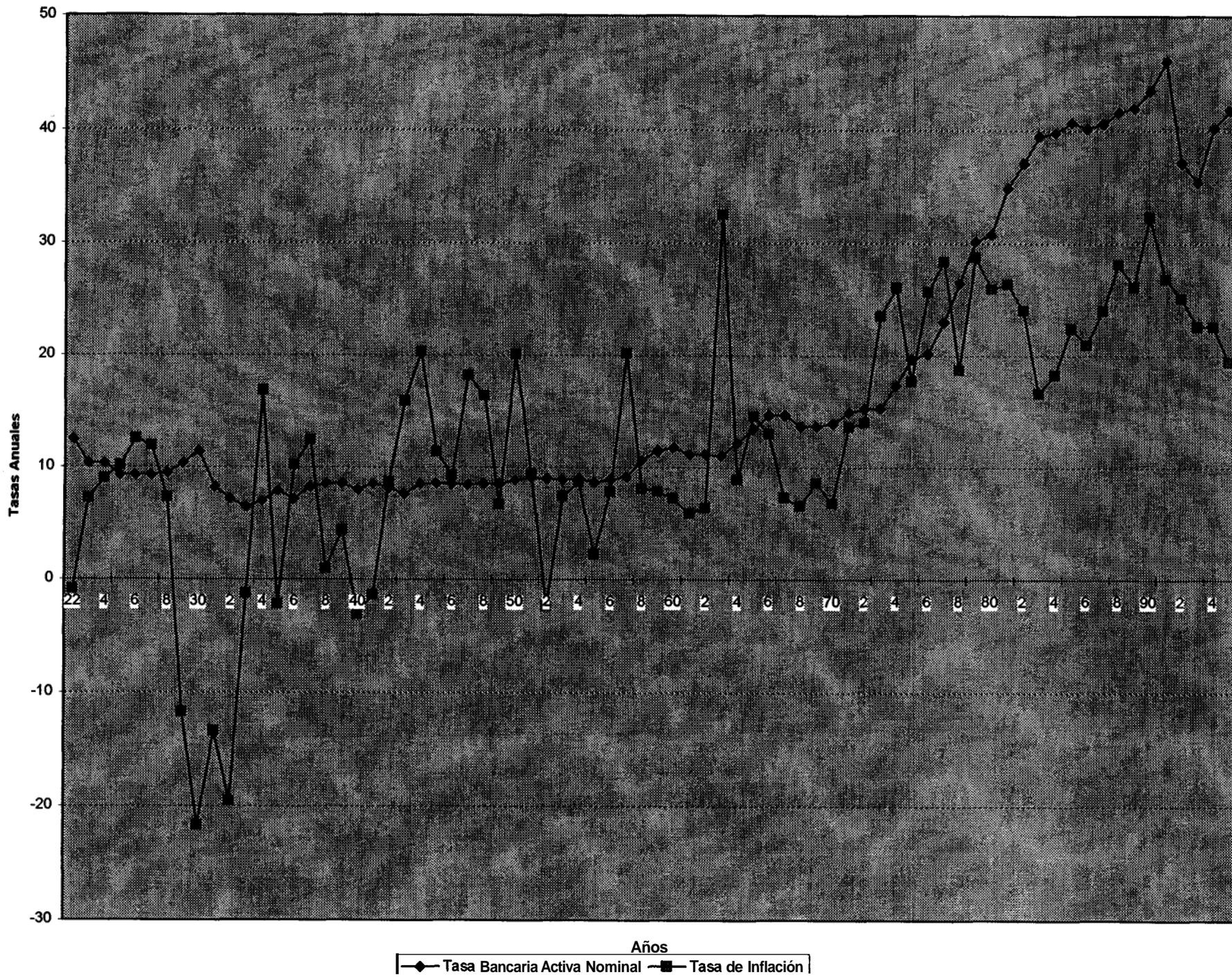
Gráfica 1
INDICADORES DE PROFUNDIZACION FINANCIERA 1925-1995
Porcentaje del PIB



Gráfica 2
CARTERA DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS 1925-1995
Porcentaje del PIB

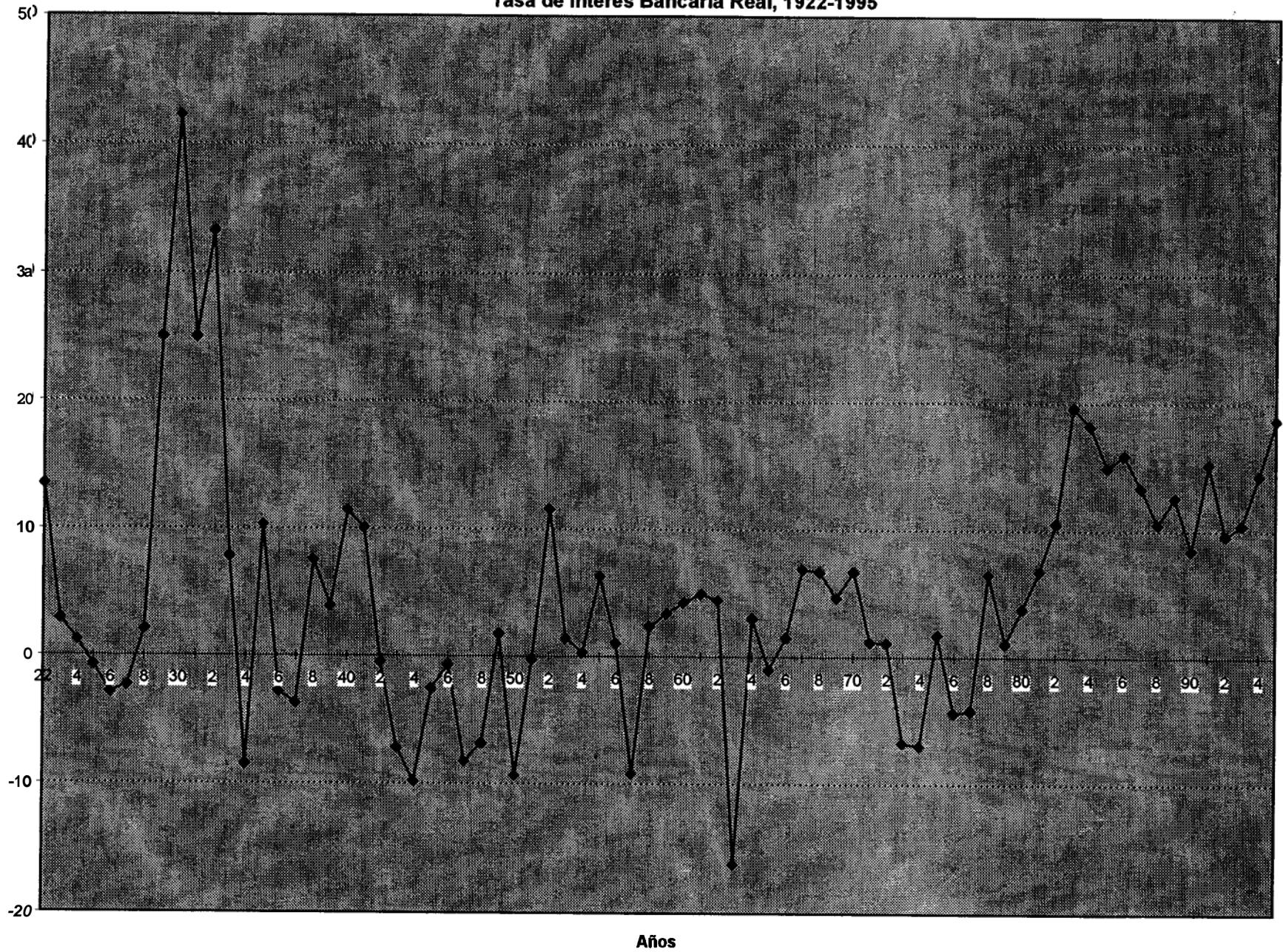


Gráfica 3
Tasa Bancaria Activa Nominal y Tasa de Inflación, 1922-1995



Gráfica 4
Tasa de Interés Bancaria Real, 1922-1995

Tasas Anuales



—◆— Tasa de Interés Bancaria Real

Las gráficas. 3 y 4 registran la evolución de las tasas bancarias de colocación, tanto nominales como reales. Puede observarse cómo la evolución inflacionaria de mediados de los veinte erosionó la estabilidad de la tasa bancaria nominal. Esta tasa cayó del **12.5%** en los tiempos de la reforma al **10%**, para estabilizarse luego alrededor del **9%**. Posteriormente tendió a elevarse en el período **1929-30** paralelamente con los incrementos en la tasa de redescuento del Banco de la República. Durante la Gran Depresión, la tasa bancaria se estabilizó en torno al **7%** coincidiendo con las reducciones en la tasa de redescuento y con los acuerdos entre el gobierno y los banqueros atrás mencionados. Por su parte, la tasa bancaria real después de registrar niveles negativos a fines de los veinte, llegó a niveles *confiscatorios* durante la Gran Depresión. De hecho, las tasas reales alcanzadas entre **1929** y **1932** son las más elevadas en los tres cuartos de siglo desde las reformas de **1923**. La magnitud extraordinaria de las tasas activas reales es apenas un ángulo del llamado *problema de los deudores* que complicó inmensamente el manejo económico de la época.

Hacia **1935**, el proceso de profundización financiera revelado por los indicadores estaba por empezarse de nuevo. El sistema bancario doméstico sobrevivió a la crisis gracias a las políticas de rescate aplicadas en el momento. La banca extranjera, con casas matrices en el exterior, logró mantener el financiamiento externo, así como la confianza de los ahorradores domésticos. Como resultado de la crisis, la anatomía bancaria se transformó dando mayor cabida a la banca oficial.

En la Tabla 1 se aprecia cómo durante la primera mitad de los treinta el tamaño del sistema financiero se elevó considerablemente como porcentaje del PIB. Como ya se explicó, dicho aumento no es un buen reflejo del “hecho estilizado” de la literatura financiera según el cual, a medida que el producto aumenta la relación entre los activos de las instituciones financieras y el PIB tiende a crecer. El indicador refleja más una cierta paralización de los activos bancarios durante la crisis combinada con la caída del producto. El ajuste de los activos bancarios a los efectos de la crisis se refleja más adecuadamente en la segunda mitad de los treinta. Según la tabla, durante la segunda mitad de los treinta el tamaño de los activos bancarios era prácticamente el mismo de una década atrás. Sin embargo, su distribución por tipo de organizaciones cambió apreciablemente. Mientras en los veinte los activos bancarios oficiales no llegaron al **20%** del total; a fines de los treinta ya representaban el **48%**. Dicho de otra manera, la mitad de los activos bancarios estaba destinada a servir dos sectores de la economía: la agricultura y la construcción. Antes de **1940** el crédito dirigido estaba claramente arraigado en la economía, a través de la Caja Agraria y el BCH, sin contar los redescuentos subsidiados a la agricultura, por medio de la banca comercial.

Como ya se anotó, el Banco de la República tampoco fue el mismo después de la crisis. Su junta directiva fue adicionada con dos nuevas sillas, una para la Federación Nacional de Cafeteros y otra para las Cámaras de Comercio y las Sociedades de Agricultores. El Banco central le prestó a los caficultores cuando lo requirieron con tasas subsidiadas de interés, y con frecuencia su administración fue encargada a un hombre del gremio. Esto le introdujo un sesgo devaluacionista a la política cambiaría y evitó lo que en el resto de América

Latina fue una constante, a saber que el sector exportador fuera exprimido y subsidiara la industrialización forzada. Al no haber una lucha entre sectores por apropiarse del señoreo del Emisor, tampoco hubo tendencias inflacionarias importantes hasta la reforma de 1950. Las tres sillas reservadas a representantes del gobierno desde 1923 permanecieron con voz y sin voto, pero con la participación como *miembro nato* del Ministro de Hacienda.

C. Hacia un modelo de decisiones financieras centralizadas.

1. El contexto.

A partir del colapso del Patrón Oro, los países entraron en una época de relativa autonomía macroeconómica nacional, adquiriendo una cierta discrecionalidad acerca de sus niveles de gasto e inflación. Dentro del nuevo contexto internacional, no era extraño que la intermediación financiera avanzara hacia un *modelo autárquico* en contraste con el modelo abieno de los veinte. La creación en Colombia de entidades como el IFI dio mayor envergadura a la idea de asignar recursos centralizadamente, a partir de prioridades definidas por el Estado. En estas condiciones las organizaciones financieras a duras penas podían crecer al ritmo de la economía, como lo muestra la Tabla 1. No sorprende entonces que para 1950, transcurrido un cuarto de siglo desde la Misión Kemmerer, el tamaño de las instituciones financieras como proporción del PIB fuera equivalente al de 1925.

El estancamiento de los indicadores de profundización financiera entre 1935 y 1950 puede verse en la Gráfica 1. (M_3 / PIB) se mantuvo muy cercano al 16% durante el período, acusando una pérdida de dinamismo de los cuasidineros en relación con M_1 . A su turno (M_1 / PIB) “brincó” exactamente cinco puntos del PIB entre 1940 y 1944 coincidiendo con las políticas adoptadas durante la Segunda Guerra Mundial. El Banco de la República monetizó las reservas internacionales acumuladas a causa de las importaciones represadas, provocando un incremento sin precedentes de la base monetaria⁵⁴. La Gráfica 2 presenta un interesante contraste con la Gráfica 1. Si bien la monetización de la economía fue del 16% en el período, la cartera total del sistema se mantuvo muy estable alrededor de sólo el 10%, denunciando la presencia de barreras a la libre expansión del crédito durante la guerra. y la pérdida de importancia del crédito hipotecario en relación con la banca comercial. En otras palabras, el aparente desarrollo financiero de la época no se transformó en una expansión crediticia equiparable.

Las tasas de interés nominales cobradas por los bancos se mantuvieron prácticamente constantes, alrededor de una media del 8.5% desde fines de la Gran Depresión hasta mediados de los cincuenta. Por su parte, las tasas de interés reales fueron negativas a lo largo de los cuarenta, coincidiendo con altas tasas de inflación que en promedio llegaron al 14% entre 1942 y 1948⁵⁶.

⁵⁴ Entre 1939 y 1944 la base monetaria pasó del 6.4% al 9.5% del PIB. Cálculos basados en GRECO (1998).

⁵⁵ Las limitaciones de diversa índole impuestas sobre los bancos, empresas y personas naturales hicieron parte del plan antiinflacionario de la época. Triffin, R. (1944).

⁵⁶ United Nations (1948).

En la primera década de la posguerra la cartera de la banca comercial vivió su época de oro. Pasó a representar el 7.2% del PIB en 1945 al 10.7% en 1952, y al 18.9% en 1956 al término de la bonanza cafetera. Durante estos años los activos del sistema financiero comenzaron a crecer por encima del ritmo de la economía alejándose del 18% del PIB característico durante 25 años.

2. *La reforma bancaria de 1951.*

a. Antecedentes

Como ya se anotó los bancos centrales adquirieron nuevas funciones tras el derrumbe del Patrón Oro. Las operaciones crediticias a favor del gobierno y del sector privado, y las operaciones de mercado abierto con el público, adquirieron relevancia dentro del balance. El control monetario se ejerció a través de un cierto equilibrio de estos instrumentos, dejando atrás la manipulación de la tasa de redescuento. En general, la tendencia fue la de proveer crédito barato, dentro de un contexto en el cual tanto académicos como autoridades económicas otorgaban primacía a la política fiscal sobre la política monetaria.

Entre 1935 y 1950 la reforma de la banca central fue un tema de alcances internacionales. Dentro de la variedad de propósitos de las reformas sobresalieron los que destacaban el control tanto *cualitativo* como *cuantitativo* del crédito. En grados diversos los controles *cualitativos* tendían a estimular o desestimular, según el caso, la destinación del crédito. *Así* por ejemplo, bajo el New Deal, los Bancos de la Reserva Federal comenzaron a informarse acerca del destino de los préstamos e inversiones de los bancos asociados con el propósito de evitar que ellos financiaran operaciones especulativas. *Las* reformas de bancos centrales de países de gran tradición financiera como Holanda, *Gran* Bretaña, y Alemania Occidental concedieron facultades explícitas para el control cuantitativo y cualitativo del crédito de la banca comercial. Los bancos centrales de Australia y Nueva Zelanda fueron autorizados para determinar la política de crédito que deberían seguir los bancos comerciales⁵⁷. Durante y después de la guerra numerosos bancos centrales fueron nacionalizados, y otros fueron fundados como entidades estatales. En general los estatutos de estas organizaciones prevían un amplio control de la actividad crediticia⁵⁸.

⁵⁷ De Kock ([1939], 1964, capítulo XIII)

⁵⁸ Según De Kock ([1939], 1964, p. 353) antes de 1936 los bancos centrales de estado eran contados, entre ellos los de Suecia, Finlandia y Uruguay. Entre 1936 y 1945 bancos como los de Dinamarca, Canadá y Nueva Zelanda fueron nacionalizados, y otros como el de Irlanda fueron creados con capital del Estado. En el área latinoamericana los bancos centrales de Bolivia y Guatemala fueron nacionalizados, y los de Costa Rica, Paraguay y Nicaragua se fundaron como entidades de Estado. Después de la guerra las nacionalizaciones se extendieron ampliamente en Europa, abarcando bancos centrales de talla como los de Inglaterra, Francia, Holanda y Noruega. En América Latina, el Banco Central de la República Argentina fue nacionalizado en 1946.

La noción de *crédito productivo* y por ende la importancia del *crédito selectivo* lograron un eco creciente en América latina en los cuarenta. El Banco de México comenzó a clasificar el crédito entre “operaciones de producción” y “operaciones comerciales”⁵⁹. El Banco de Guatemala introdujo una relación de capital a préstamos con valores diferenciales, con el propósito de estimular el crédito productivo⁶⁰

En cuanto al control *cuantitativo* los encajes flexibles y los topes de cartera hicieron carrera en los años cuarenta. El precedente clásico de los primeros fue su adopción en los Estados Unidos en **1933** y su aplicación práctica desde **1936**. En América latina, Costa Rica, México, Ecuador y Venezuela integraron la noción de encajes flexibles desde los años treinta. Varios países de Europa Central como Italia y Alemania lo hicieron en los primeros años de la posguerra⁶¹

La ola reformista de los bancos centrales llegó a Colombia cerca del medio siglo. Ciertamente en Colombia la idea de dirigir el crédito se había arraigado décadas atrás, y la estructura financiera por intermediarios revelaba una alta influencia de políticas oficiales en la asignación del ahorro financiero. Las tasas de redescuento preferenciales habían sido previstas en la propia reforma de **1923**, y con el tiempo se observó cómo el sector agrícola sería el principal beneficiario de las mismas. La creación de bancos oficiales cuyos estatutos orientaban la asignación crediticia vino a reforzar las instituciones que limitaban la discrecionalidad de los bancos para asignar el crédito. A pesar de estos antecedentes, no se había llegado a un proceso de reforma global como el ocurrido en **1951**. “El principal instrumento con que contaba el Banco de la República era la tasa de redescuento, pero ésta [como se anotó anteriormente] ... se había fosilizado, pues desde **1933** no se variaba su nivel”⁶². La tasa de redescuento sería abandonada como instrumento de política con la reforma de **1951**, y se entraría a un sistema de control en el que se afectaban los agregados monetarios por medio de variaciones del encaje, el cual se encargaba de reprimir a los prestamistas de los bancos no favorecidos con créditos de fomento. El mercado interbancario de *orto* plazo quedó entonces condenado a la atrofia y el Emisor impedido de actuar en él por métodos indirectos.

La adopción de encajes flexibles a nivel internacional significó que en adelante no se les fijaría por ley, y que estarían a discreción de la autoridad monetaria. En Colombia la Ley **25** de **1923** definió un encaje del 50% sobre los depósitos a la vista (a un mes o menos), y del **25%** para depósitos a término (a más de un mes). Para el caso de los bancos accionistas del Banco de la República, aquellos encajes se reducían a la mitad. Además, si los bancos comerciales cobraban a sus clientes una tasa de interés no superior en dos puntos a la tasa de redescuento del Emisor, el encaje se reducía finalmente al **15%** de los depósitos a la vista y al **5%** de los depósitos a termino. En **1943**, ante la avalancha de divisas producida durante la guerra, el Decreto **1148/43** elevó transitoriamente las reservas de los bancos en

⁵⁹ De Kock ([1939], 1964, p. 411)

⁶⁰ Echeverry Herrera (1953)

⁶¹ Alviar ([1967], 1972, p.55)

⁶² Meisel, op cit, p. 423

un **100%**; posteriormente el Decreto **2579/43** sin alterar las reservas existentes creó un encaje marginal progresivo que podía llegar hasta el **45%**. Fueron éstas las primeras medidas adoptadas sobre las reservas bancarias con intenciones de control monetario; sin embargo, no se trató de una medida típica de contracción de la expansión secundaria de dinero, sino de inversión forzosa de las reservas en títulos del Emisor. Sólo hasta **1948** (Decreto **1407**) el Banco de la República fue autorizado para fijar los encajes bancarios. Tal autorización fue ratificada en **1949** (Decreto **211**) pero el Banco no utilizó tales facultades hasta la expedición de la reforma de **1951**⁶³.

b. Iniciativas de reforma

Varias iniciativas precedieron a la expedición del Decreto **756** de 1951 en el cual se cristalizó la reforma. En **1947** y **1949** el Ejecutivo presentó proyectos de ley con dos propósitos centrales: la actualización de la capacidad de control monetario en poder del Banco de la República, y la orientación del crédito bancario. El primer objetivo se lograría a través del establecimiento de encajes flexibles. El segundo requeriría una combinación de esquemas de redescuento y tasas diferenciales de interés con el fin de hacer viable una determinada política de fomento **económico**⁶⁴. Un tercer proyecto que provocó un amplio debate parlamentario insistía en que el ordenamiento financiero tendría como prioridad el financiamiento del desarrollo económico. Ante la inexistencia de un mercado de capitales que proveyera recursos de largo plazo se proponía la creación de una única entidad oficial que financiaría proyectos de desarrollo económico, con el apoyo financiero del Banco de la República y las inversiones forzosas de la banca comercial. A su turno, los bancos de depósito continuarían atendiendo el crédito de corto plazo. Al igual que los dos proyectos anteriores, se dotaba al Banco de la República de la posibilidad de controlar la expansión secundaria de dinero mediante un sistema de encajes **flexibles**⁶⁵.

En **1950** una Misión del Sistema de Reserva Federal a cargo de Gerald Alter y Richard Grove presentó un conjunto de recomendaciones para una eventual reorganización del Banco de la República. Según la Misión la capacidad reguladora de la moneda en poder del Banco debería fortalecerse a través de amplias facultades para fijar los encajes bancarios y realizar operaciones en mercado abierto. Igualmente debería dotarse al Banco de facultades para orientar el crédito bancario tanto en términos **cuantitativos** como en términos **cuantitativos**. Para ello se requeriría *gran* discrecionalidad no sólo en el manejo del redescuento, sino en la misma asignación del crédito, incluyendo la posibilidad de toques de cartera tanto globales como por sectores. La Misión explícitamente descarta la “teoría

⁶³ Pueden citarse otros antecedentes aislados de control directo y *persuasión moral* sobre la *cartera* bancaria. La Superintendencia Bancaria expidió en 1946 la resolución 751 imponiendo un tope a la cartera. Un ejemplo de persuasión moral lo ofreció el pacto de caballeros mediante el cual los banqueros se comprometieron a reducir el ritmo de sus préstamos en 1950 en apoyo de la política antiinflacionaria de la época. Botero de los Ríos (1963). Más allá de la esperada desaceleración crediticia, el pacto condujo a una caída en el acervo de la oferta monetaria en 1951.

⁶⁴ Pérez, Francisco de Paula (1947), p.59. Jaramillo Ocampo, Hernán. (1949).

⁶⁵ Proyecto de Ley por la cual se crea la Corporación Colombiana de Crédito, Fomento y Ahorro, y se reorganiza el Banco de la República. Anales del Congreso, No. 36, septiembre de 1947.

comercial del crédito” según la cual los bancos centrales sólo podrían redescantar préstamos bancarios de **corto** plazo, **tal** como lo considerara la reforma de **1923**. Según la Misión, los bancos centrales deberían “tener mayor alcance” en sus posibilidades de **redescuento**⁶⁶.

Alter y Grove también se refirieron a la composición deseable de la Junta Directiva del Banco de la República. Adujeron que un banco central facultado para estabilizar la moneda y lograr un desarrollo económico ordenado era “incompatible con la participación de los particulares en el capital y dirección de la **institución**”⁶⁷. Sin embargo, convinieron en que en la etapa de desarrollo por la que atravesaba Colombia la participación del sector privado en el Banco era aconsejable. En cuanto a la presencia del Ministro de Hacienda en la Junta Directiva, la Misión la calificó de obvia, “con el objeto de que pueda llevar a cabo una coordinación efectiva entre la política fiscal y la **monetaria**”⁶⁸.

La discusión de la época se enriqueció con los documentos preparados por Carlos Villaveces, entonces miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. El autor entendía la función de los bancos centrales dentro del contexto de una política anticíclica, y tal era su visión del papel que debía cumplir el Banco de la República. A las funciones propias de regulación monetaria a través de encajes y operaciones de mercado abierto debían adicionarse las de control y selección del crédito⁶⁹.

Las reformas se materializaron a través de una serie de actos ejecutivos. El Decreto **384** de **1950** autorizó el otorgamiento de créditos bancarios hasta con cinco años de plazo. En el Decreto **756** de **1951** se plasmaron las nuevas atribuciones monetarias del Banco relacionadas con los encajes bancarios flexibles, las operaciones de mercado abierto, y el régimen de los redescuentos. Rompiendo con la teoría del crédito comercial que vetaba los redescuentos a más de noventa días, el Decreto **756** aceptó el redescuento de obligaciones con plazo hasta de doscientos setenta días relacionadas con la producción agrícola, ganadera, minera o industrial. Finalmente, el Decreto **2057** de **1951** conformó la nueva Junta Directiva del Emisor como un organismo mixto conformado por nueve miembros, tres de los cuales representarían a la banca, uno a las sociedades de agricultores y ganaderos, uno a las cámaras de comercio, el gerente de la Federación de Cafeteros, y finalmente por el gobierno Nacional el Ministro de Hacienda y dos directores más. A diferencia de lo ocurrido en **1931** cuando dicho Ministro fue aceptado como miembro nato de la Junta, con voz pero sin voto, ahora era un miembro en plenitud de la misma, con la función planteada por Alter y Grove de coordinar la política monetaria con la política fiscal.

Como un todo, las reformas de **1951** consolidaron el proceso de centralización de las decisiones crediticias. La asignación de recursos crediticios que en ausencia de intervención sería decidida por los bancos comerciales, ahora dependería en parte de las

⁶⁶ Alter, G. y Grove R. ([1950], 1988).

⁶⁷ Alter, G. y Grove, R. Ibid. p. 30.

⁶⁸ Ibid. p.31

⁶⁹ Villaveces (1949).

políticas de fomento aprobadas por el Banco de la República. Fue el momento de ascenso de la teoría del crédito productivo de acuerdo con la cual la inelasticidad de la oferta en los países en desarrollo podría enfrentarse con políticas selectivas de crédito. La puesta en marcha de las reformas citadas fue complementada por la creación de bancos con objetivos oficiales y gremiales como lo fueron el Banco Popular (1950), el Banco Cafetero (1954) y el Banco Ganadero (1956). Así, la reforma institucional de 1951 y la fundación de nuevas organizaciones bancarias con propósitos sectoriales específicos, completaron un esquema de asignación crediticia altamente influido por prioridades de fomento.

c. Resultados de la reforma de 1951.

El sistema de encajes flexibles comenzó a usarse poco después de la reforma. Las primeras medidas rebajaron los encajes sobre depósitos en cuenta corriente al 12% y 10% en 1951, para luego adquirir una tendencia creciente que ya para 1958 rebasaba el 20%, y para 1969 era del 35%. Altos encajes tienen el efecto directo de aumentar los costos de los bancos, y a que éstos los resarzan en su margen de intermediación. Los altos márgenes implican una pérdida de eficiencia social muy grande puesto que los ahorristas tienden a reducir sus depósitos y los inversionistas deben pagar más por sus recursos. Ahorro e inversiones menores reducirán la tasa de crecimiento potencial de la economía. Más adelante se comentan episodios diferentes de los encajes, en relación con los índices de profundización financiera. Por su parte, el tipo de redescuento se convirtió en un mecanismo mediante el cual a cada clase de obligación se le asignaba una tasa diferente, desde el 3% para los redescuentos a la Caja Agraria hasta una máxima del 10% para el redescuento de operaciones selectivas agropecuarias e industriales de mediano plazo⁷⁰.

A principios de los sesenta las autoridades decidieron intervenir en la composición de la cartera bancaria en favor de objetivos sectoriales de fomento económico. Para tal efecto se fijaron los porcentajes de la cartera bancaria que deberían destinarse al fomento, ofreciendo el incentivo de cupos especiales de redescuento a los bancos que excedieran tales porcentajes, y penalizando con encajes más altos a las entidades que no alcanzaran los porcentajes requeridos⁷¹. La intervención en la composición de la cartera sería un mecanismo de intervención en la asignación de recursos que en el futuro se aplicaría a otros intermediarios financieros como las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

¿Hasta qué punto la reforma de 1951 alcanzó su objetivo de alterar los plazos de la cartera bancaria total? Según la Tabla 2, hacia 1953 el 70% de dicha cartera se ubicaba en el corto plazo, confirmando el predominio de la noción de autoliquidez de los activos en la práctica bancaria⁷². Sólo en la segunda mitad de los cincuenta se nota una cierta convergencia hacia la cartera de mediano y largo plazo. La serie muestra dos saltos, uno hacia 1958-59, y el otro hacia 1968-69. Al término de la serie, la cartera de corto plazo se había reducido a un

⁷⁰ Botero de los Ríos (1963, p. 1008) presenta un cuadro de las numerosas variaciones de la tasa de redescuento entre 1951 y 1963.

⁷¹ Hernández, A. ([1973], 1976).

⁷² La noción de autoliquidez de los activos es criticada por Currie (1950) quien arguyó que la solidez de los activos, independientemente de su plazo, era un principio más firme que la rápida recuperación de la cartera.

poco menos de la mitad de la cartera total. La tendencia de la cartera hacia el mediano y largo plazo se logró mediante la canalización de redescuentos principalmente a través de la Caja Agraria y los bancos oficiales. En los años sesenta, los fondos financieros adscritos al **Banco** de la República se sumaron a las fuentes de redescuento de los créditos selectivos⁷³.

Tabla 2
Sistema Bancario'
Cartera según plazo
1953-1969
(Porcentajes y Millones \$)

Años	Corto	Mediano	Largo	Total Porcentual	Total Absoluto
1953	69.7	14.7	15.5	100	1468.4
1954	70.7	15.8	13.5	100	1854.4
1955	69.1	16.9	13.9	100	2285.2
1956	66.0	16.8	17.2	100	2771.9
1957	64.0	16.4	19.6	100	2956.7
1958	62.3	17.2	20.5	100	3258.2
1959	57.1	21.6	21.3	100	3759.7
1960	57.8	20.9	21.2	100	4444.4
1961	57.7	22.9	19.5	100	5369.7
1962	56.8	23.9	19.3	100	6109.4
1963	56.7	22.4	20.4	100	7670
1964	54.6	23.8	21.6	100	8386.4
1965	55.7	22.5	21.8	100	9294
1966	56.2	21.9	22.6	100	10623
1967	55.7	22.0	22.3	100	12625.9
1968	53.3	23.1	23.6	100	15168.9
1969	48.8	24.1	27.1	100	18197.2

1/ incluye los bancos comerciales, la Caja Agraria y el BCH.

Fuente: informe del Gerente del Banco de la República, 1968 y 1969

Dentro del marco de la reforma de 1951, el crédito dirigido se convirtió, a través de los diversos canales del redescuento, en la fuente primordial de la base monetaria. **Así** lo muestra la Tabla 3 para la década de los sesenta. Puede observarse cómo la base monetaria creció al ritmo de la economía entre 1962 y 1967 financiada por el crédito a sectores seleccionados. En los últimos dos años las cifras se elevan principalmente por financiaciones otorgadas a la Federación Nacional de Cafeteros, y la canalización de crédito externo a las recientemente organizadas corporaciones financieras. El **Banco** de la República buscó compensar el mayor crecimiento de la base monetaria a través de mayores encajes, los cuales arribaron al 35% de los depósitos en cuenta corriente al final del período. De hecho, el multiplicador monetario (m,) se redujo a una cifra de 2.4

⁷³ El Fondo de inversiones Privadas (FIP) creado en 1963 con el propósito de fortalecer industrias orientadas a las exportaciones. El Fondo Financiero Agrario organizado en 1966 para proveer financiamiento a cultivos transitorios. El Fondo de Promoción de Exportaciones (PROEXPO) creado a raíz del Decreto 444 de 1967. El Fondo Financiero Industrial creado en 1968 para mejorar las condiciones de capital de trabajo de la pequeña y mediana industria. Fajardo y Rodríguez (1980).

prácticamente constante a lo largo de la década, a **2.1** en **1968** y **1.9** en **1969**. En lenguaje bancario, lo que los datos sugieren es que la ampliación de crédito dirigido a través del Banco de la República se hizo a costa de los usuarios del crédito ordinario de la banca comercial.

Tabla 3
Redescuentos y Base Monetaria
Porcentaje del PIB
1962-1969

Años	Redescuentos a través de Entidades de Fomento (1)	Redescuentos y Préstamos al Sector Privado (2)	Redescuentos a la Banca Comercial (3)	Redescuentos y Préstamos totales. (4) = (1)+(2)+(3)	Base Monetaria
1962	1.8	1.9	1.9	5.6	6.9
1963	1.9	1.3	2.7	5.9	6.0
1964	1.9	1.5	2.3	5.7	6.1
1965	1.9	1.7	2.0	5.6	6.4
1966	1.8	2.5	1.6	5.9	6.1
1967	2.2	2.1	1.2	5.5	6.1
1968	2.7	2.5	1.6	6.8	7.2
1969	2.8	3.6	1.5	7.9	8.1

Fuente: Redescuentos tomados del Informe del Gerente del Banco de la República, 1968 y 1969. Base Monetaria y PIB de Greco (1998).

d indicadores de profundización y estructura financieras.

La evolución de los indicadores de profundización financiera con posterioridad a la reforma de **1951** estuvo influida por una variedad de factores como la bonanza cafetera de **1953-56**, las políticas diseñadas para enfrentar crisis posteriores en el sector externo, y el surgimiento de nuevas organizaciones financieras. El indicador (M_1/PIB) venía declinando desde 1945, en parte por la desacumulación de reservas internacionales una vez terminada la guerra. Posteriormente en el período **1953-57**, el indicador mencionado se elevó en el equivalente a tres puntos del PIB, magnitud similar a la resultante de la reflación de los años treinta, e inferior a la ocurrida durante la Segunda Guerra Mundial. En perspectiva histórica (**1925-1995**) estos fueron los tres principales “escalones” del ascenso de M_1/PIB , todos ellos derivados de eventos extraordinarios. Entre **1957** y **1959** el indicador alcanzó su nivel **mas** alto en toda la serie, a saber, **15%**. En los años sesenta el indicador se **mantuvo muy** estable, alrededor del **13.5 %**, sugiriendo que la cantidad de dinero creció a tono con el PIB.

La estabilidad registrada en (M_1/PIB) no fue independiente del uso discrecional del encaje bancario. Al seguir la evolución de la base monetaria y los medios de pago entre **1958** y **1970** se encuentra que en ocho años diferentes los mayores encajes contrarrestaron en diversos grados la expansión de la base monetaria. En tres años, la expansión secundaria

levemente reforzó la expansión primaria, y en los restantes dos años, la expansión secundaria tuvo una importancia similar a la de la expansión **primaria**⁷⁴.

El índice de profundización financiera (M_3/PIB) muestra cómo su aumento durante los cincuenta se originó durante el período en el que se monetizaron las divisas provenientes de la bonanza cafetera. Hacia principios de los sesenta un mayor dinamismo de las cédulas hipotecarias y la colocación de bonos por la Caja Agraria fortaleció el portafolio de las organizaciones financieras. Posteriormente, desde mediados de la década, la gama de activos ofrecidos al público se enriqueció con la fundación de las primeras Corporaciones Financieras, modalidad colombiana de la banca de inversión”. Al incorporar estas innovaciones el índice se mantuvo estable alrededor del 19%.

En contraste con la estabilidad de (M_1/PIB) y (M_3/PIB), el indicador de la cartera revela que el crédito de la banca comercial como proporción del PIB se redujo persistentemente durante la segunda mitad de los cincuenta cayendo del orden del 19% a 11%, para volver de nuevo al 19% en la primera mitad de los sesenta. Finalmente el indicador se estabilizó a fines de la década alrededor del 18%. La drástica caída seguida por la recuperación vertical de la razón del crédito de la banca comercial fue el resultado de la aplicación alternativa de una política restrictiva seguida por una política laxa de encajes sobre los depósitos. En efecto, los encajes sobre depósitos en cuenta corriente que eran del 15% en 1956 se elevaron al 18% en 1957, y al 23% en 1958 y 1959. Además durante estos dos últimos años se aplicó por primera vez la modalidad del encaje marginal del 100%. En 1960 se desmontó el encaje marginal del 100% y se redujo el encaje ordinario al 19%; a continuación, en 1961, el encaje ordinario se redujo primero al 15% y luego al 13%. Posteriormente, en la segunda mitad de los sesenta, el encaje ordinario se elevó progresivamente llegando al 35% al final de la década. El ascenso escalonado de la tasa activa bancaria durante los sesenta (Tabla 3) coincide con los períodos de mayor contracción de la expansión secundaria de dinero. En cuanto a la razón del crédito total, su evolución a lo largo de 1945-75 dependió por completo del comportamiento de la razón del crédito bancario. La incidencia de la cartera del BCH no fue suficiente como para darle al crédito total una trayectoria diferente a la del crédito de la banca comercial.

Los años sesenta presenciaron la consolidación de las políticas de fomento auspiciadas desde 1951. El propio encaje bancario cuya reivindicación como instrumento de control monetario fue la pieza central de la reforma de 1951, se transformó parcialmente en un vehículo de asignación de recursos. Las inversiones forzosas con destino a sectores específicos se multiplicaron, y la cartera fue preasignada por las autoridades de fomento que eran las mismas autoridades monetarias.

⁷⁴ GRECO (1998, sección 3) para cifras de la base monetaria y los medios de pago. Hernández ([1973],1976) estudia “el efecto amortiguador” de los encajes para el período 1950-1970.

⁷⁵ Las corporaciones financieras se convirtieron en importantes intermediarios de recursos oficiales internacionales, particularmente del Banco Mundial, con destino a proyectos específicos. Esta experiencia ilustra el caso del crédito dirigido otorgado por entidades multilaterales y canalizado a través de organizaciones financieras domésticas.

Hacia 1970 la envergadura de los intermediarios financieros como proporción del tamaño de la economía doblaba la alcanzada en 1950. **Los** nuevos bancos oficiales y las corporaciones financieras explicaron el **60%** del crecimiento de los activos del sistema, al tiempo que la banca privada explicó el 30%. La antigua banca oficial representada por el BCH y la Caja Agraria respondió por el 10% restante ya que la banca extranjera apenas sostuvo su participación. En conjunto, hacia 1970 las entidades financieras de origen oficial dominaban aproximadamente el 47% de los activos del sistema, cifra superior en 10 puntos a la de 1950.

En una evaluación retrospectiva de la política de fomento realizada a principios de los setenta, Antonio Hernández conceptuó que en varios años el crecimiento monetario había resultado incompatible con una política de estabilidad de precios. En tales períodos lo aconsejable, desde el punto de vista monetario, habría sido la reducción de los redescuentos. Según el autor, la experiencia del crédito subsidiado habría generado distorsiones tanto en la asignación como en la destinación final del crédito, y habría afectado negativamente las políticas de distribución del **ingreso**⁷⁶.

El aumento del crédito de fomento se esterilizaba con encajes altos que reprimían el desarrollo de los mercados monetarios y de capital y aumentaba las **tasas** de interés no reguladas. Por lo tanto, se constituía en un factor que frenaba el crecimiento económico. La ausencia de mercados profundos privaba a todos los agentes de información fundamental sobre las condiciones de **ahorro** e inversión de la economía y no se podía medir la rentabilidad de los proyectos individuales contra una tasa de interés de cero riesgo y con distintos grados de riesgo. Se reitera que las instituciones colombianas tienden a establecer reglas de juego distintas para cada jugador, reflejando una desigualdad estamental que impide el surgimiento de reglas objetivas compartidas por igual entre los ciudadanos.

D. La reforma financiera de 1974.

Al igual que en 1923 y en 1950, a principio de los setenta se vivía un ambiente internacional que invitaba a la reforma de los sistemas financieros domésticos. Ya no se trataba de organizar el sistema acudiendo a un “médico internacional de la moneda” tal como se le conociera a Kemmerer, sino de romper con el sistema centralizado de asignación de los recursos financieros, cuya vigencia databa de los días de la **Gran** Depresión. Se reivindicaba el papel crucial del sistema financiero como mecanismo para canalizar el **ahorro** hacia la inversión, y se aspiraba a rescatar para el Banco de la República su función original de banco central y autoridad monetaria. Dentro de un contexto descentralizado de la toma de decisiones, al sector privado le correspondería la asignación del crédito hacia las actividades **más** rentables. En la práctica la reforma buscaba desligar la política de fomento, del crédito del Banco de la República, y desmontar los complejos

⁷⁶ Hernández ([1973], 1976).

sistemas de encajes e inversiones que desde una década atrás distorsionaban la asignación crediticia por parte de los intermediarios.

Hacia 1973 Colombia entró en una fase de tasas inflacionarias altas y persistentes, que como lo muestra la Gráfica 3 se convertiría en una característica permanente de la economía al menos en los siguientes veinticinco años. La reforma financiera de 1974 encontró en esta experiencia de inflaciones altas para los estándares colombianos, un nuevo argumento para romper con el esquema de intermediación financiera que venía de cuarenta años atrás. A pesar de los reveses sufridos por la reforma, particularmente durante los años de la bonanza cafetera, sus mensajes centrales tendrían claras implicaciones futuras en relación con el papel del Banco de la República como autoridad monetaria, así como sobre el funcionamiento más libre del mercado **financiero**⁷⁷.

Hacia 1974 los índices de profundización financiera (M_1/PIB) y (M_3/PIB) revelan un quiebre definitivo en la evolución de las series (Gráfica 1). Durante cuatro décadas las series evolucionaron paralelamente con una diferencia media de 4.5 puntos del PIB. A partir de 1975 (M_1/PIB) declina de una manera gradual y persistente a lo largo de las dos décadas siguientes, al tiempo que (M_3/PIB) da tres grandes brincos, a saber, entre 1975 y 1978, entre 1981 y 1982, y entre 1992 y 1995 (este último salto se comenta más adelante). El primero de ellos se benefició con la bonanza cafetera de la época (1975-1979) durante la cual el acervo de las reservas internacionales se multiplicó por seis. Los incrementos extraordinarios del ahorro financiero se canalizaron *parcialmente* no sólo a través de la banca tradicional y de las corporaciones financieras, sino a través de dos nuevas organizaciones, las corporaciones de **ahorro** y vivienda y las compañías de **financiamiento comercial**⁷⁸. Obsérvese cómo sólo hasta 1978 los indicadores de profundización volvieron a alcanzar los niveles registrados a principios de los treinta. Los cambios de los setenta elevaron la razón (M_3/PIB) del rango entre el 15% y el 20% sostenido durante cuatro décadas, al **25%**.

Durante la bonanza la autoridad monetaria intervino activamente en el ejercicio de la intermediación financiera restringiendo la expansión secundaria de dinero a través de encajes ordinarios más altos y encajes marginales hasta del 100%. Además, la autoridad monetaria limitó la expansión primaria de dinero a través de la colocación forzosa de títulos del Emisor. En conjunto, estas medidas actuaron en contravía del proceso de liberalización financiera puesto en marcha en 1974. Tales disposiciones reforzaron el

⁷⁷ La filosofía de la reforma fue expuesta por el Jefe del Departamento Nacional de Planeación de la época en los siguientes términos: “El gobierno tiene la idea de devolverle al Banco de la República su papel de **banco central** y autoridad monetaria, desligándolo poco a poco de sus funciones como entidad de fomento **adquiridas** en el pasado reciente, al convertirse a través de la política de redescuento en instrumento para asignar recursos en la economía. La filosofía es devolverle al sector privado la capacidad de asignar el crédito a las actividades **más** rentables y descentralizar la toma de decisiones en esta materia al darle mayor iniciativa al sector financiero”. Urrutia (1974, p.226)

⁷⁸ Las corporaciones de ahorro y vivienda fueron **creadas** en 1972 para administrar el denominado Sistema de Valor Constante. La vida jurídica de las compañías de financiamiento comercial se inició en 1979 (Decreto 1970) al **modificarse** el régimen de las entidades conocidas **como** intermediarios financieros. **Estas** organizaciones fueron previamente creadas y reguladas por los decretos 1773 de 1973 y 971 de 1974.

declive de la cartera bancaria como proporción del PIB iniciado a mediados de los sesenta. Dicha caída fue exactamente compensada por el avance en la cartera de los intermediarios no bancarios. De hecho, tal como lo ilustran las gráficas 1 y 2, los años setenta marcaron el inicio del florecimiento de la intermediación financiera no bancaria.

El segundo gran brinco se produjo entre 1981 y 1982 cuando a la banca comercial y a las corporaciones financieras se les dio la oportunidad de competir por recursos de corto plazo. Dicho objetivo se logró mediante la liberación de las tasas de interés de captación de recursos de corto plazo a través de Certificados de Depósito a Término (CDT). En las gráficas 1 y 2 se aprecia el ascenso vertical de (M_3/PIB) , así como el repunte de la cartera bancaria, en respuesta a las medidas liberatorias.

La anatomía de la intermediación financiera se alteró sustancialmente durante los años setenta (Tabla 1). La banca privada creció al ritmo de la economía, al tiempo que la de origen extranjero, sometida al régimen de “colombianización” instaurado a mediados de la década, alcanzó una participación ínfima. La Caja Agraria, cuyos años dorados se extendieron a lo largo de los cincuenta y sesenta, comenzó a crecer a un paso inferior al de la economía y tuvo frecuentes pérdidas que tuvieron que ser asumidas por el presupuesto nacional. La banca oficial y el BCH apenas sostuvieron la participación heredada de los sesenta. El pobre desempeño de las instituciones tradicionales fue compensado por un crecimiento más dinámico de las corporaciones financieras, y por la aparición de nuevos intermediarios, como las corporaciones de ahorro y vivienda, y las compañías de financiamiento comercial. Con el surgimiento de estos últimos, la intermediación financiera siguió la vía de la especialización institucional como alternativa de desarrollo. La idea de permitir un funcionamiento más libre del mercado financiero ya se había afianzado a fines de los sesenta, a pesar de la vigencia de un marco de grandes limitaciones institucionales que entrababa la competencia entre los intermediarios.

E. Hacia una nueva reforma financiera.

La suerte de intermediación financiera en los ochenta estuvo atada a los desarrollos de la crisis tanto doméstica como internacional que explotara en 1982, y que se extendiera a lo largo del lustro siguiente. Guardadas las respectivas proporciones históricas, una vez más fue necesario diseñar medidas de rescate para evitar el desplome del sistema financiero. Como resultado de estas medidas, hacia 1989 la participación oficial en los activos de los intermediarios financieros excedía el 60% (Tabla 1). Dentro del contexto internacional de apertura de las economías, la intermediación financiera no podría seguir sujeta a restricciones institucionales que limitaban seriamente su crecimiento. Así, las reformas adoptadas en 1990 (Ley 45) eliminaron las barreras existentes sobre la inversión foránea en el capital de las organizaciones financieras, y permitieron que un tipo de intermediario (por ejemplo, una corporación de ahorro y vivienda) se pudiera transformar en otro tipo de intermediario (por ejemplo, un banco) siempre y cuando se cumplieren ciertos requisitos. Igualmente, las reformas terciaron en la vieja controversia acerca de si la intermediación debía seguir el patrón de instituciones especializadas u orientarse hacia la banca múltiple,

instaurando un sistema de filiales. **Los** cambios apuntaron a consolidar la capitalización de los establecimientos de crédito a tono con las tendencias internacionales, y dieron gran importancia a la regulación prudencial, también de acuerdo con criterios internacionales de amplia aceptación.

Las reformas iniciadas en 1990 habrían sido incompletas sin el desmonte del antiguo sistema del crédito de fomento ligado al Emisor, y sin los cambios institucionales que restablecieron en plenitud las funciones de banca central del Banco de la República. Los cánones constitucionales cerraron el acceso del sector privado al crédito del Emisor, prohibieron la creación de cupos de crédito en el Banco a favor de particulares o del Estado, y sometieron las solicitudes de financiamiento a favor del Estado, a la aprobación unánime de la junta directiva del **Banco**⁷⁹.

Estas reformas fueron políticamente posibles por el debilitamiento económico de la agricultura que no alcanza el 17% del PIB en la actualidad y al fortalecimiento de otros sectores, todo lo cual conduce a una especie de equilibrio corporativo, donde los intereses se neutralizan mutuamente y permiten una mayor autonomía de banco central.

Las posibilidades abiertas por la reforma financiera de los noventa han venido transformando la anatomía de la intermediación, como puede observarse en la Tabla 1. Los activos sectoriales han crecido rápidamente en relación con el tamaño de la economía, la banca privada se ha fortalecido con las privatizaciones y las transformaciones de otros intermediarios en bancos, y los bancos extranjeros comienzan a mejorar su participación, a pesar de su reducida envergadura. La transformación de las sociedades de leasing en compañías de financiamiento comercial (Ley 35 de 1992) consolidó la presencia de dichos intermediarios, y tanto las corporaciones financieras como las de ahorro y vivienda han continuado creciendo a un ritmo superior al de la economía. En contraste, la banca de origen oficial, sin la cual no sería posible entender los últimos **75** años de intermediación financiera en Colombia, parece languidecer definitivamente.

F. Para qué sirvió el banco central colombiano?

Un banco central sirve para estabilizar los precios **en** la economía. Ello le exige que emita dinero en la cantidad adecuada, que resultaría de sumar un nivel de inflación pequeño y un crecimiento sostenible de la economía. Sirve también como prestamista de Última instancia lo que lo conduce a evitar crisis financieras o crisis de pagos de los gobiernos de turno otorgando préstamos de emergencia.

⁷⁹ Las nuevas funciones del **Banco** de la República quedaron definidas en los **artículos** 371, 372 y 373 de la Constitución de 1991. A su **turno**, la Ley 31 de 1992 **dictó** las normas a las que debería sujetarse el Banco de la República. **Banco** de la República (1994).

Las gráficas 5 a 11 describen la trayectoria del crédito del Banco de la República al gobierno y **otras** entidades públicas, a los bancos comerciales, a entidades de fomento como los fondos financieros y las corporaciones financieras, y al Fondo Nacional del Café⁸⁰.

La Gráfica 5 presenta la evolución de los préstamos (crédito bruto) del Emisor al Gobierno Nacional entre 1930 y 1990. **Aquí** debe recordarse cómo desde 1923 se dispuso que en conjunto los préstamos del Banco al Gobierno Nacional y las inversiones de aquel en documentos de deuda pública no podrían exceder el 30% del capital del **Banco**. Posteriormente, durante la Gran Depresión, dicho porcentaje fue elevado al **45%**. Sin embargo, podrían otorgarse préstamos extraordinarios con la aprobación del Congreso. En los años sesenta se estableció un cupo especial para la Tesorería, según el cual los préstamos al gobierno no podrían exceder el **8%** de los ingresos corrientes recaudados por el gobierno en el año anterior. La Gráfica 5 muestra cómo a lo largo de seis décadas el Gobierno Nacional sólo acudió en dos ocasiones y de manera transitoria a endeudamientos extraordinarios con el Banco de la República, a saber, durante la Gran Depresión, y durante la crisis financiera y fiscal de la primera mitad de los ochenta*. Tales episodios fueron seguidos por drásticas reformas fiscales.

En la Gráfica 6 se observa cómo si bien el Gobierno Nacional no recurrió de manera persistente a los préstamos del Banco, ganó acceso adicional a los recursos de emisión a través de las inversiones del Banco de la República en títulos de deuda pública. Entre 1940 y 1980 dichas inversiones significaron el 1.8% del PIB. La **gráfica** revela un comportamiento distinto de las inversiones en los cuarenta y cincuenta en comparación con los sesenta, y con los setenta. La importancia adquirida por las inversiones a principios de los cuarenta obedeció a una operación contable mediante la cual los saldos de los préstamos extraordinarios otorgados durante la Gran Depresión se convirtieron en una inversión del Emisor⁸². Varios préstamos otorgados al Gobierno Nacional durante los cuarenta y cincuenta fueron consolidados y transformados en inversiones obligatorias no sólo del Banco de la República sino de otras instituciones financieras, como los bancos comerciales, las cajas de **ahorro** y las compañías de seguros⁸³. Tres factores contribuyeron al salto sustancial de la serie de inversiones en 1962: la consolidación de deudas de corto plazo

⁸⁰ Datos y descripciones basados en Aveila y Lecompte (1998).

⁸¹ En los treinta la principal operación crediticia tuvo **como** contrapartida la concesión al Banco de la República de las **salinas** terrestres. Dicha operación representó el 2.2% del PIB de 1932. En los ochenta, la financiación extraordinaria incluyó una variedad de operaciones como los **cupos** de reactivación económica de 1983 y 1984, el **financiamiento basado en la garantía** extendida por el Banco de la República sobre los Títulos de Ahorro Nacional (TAN), y **cupos** extras a la Tesorería. En 1985, el saldo **consolidado** de tales financiamientos fue equivalente al **4.5%** del PIB.

⁸² El crédito sobre **las salinas terrestres** fue convertido **en** inversión **redituable** del Banco de la República. El cambio de posición dentro de los activos del balance del Emisor le permitió a esta entidad liberar **su cartera** de un préstamo de largo plazo al gobierno, lo **qual** **añía** con las concepciones ortodoxas de banca central.

⁸³ En 1960 el 52% de la deuda pública interna se encontraba en poder del Banco de la República, el 22% **en manos** de los bancos comerciales, el 6% en poder de las **compañías** de seguros, el 2% entre las inversiones del Fondo de Estabilización, y el restante 18% **en** el portafolio de la Federación de Cafeteros y **otros** inversionistas privados. Informe **Anual** del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1968 y 1969. Segunda Parte.

GRAFICO 5
BANCO DE LA REPUBLICA
PRESTAMOS AL GOBIERNO NACIONAL
(% del PIB)

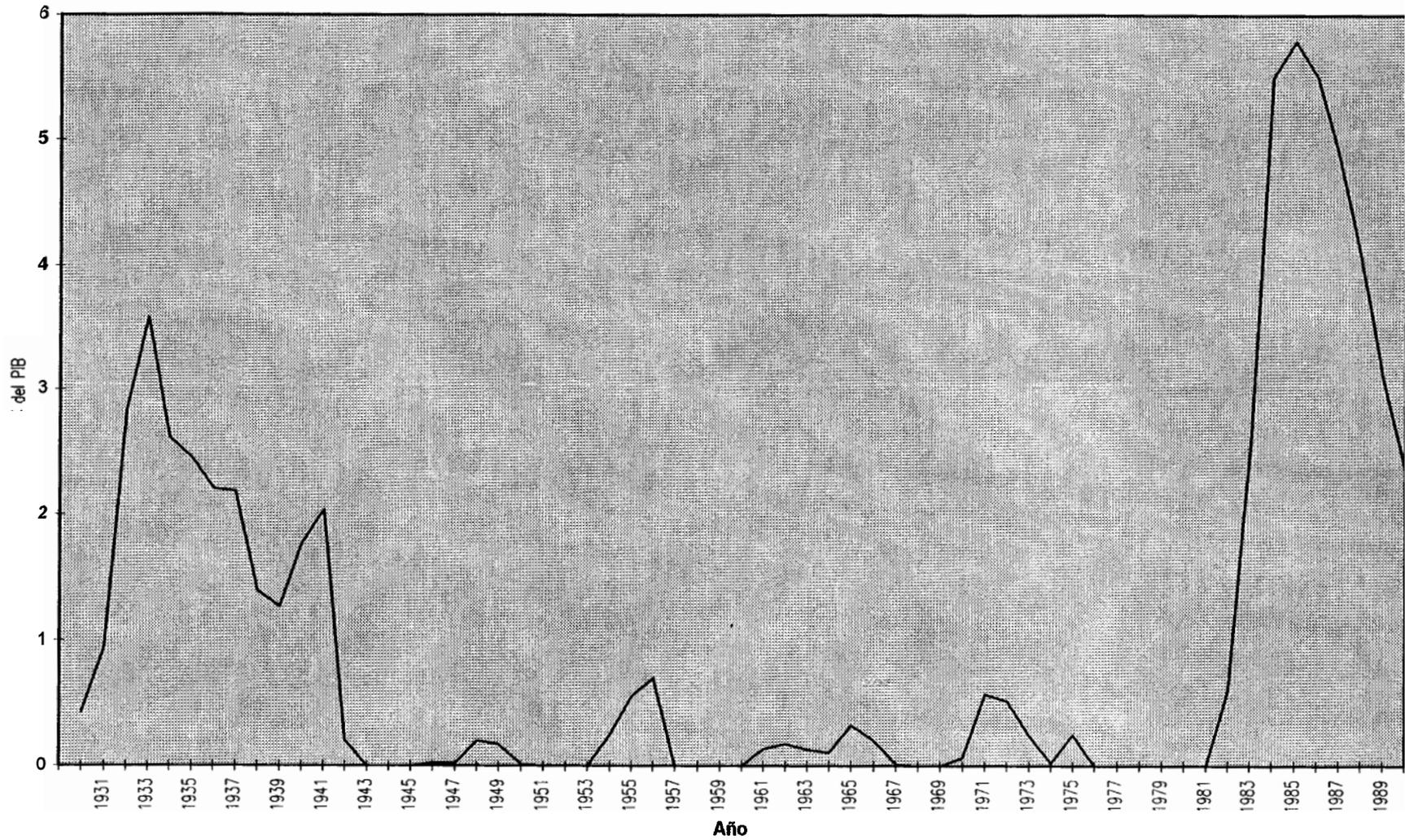


GRAFICO 6
BANCO DE LA REPUBLICA
PRESTAMOS E INVERSIONES EN VALORES DEL GOBIERNO NACIONAL
(%del PIB)

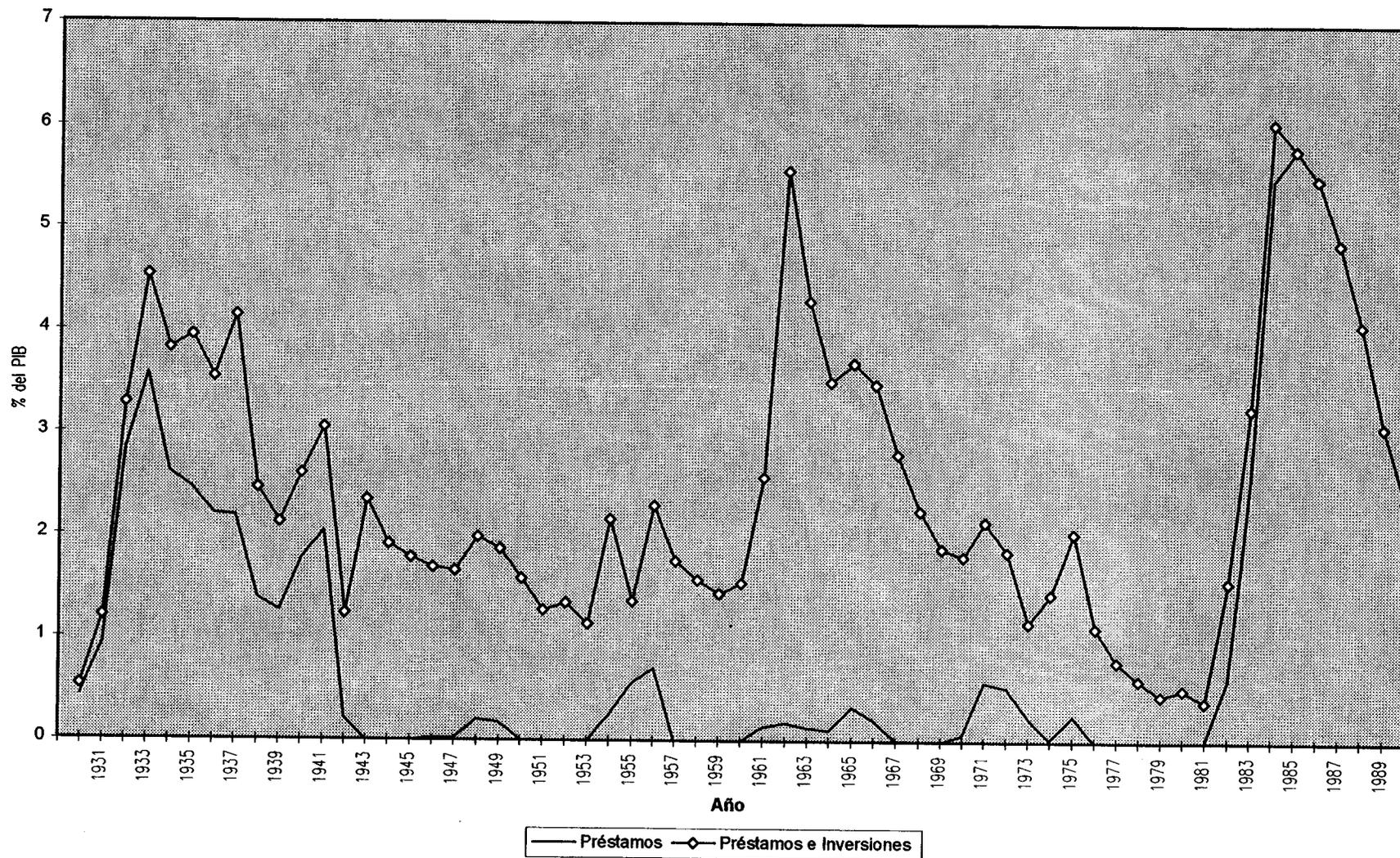


GRAFICO 7
BANCO DE LA REPUBLICA
PRESTAMOS E INVERSIONES EN VALORES DEL GOBIERNO NACIONAL Y OTRAS ENTIDADES OFICIALES
(% del PIB)

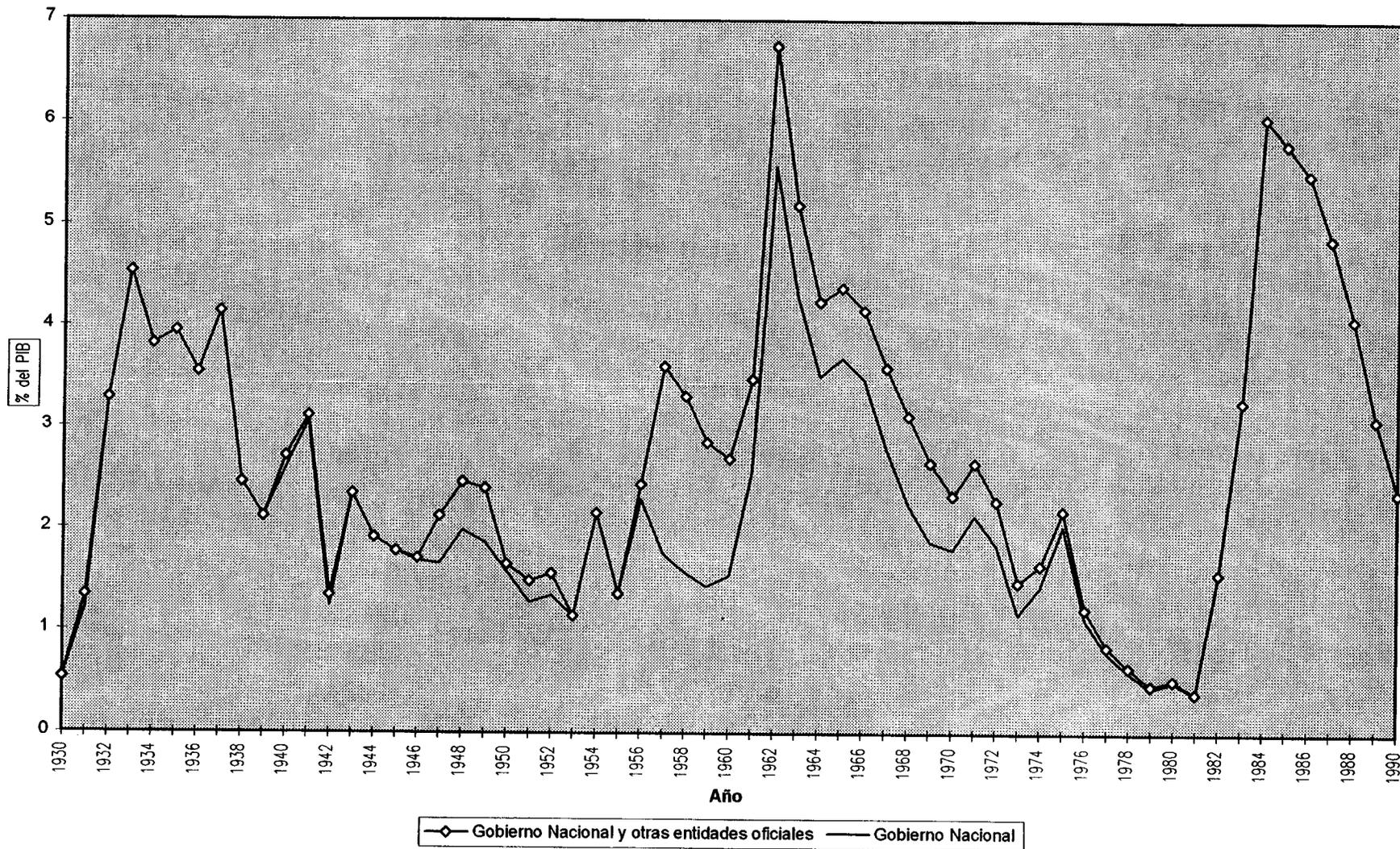


GRAFICO 8
BANCO DE LA REPUBLICA
CREDITO NETO AL GOBIERNO NACIONAL Y OTRAS ENTIDADES OFICIALES
(% del PIB)

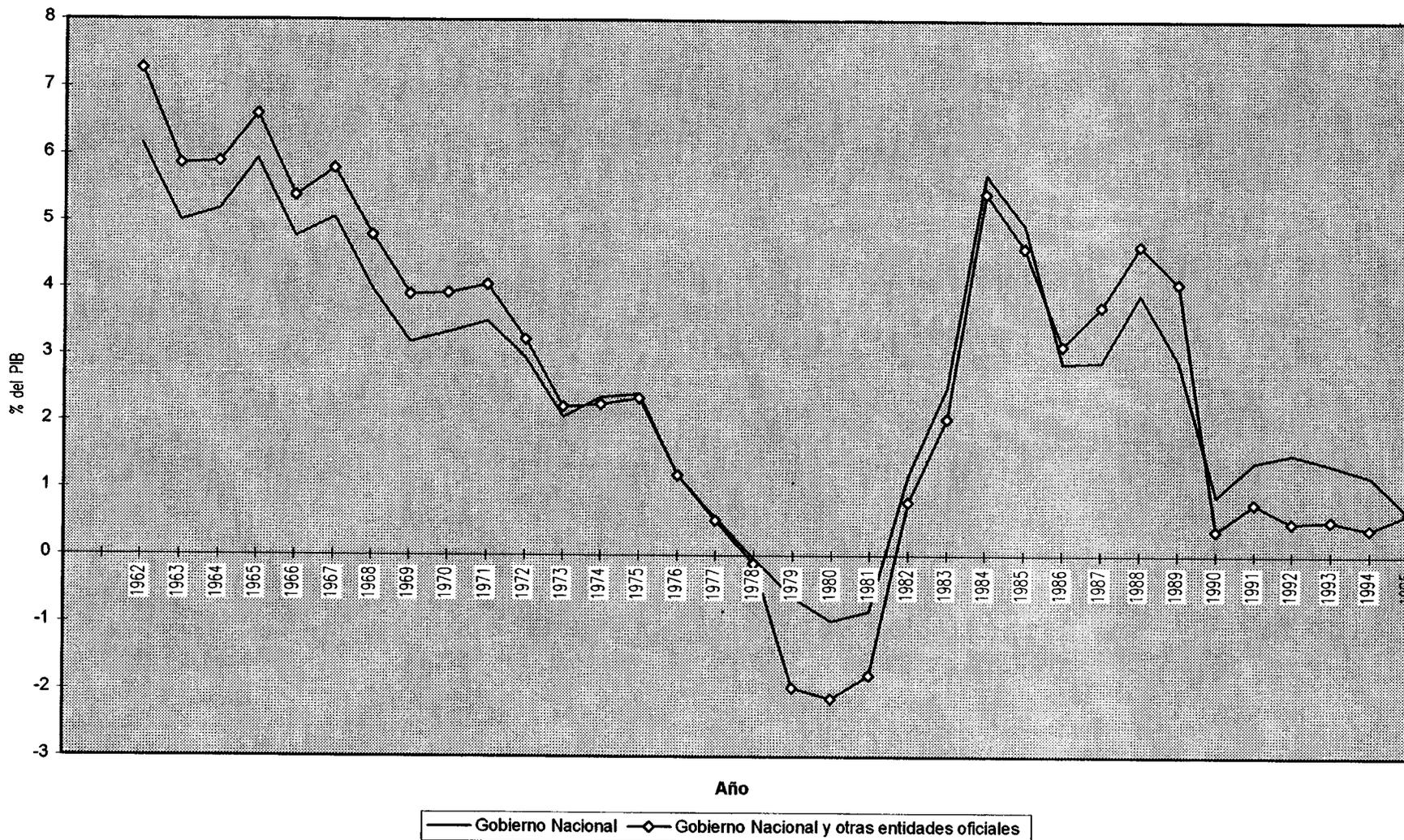


GRAFICO 9
BANCO DE LA REPUBLICA
CREDITO BRUTO A LOS BANCOS COMERCIALES
(% del PIB)

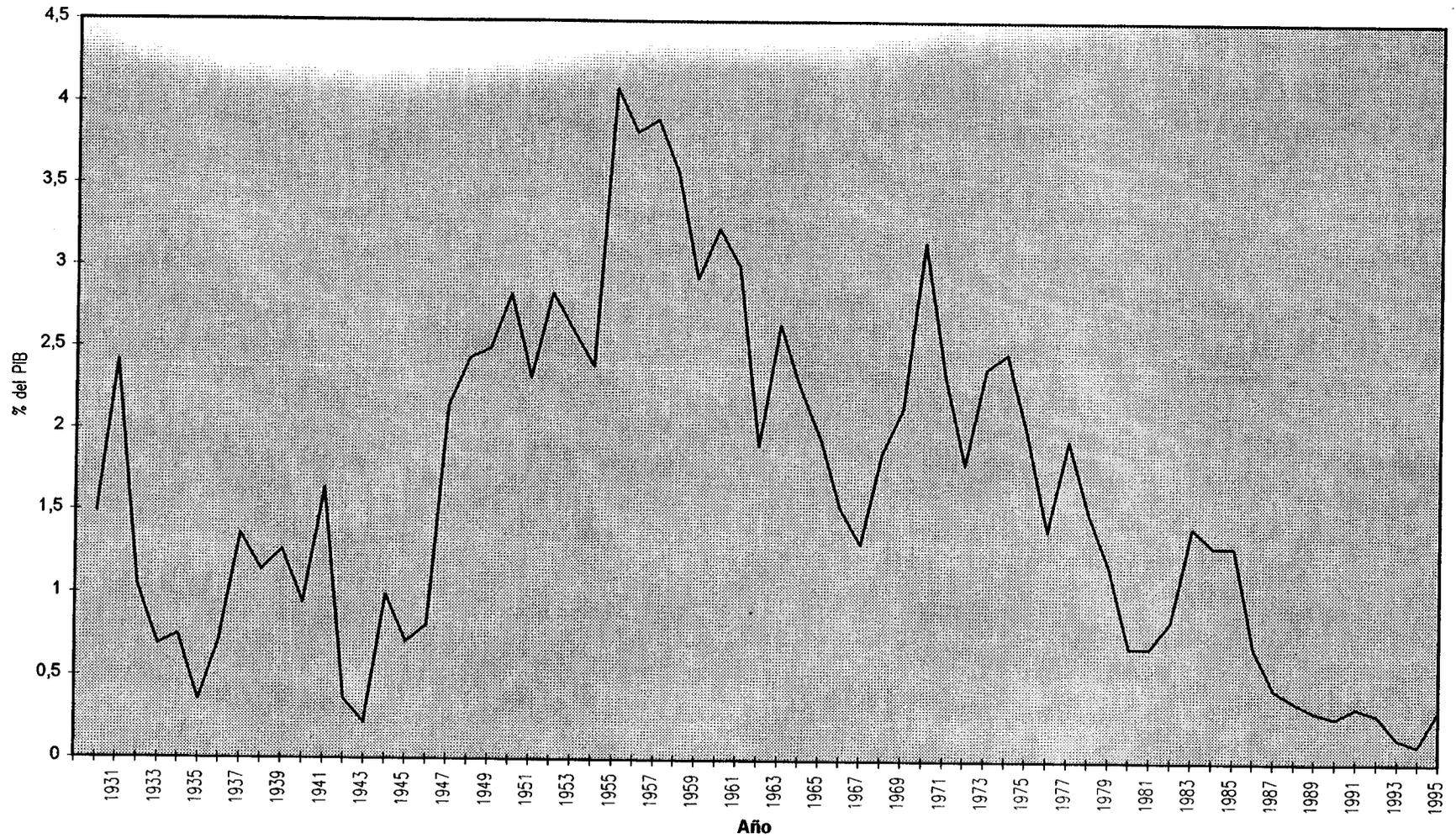


GRAFICO 10
BANCO DE LA REPUBLICA
CREDITO A ENTIDADES DE FOMENTO
(% del PIB)

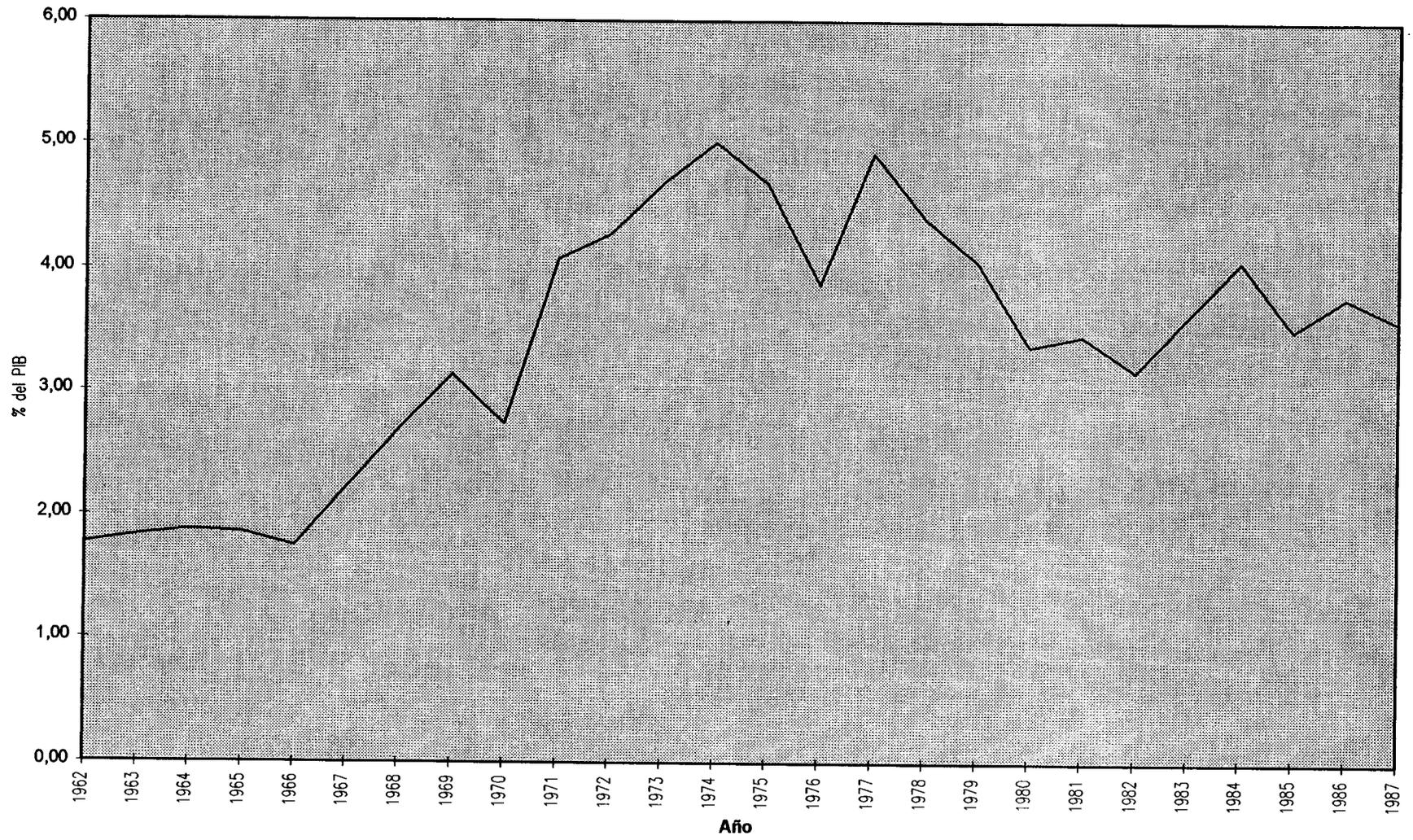
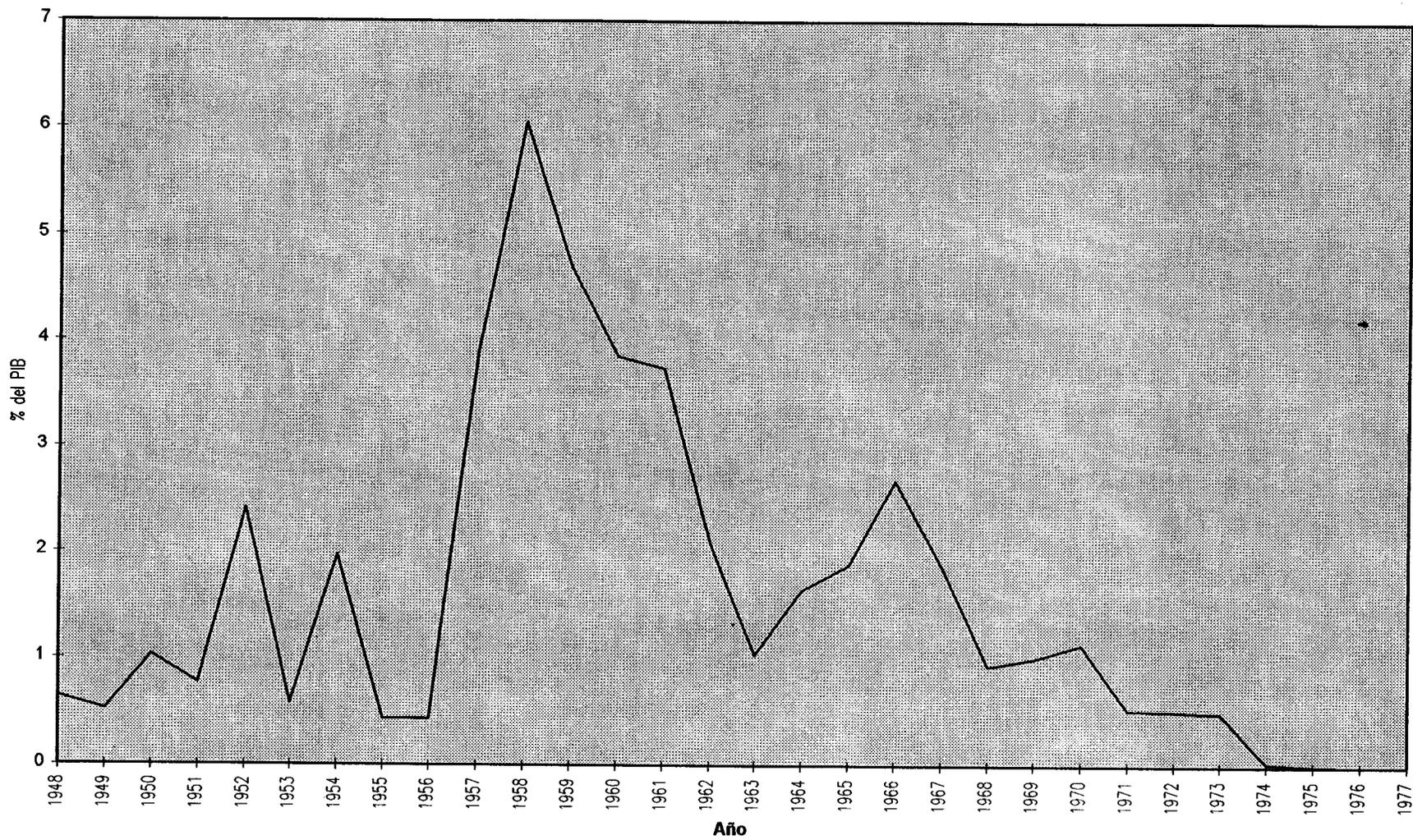


GRAFICO 11
BANCO DE LA REPUBLICA
CREDITO BRUTO AL FONDO NACIONAL DEL CAFÉ
(% del PIB)



acumuladas por la Tesorería durante 1961 y 1962, la transformación de pérdidas cambiarias del Banco de la República en obligaciones del Gobierno Nacional con el Banco, y la sustitución de algunas operaciones de deuda externa por deuda interna. Los niveles altos aunque declinantes alcanzados por la serie durante los sesenta resultaron de nuevas operaciones sustitutivas de deuda externa por deuda interna, así como de transformación de pérdidas cambiarias del Banco en deuda pública. Desde mediados de los setenta hasta 1981 la serie alcanza los valores más bajos de todo el período. A las reformas fiscales de la época se sumó la utilización de los rendimientos de la Cuenta Especial de Cambios, calificados como ingresos ordinarios del Gobierno Nacional a partir del Decreto 444 de 1967⁸⁴.

Las gráficas 7 y 8 son complementarias de las 5 y 6. En la primera se destacan los préstamos e inversiones a entidades oficiales diferentes del Gobierno Nacional, cuya magnitud fue importante en la segunda mitad de los cincuenta. En la segunda se describe la evolución del crédito neto del Banco de la República al sector público a partir de su publicación en 1962. Corroborando la descripción del párrafo anterior relacionada con la declinación de los valores de la serie de préstamos, el crédito neto alcanzó cifras negativas entre 1978 y 1981, cuando los depósitos gubernamentales excedieron los saldos del crédito bruto al Gobierno Nacional.

Por lo general el crédito a los bancos (Gráfica 9), consistente en el descuento de sus carteras, fue relativamente moderado durante la primera fase del Banco de la República entre 1930 y 1950, promediando el 1.5% del PIB y obteniendo un pico en 1932 cuando rozó el 2.5% del PIB. En los cincuenta, con la disposición a emitir más que en el pasado, se eleva al 4% del Producto pero de allí en adelante se vuelve cada vez más pequeño hasta casi desaparecer en los noventa. Ello incluye el crédito a un día que es la herramienta fundamental con la que operan los bancos centrales en el mundo y que debe alcanzar una proporción suficiente de la base monetaria para transmitir la política monetaria a ese mercado, y a los de mayor plazo con un rezago.

El crédito de fomento (Gráfica 10) pasó de 2% del PIB en 1964 al 5% entre 1975 y 1978, cuando ya venía liberalizándose el mercado por captaciones del público y las tasas de interés iban en ascenso.

El crédito al sector cafetero (Gráfica 11) se hace evidente desde 1948 con el 0.7% del PIB en ese año al 2% en 1954 en plena bonanza cafetera; alcanza cifras muy altas en 1958 con un astronómico 6% del PIB, cuando el mercado cafetero estaba en postración, o sea que la reducción de los precios en el mercado internacional del café fue compensada con abundante emisión del Banco de la República.

La trayectoria descrita del crédito del Banco de la República revela la existencia de factores de índole política que le permitieron a ciertos grupos capturar el señoraje provisto por un exceso de emisión que fue causando también una inflación mayor hasta alcanzar el rango moderado y persistente del 25% después de 1970. Sin embargo, el Emisor cumplió

⁸⁴ Avella (1987) para detalles sobre la evolución de la deuda pública interna entre 1940 y 1980.

adecuadamente con sus funciones de prestamista de última instancia, tanto para enfrentar crisis financieras como para impedir que el gobierno incurriera en crisis de pagos.

G. Moraleja.

En esencia, se ha pasado de un sistema financiero centralizado, dirigido y muy racionado, a uno más descentralizado que se orienta por la rentabilidad de las diferentes actividades. El grado de profundización se ha ampliado considerablemente y el crédito dejó de ser racionado, irrigando profusamente las actividades de la inversión, la construcción, la gestión pública nacional y local y el consumo de durables. No obstante, subsisten legados del pasado como la escasa profundidad de los mercados de corto plazo y los de deuda pública de largo plazo que inciden en una política monetaria todavía ineficiente. Por ejemplo, el Emisor no puede influir suficientemente con sus tasas de interés sobre las del sistema, dado el tamaño pequeño del mercado interbancario. El encaje promedio alcanza todavía el 8% de los depósitos sujetos a él, en comparación con la norma internacional del 2%. Lo anterior, más una inflación persistente y poca competencia dentro del sector financiero tiende a generar altos márgenes de intermediación. Con todo, existe un consenso de que el mejor curso de acción para el sistema es profundizar los mercados monetarios y que la mejor política monetaria es aquella que opera a través de los mismos. Ello requiere persistir en la profundización del mercado interbancario de corto plazo, para que la política monetaria influya eficazmente sobre la tasa de interés a la vista, y en la extensión del mercado de capital de largo plazo, que requiere la presencia permanente de los bonos del gobierno en ese mercado. Este último, a su vez, garantizará el financiamiento de proyectos industriales y de infraestructura de larga maduración, algo que el país no alcanza a desarrollar todavía.

La profundización financiera obtenida en esta última fase fue espectacular. Su origen fundamental fue una gran entrada de capital, un persistente aumento del endeudamiento externo privado y la decisión de la autoridad monetaria en 1992 de no esterilizar la entrada de capital por medio de una revaluación nominal, sino permitiendo la monetización de esos recursos. El M_3 /PIB alcanzaba el 33% del PIB⁸⁵ en 1995 casi el doble que el nivel que se obtuvo en los sesenta, mientras que el dinero para transacciones obtenía una mayor eficiencia al pasar el M_1 /PIB de 15% del PIB en los sesenta al 7% en 1995, yendo la diferencia a engrosar las cuentas remuneradas con interés. Eso quiere decir que la gente dejaba ocioso su dinero en las cuentas corrientes porque no tenía verdaderas alternativas y los bancos capturaban un enorme señoraje. Esa mayor eficiencia no fue sólo el resultado de las señales de mercado que ahora registraban la demanda por crédito nítidamente sino también de innovaciones financieras como las cuentas débito, los cajeros automáticos y las cuentas corrientes con convenio de remunerarse en ahorros o con inversiones de corto plazo.

⁸⁵ El M_3 en la actualidad excluye los bonos mayores de 1 año que no tienen requisito de reserva. Si se incluyen en el agregado M_3+B la intermediación gruesa abarca en 1998 el 54% del PIB que es uno de los más altos de América Latina.

Por último, sólo a partir de 1996 el gobierno comenzó a desarrollar el mercado para Títulos del Tesoro, TES, comprometiéndose a hacer subastas periódicas y estableciendo unos creadores de mercado, encargados de colocarlos entre bancos, fiducias y otros agentes del sector privado. Como se ha descrito atrás, estos instrumentos son básicos para operar como garantías de los préstamos de muy corto plazo y permiten una profundización de ese mercado y por lo tanto facilitan la influencia del Banco Central en él. Es también preferible que el déficit gubernamental sea financiado voluntariamente con recursos provistos por el mercado y no por los de emisión que son obviamente muy inflacionarios. Este es otro de los cimientos que faltaban para edificar un sistema financiero que se pueda influir por métodos indirectos de mercado por parte de la autoridad monetaria.

La moraleja de esta historia es que la institución de la Banca Central no puede avanzar la sociedad más de lo que lo permite el desarrollo de sus fuerzas productivas y de las variables reales de la economía como el ahorro, la inversión, las ganancias y los salarios. Debe empeñarse, antes que nada, en el desarrollo o profundización de todos los mercados de capital y en la estabilidad macroeconómica. Avanzar más rápido que eso, puede conducir a la atrofia de los mercados monetarios, a la inflación, a desequilibrios macroeconómicos crónicos y a políticas monetarias ineficientes; finalmente, a un crecimiento económico menor que el potencial, todos resultados contrarios a los buscados. Si hace lo que tiene que hacer, la banca central puede contribuir a un desarrollo económico más alto, sobre todo más sostenible en el tiempo, y al logro de una mayor estabilidad que el basado en las ilusiones de la emisión monetaria.

BIBLIOGRAFÍA

- Aguilera, Miguel. **La Legislación y el Derecho en Colombia. Sinopsis histórica desde la conquista hasta el presente.** Academia Colombiana de Historia. Colección Historia Extensa de Colombia, volumen XIV. Editorial Lerner, Bogotá, 1965.
- Alviar, Oscar. **Instrumentos de dirección monetaria en Colombia.** Tercer Mundo, Bogotá ([1967], 1972).
- Avella, Mauricio. "Series Históricas del Sector Financiero Colombiano". Proyecto PNUD. Contraloría General de la República, Bogotá, 1987. Sin publicar.
- Avella, Mauricio. "La estructura del Sector Financiero" Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Santa Fe de Bogotá, 1998. En proceso.
- Avella, Mauricio y Lecompte, Pauline. "Estadísticas Históricas del Sector Público". Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Santa Fe de Bogotá, 1998. En proceso.
- Banco de la República. **La Banca Central en Colombia. Normas Básicas.** Departamento Editorial del Banco de la República. Santa Fe de Bogotá, 1994.
- Bario, Claudio E. V. "The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey", BIS Economic Paper No. 47, Basilea, 1997.
- Botero de los Ríos, Germán. "Breve exégesis de las funciones monetarias del Banco de la República" **Revista del Banco de la República**, Bogotá, 1963, agosto.
- Chatterjee, Satyajit, "Leaning Against the Seasonal Wind: Is there a Case for Seasonal Smoothing of Interest Rates?", **Business Review**, Federal Reserve Bank of Philadelphia, marzo-abril, 1993.
- Cruz Santos, Abel. **Economía y Hacienda Pública.** Academia Colombiana de Historia. Colección Historia Extensa de Colombia, volumen XV, tomo 2. Editorial Lerner, Bogotá, 1966.
- Currie, Lauchlin, **Bases de un programa de fomento para Colombia.** Banco de la República. Bogotá, 1951
- Drake, Paul. "The origins of United States economic supremacy in South America: Colombia's dance of the millions, 1923-1933" Working Paper. Latin American Program. The Wilson Center. Washington, 1979.
- Echeverry Herrera, Jorge. "El Decreto 756 de 1951". **Boletín de la Superintendencia Bancaria** No 159. Bogotá, 1953.
- Eggertsson, Thráinn. **El comportamiento económico y las instituciones,** Alianza Economía, Madrid, 1995.
- Eichengreen, Barry. "House calls of the money doctor: the Kemmerer missions to Latin America, 1917-1931". Calvo, Guillermo, Findlay, Ronald, Kouri, Pentti y Braga de Macedo, Jorge (editors) **Debt, Stabilization and Development.** Blackwell, Oxford, 1989.
- Eichengreen, Barry. **Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939.** Oxford, University Press, New York, 1992.
- Enciclopedia de la religión católica,** Barcelona, Dalmau y Jover, 1951-1956
- Fajardo, Carlos Jaime y Rodríguez, Néstor. "Tres Décadas del Sistema Financiero Colombiano: 1950-1979". Cabrera, Mauricio (editor) **Sistema Financiero y Políticas Antiinflacionarias, 1974-1980.** Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, 1980.

- Fry, Maxwell. **Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government Debt**, Routledge Press, Londres, 1997.
- Gerschenkron, Alexander. "Economic backwardness in historical perspective". Landes, David (editor) **The Rise of Capitalism**. The Macmillan Co. New York, 1962.
- GRECO (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano. Urrutia, Miguel, Pontón, Adriana, Posada, Carlos Esteban). "El Desempeño Macroeconómico Colombiano. Series Estadísticas (1905-1997)". **Borradores de Economía** No 95. Banco de la República. Santa Fe de Bogotá, 1998.
- Grove, Richard. "Deficiencias en la estructura de la banca central colombiana", **Banca y Finanzas**, No. 2, 1988.
- Hernández Gamarra, Antonio, "Señoraje, inversiones forzosas, tasas de interés", **Debates de Coyuntura Económica**, No 14 Fedesarrollo, 1989 (Junio).
- Hernández, Antonio. "Determinantes de la tasa de cambio de la cantidad de dinero". Gómez Otálora, Hernando, Ortega Acosta, Francisco, Sanclemente, Patricia (coordinadores). Fedesarrollo, Facultad de Economía de la Universidad de Los Andes (editores). **Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia**. Fondo Cultural Cafetero. Bogotá, 1976.
- Hernández, Antonio. "Política de Redescuento, 1950-1970". Gómez Otálora, Hernando, Ortega Acosta, Francisco, Sanclemente, Patricia (coordinadores). Fedesarrollo, Facultad de Economía de la Universidad de los Andes (editores). **Lecturas sobre Moneda y Banca en Colombia**. Fondo Cultural Cafetero. Bogotá, 1976.
- Jaramillo Ocampo, Hernán. "Proyecto de ley sobre orientación del crédito bancario" en Revista del Banco de la República, Bogotá, 1949, diciembre.
- Kindleberger, Charles. **La crisis económica, 1929-1939**. Editorial Crítica. Segunda edición. Barcelona, 1984.
- Kock, M. H. de. **Banca Central**. Fondo de Cultura Económica, Cuarta edición, México, 1964.
- Lascarro, Leopoldo. 'Un aspecto de la obra de Mr. Kemmerer en Colombia. La Contraloría General de la República'. En "Edwin Walter Kemmerer y su obra en Colombia". Contraloría General de la República. **Anales de Economía y Estadística**, Nos 9 y 10 (Suplemento). Bogotá, 1945.
- Lewis, Cleona. **America's stake in international investments**. The Brookings Institution, Washington, D. C., 1938
- Leyes Financieras** (1931). Editorial Cromos, Bogotá.
- Lleras Restrepo, Carlos. "El Estado y el Sistema Financiero" en **El Espectador**, Bogotá, mayo 4 de 1986.
- Marichal, Carlos. "Obstacles to the Development of Capital Markets in Nineteenth-Century Mexico", en Stephen Haber (ed.), **How Latin America Fell Behind**, Stanford University Press, 1997.
- Marulanda, Jesús María. **Memoria de Hacienda**. Editorial Minerva. Bogotá, 1926.
- Meisel, Adolfo "El Banco de la República 1946-1954 y la reforma de 1951". **El Banco de la República. Antecedentes, Evolución y Estructura**. Santa Fe de Bogotá, 1990.
- Merryman, John Henry, **The Civil Law Tradition**, Stanford University Press, 1969
- North Douglass, C.. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**, Cambridge University Press, 1990.
- North, Douglass C., Anderson, Terry, Hill, Peter. **Growth and Welfare in the American Past: A New Economic History**. Prentice Hall, New Jersey, 1983.

- North, Douglass, Thomas, Robert Paul. **El nacimiento del mundo occidental**, Siglo Veintiuno Editores, México, 1978. Quinta reedición en castellano, noviembre de 1991.
- North, Douglass. **Structure and Change in Economic History**, Norton, 1981.
- Ospina Pérez, Mariano. "Los bancos agrícolas hipotecarios y su importancia para el progreso de Colombia". Reportaje concedido a **El Tiempo**, Bogotá, septiembre 15 de 1923.
- Pérez, Francisco de Paula. "Exposición de Motivos del Proyecto de Ley por la cual se dictan algunas disposiciones sobre entidades bancarias. **Anales del Congreso**, Bogotá, 1947, julio.
- Salazar, Félix. **Informe Anual del Gerente del Banco de la República**. Editorial Cromos. Bogotá, 1924.
- Triffin, Robert. "La moneda y las instituciones bancarias en Colombia". **Revista del Banco de la República** (Suplemento). Bogotá, 1924, agosto.
- United Nations (1948) Statistical Yearbook. New York, 1948.
- Uribe, Antonio José. **Crédito, moneda y bancos**. Librería Colombiana, Camacho Roldán y Tamayo, Bogotá, 1926.
- Urrutia, Miguel. "Discurso del Jefe del Departamento Nacional de Planeación". **El Mercado de Capitales**. Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia. Bogotá, 1974.
- Vargas, Héctor José. 'El Profesor Kemmerer y su obra' en "Edwin Walter Kemmerer y su obra en Colombia". Contraloría General de la República. **Anales de Economía y Estadística**, Nos 9 y 10 (Suplemento), Bogotá, 1945.
- Villaveces, Carlos, "Política Anticíclica", **Revista del Banco de la República**, Bogotá, 1949.
- Walton, Gary, Hugh Rockoff, **History of the American Economy**, The Dryden Press, Orlando, 1997.