

**EL BANCO DE LA REPÚBLICA DURANTE
1951-1963: LA ESTABILIDAD
MACROECONÓMICA EN LA BALANZA**

Javier G. Gómez Pineda

El autor agradece a Pablo Martín-Aceña, Jorge García, Enrique López y Adolfo Meisel por sus comentarios; a Natalia Rodríguez y Liliana Muñoz por la excelente asistencia de investigación, y a la Joint IMF-World Bank Library por el acceso al Archivo Histórico del Fondo Monetario Internacional.

Durante 1951-1963 las autoridades de Colombia cambiaron su forma de pensar acerca de la estabilidad macroeconómica: pasaron de valorarla a desatenderla. El cambio se dio pese a que la Conferencia de Bretton Woods había convertido la estabilidad macroeconómica en el nuevo reto de la política económica. Los Acuerdos Constitutivos del Fondo Monetario Internacional (FMI), definidos en la Conferencia, establecieron como uno de los objetivos de esta institución “acortar la duración y reducir el grado de desequilibrio en la balanza de pagos de sus miembros” (Garritsen, 1986, p. 14 y 1987, p. 9).

Durante los quince años posteriores a la Conferencia de Bretton Woods el FMI desarrolló su marco analítico para la implementación de los programas de estabilización, basado en los enfoques monetario y absorción de la balanza de pagos (Garritsen, 1987, pp. 33, 60). En ese escenario, la serie de políticas de estabilización, más tarde llamadas de ajuste macroeconómico, incluyeron políticas en los campos cambiario, monetario y fiscal; en los casos de inflación alta o hiperinflación, políticas de estabilización de precios; en Colombia, políticas relativas al principal producto de exportación: el café.

La expresión ‘estabilidad macroeconómica’ alude tanto a la estabilidad del sector externo como a la de precios. La estabilidad externa es la capacidad de honrar los pagos internacionales, y en un significado más amplio, es la resistencia del país a desarrollos relativos al sector externo, por ejemplo, movimientos especulativos de capital y cambios en los precios de los productos básicos. La estabilidad externa se procura por medio de un monto apropiado de reservas internacionales, y con balances fiscal y en cuenta corriente prudentes. No menos importante es una deuda externa baja y cubierta, así como un sector externo diversificado o al menos amortiguado por un fondo de estabilización. Por su parte, la estabilidad de precios significa llanamente una inflación baja y estable.

Quienes hacen énfasis en la estabilidad macroeconómica con frecuencia argumentan que es una precondition para el crecimiento, la razón es que tanto la inflación como la inestabilidad externa afectan la capacidad de planeación a largo plazo.

Colombia implementó sus tres programas de estabilización macroeconómica iniciales en 1951, 1957 y 1962. El primero fue un conjunto de políticas asociadas a la implementación de las recomendaciones del Banco Interna-

cional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) o simplemente Banco Internacional, como se conocía al Banco Mundial en la época; el segundo, fue el primer programa de estabilización del país bajo un acuerdo de crédito contingente con el FMI; el tercero, también se implementó bajo un acuerdo de crédito contingente con el FMI¹.

En este capítulo estudiamos los programas de estabilización en Colombia de 1951, 1957 y 1962, y su desenlace. De forma más general, analizamos la política económica en Colombia durante 1951-1963. Además de abordar los programas de estabilización, este capítulo examina dos reformas institucionales y sus implicaciones: la reforma financiera de 1951 y la creación de la Junta Monetaria en 1963.

El capítulo, al cual lo complementan varios recuadros, está compuesto por cinco secciones, además de la introducción: la primera explica los programas de estabilización y su relativo éxito; la segunda sección muestra cómo el objetivo de la estabilidad macroeconómica fue cediendo al objetivo del fomento del desarrollo, debido al ascenso del modelo o norma desarrollista de banca central; la tercera presenta el contexto internacional; la cuarta hace un recuento del período 1951-1963, y en la quinta sección se ofrecen las conclusiones. Adicionalmente, algunos recuadros complementan el capítulo.

En el estudio se hace uso del Archivo Histórico del FMI, una fuente que no había sido utilizada en los estudios de la literatura colombiana sobre la política económica para el período analizado^{2, 3}; en especial, las consultas del FMI con Colombia, que registran el diálogo entre las autoridades colombianas y el FMI sobre la política económica y contienen cierto seguimiento sobre el pensamiento de las entidades acerca de algunos temas pertinentes.

Los recuentos que existen sobre política económica en Colombia para el período, utilizan como fuentes principalmente los *Informes del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, las Notas Editoriales del Banco de la República y las actas de la Junta Directiva del Banco; un vistazo a los recuentos consultados sobre el tema se encuentra en el Recuadro 1.

¹ Al acuerdo de 1957 le sucedieron otros tres que en la práctica prolongaron el primer programa de estabilización de dicho año. El programa de estabilización de 1963 fue de conformidad al quinto acuerdo de crédito contingente de Colombia con el FMI.

² La excepción es Garritsen (1987), quien cita este archivo como fuente.

³ Colombia mantuvo consultas con el FMI entre 1951 y 1963 de forma permanente. De acuerdo al Convenio Constitutivo del FMI, un país mantendría consultas cuando mantuviera o incorporara restricciones a las transacciones cambiarias.

1. EL COMPROMISO DE LAS AUTORIDADES CON LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Los programas de estabilización de 1951, 1957 y 1963 difieren en el grado de compromiso de las autoridades con el objetivo de la estabilidad.

El conjunto de políticas de estabilización de 1951 pretendía lograr la estabilidad macroeconómica como requisito para implementar el programa de desarrollo del Banco Internacional, de forma que el país estuviera en condición de recibir importantes recursos externos. Cabe aclarar que el conjunto de estas políticas no fue consecuencia de una crisis de balanza de pagos, pues la cuenta corriente estuvo prácticamente en balance; no obstante, como se aduce más adelante, la anticipación de una posible devaluación resultó en una crisis cambiaria.

En contraste con la situación de 1951, el programa de estabilización de 1957 se originó en una profunda crisis de pagos externos. El programa de estabilización de 1957 fue en gran parte consecuencia del cese de los pagos externos del país, lo que no dejó a las autoridades otra alternativa que implementar un programa de estabilización con el FMI⁴. Los bancos extranjeros forzaron algo de disciplina a los pagos externos de Colombia por medio del cierre del crédito, la banca extranjera privada suspendió el financiamiento y el Banco Internacional hizo lo propio (De Vries, 1987, pp. 70-71).

RECUADRO 1

ALGUNOS ESTUDIOS EXISTENTES SOBRE LA POLÍTICA ECONÓMICA EN 1951-1963

Entre los recuentos más autorizados sobre la política económica durante la primera parte de los años cincuenta está el de Lauchlin Currie (1981), quien al evaluar la asesoría de los países en desarrollo, analiza las políticas de estabilización macroeconómica de 1951^a.

En cuanto a la última parte de los años cincuenta y la primera de los sesenta, uno de los relatos más autorizados es el de Garritsen (1987), autora que posiciona su recuento sobre la política económica en Colombia, durante el período, como prototipo para el estudio de la actividad del FMI en los países en desarrollo en los primeros años de Bretton Woods^b:

^a Currie (1981) también evalúa el papel de la siderúrgica de Paz del Río en la historia del Banco Internacional, en especial lo que tiene que ver con la controversia entre la inversión en programas y en proyectos.

^b A nuestro entender, este capítulo hace para Colombia la primera cita al estudio de Garritsen (1987) en la literatura.

⁴ Como anota Wiesner (1980, p. 26), en 1957 las autoridades del país ya tenían un buen conocimiento de lo que significaba un programa de estabilización.

La experiencia de Colombia, país con el que el Fondo ha tenido relaciones especialmente cercanas desde comienzos de los cincuentas, permite una ilustración específica de [...] la experiencia de un país miembro en desarrollo durante los primeros diecisiete años, aproximadamente, después de la Segunda Guerra Mundial con la estabilización financiera doméstica y la devaluación de la tasa de cambio como medio de ajuste de la balanza de pagos.

Garritsen comenta las políticas de estabilización de 1951 e incluye la participación de Lauchlin Currie en la devaluación de 1951, al igual comenta los programas de 1957 y 1963, en particular el éxito del primero y el fracaso del segundo.

Entre los trabajos anteriores a Garritsen, el que dirige más atención a los programas de estabilización de la época es el de Wiesner (1980); en sus conclusiones, el autor destaca que “sería casi imposible demostrar que el peso no estuvo casi todo el tiempo sobrevaluado” (p. 40).

En comparación con el trabajo de Wiesner, que tiene forma de una historia de los programas de estabilización del FMI, una narración relacionada con la política económica de forma más general se encuentra en García (1976), cuyo trabajo encuentra posteriores desarrollos en García y Jayasuriya (1997) y en García *et al.* (2014), en los que se trata el tema de la política de control de importaciones durante el período 1950-2013.

Otro recuento sobre la política económica, que cubre el período 1940-1970, es el de Salazar (1996), el cual hace énfasis en los efectos de la represión financiera, así como en los efectos de la política monetaria sobre la actividad real. Además, presenta un análisis monetario basado en la estimación de la demanda de dinero y contribuye con la construcción de valiosas series de datos sobre tasas de interés.

Sánchez, Fernández y Armenta (2005) estudian las devaluaciones de la época y estiman la respuesta de las reservas internacionales al crédito doméstico (el coeficiente de compensación); dichos autores ofrecen evidencia de que el factor causante de las crisis cambiarias es el aumento del crédito, aunque también refieren que los términos de intercambio son importantes para la evolución de las reservas internacionales.

Sería imposible citar todos los estudios sobre este interesante período de la economía colombiana; aquí solo se hace referencia a algunos de ellos.

En 1962 las autoridades enfrentaron el desafío de la estabilización macroeconómica, debido a la crisis en la balanza de pagos, pero lo desatendieron porque pensaron que la estabilización sería el subproducto de la importante entrada de capital que se esperaba dentro del plan de ayuda e inversiones de la Alianza para el Progreso. En efecto,

[...] el objetivo de nuestra política no es el equilibrio cambiario, como lo tuvo que ser en otros tiempos de menos cooperación internacional. El objetivo es el desarrollo, porque no se busca un resultado cambiario sino económico [...], política que no está aventurada, porque está respaldada por la ayuda exterior pactada en la Carta de Punta del Este y en la Alianza para el Progreso y con la cual se van a cubrir los déficit de balanza que resulten dentro de este proceso de desarrollo acelerado. (Arias, 1962, p. 499)⁵

El grado de compromiso de las autoridades con el objetivo de la estabilidad externa fue cambiando. En 1951 las autoridades consideraron la estabilidad externa como una condición para las entradas de capital dentro del programa de desarrollo con el Banco Internacional, en 1957 la consideraron como un objetivo que debieron buscar para normalizar los pagos externos del país, y en 1962 como un objetivo que no era necesario buscar por sí mismo, sino como resultado gratuito de un programa de inversiones y desarrollo.

El conjunto de medidas de estabilización de 1951 fue un éxito, las reservas internacionales entraron en una senda creciente; por su parte, el balance en cuenta corriente mostró estabilidad entre 1952 y 1953, a pesar del importante aumento de las importaciones en 1953.

El programa de estabilización de 1957 también fue un éxito, el crédito externo y los pagos internacionales del país se restablecieron, las reservas internacionales entraron de nuevo en tendencia creciente y la deuda comercial se refinanció; además, la flotación del peso permitió un importante ajuste del balance comercial, sobre todo por el sinceramiento de las importaciones a una tasa de cambio realista y el superávit comercial generó ahorro para normalizar el crédito externo y los pagos al exterior.

Por el contrario, como argumenta Garritsen (1987, p. 281), el programa de estabilización de 1963 fue un fracaso: lo estropeó el aumento desproporcionado de los salarios, que llevó a un aumento de la inflación, el cual, a su vez, contrarrestó la devaluación del peso. En el frente fiscal, el gobierno no contó con el apoyo del Congreso para la aprobación de un proyecto de reforma tributaria. En cuanto al programa de inversiones y desarrollo, los formidables montos de crédito y ayuda exterior proyectados en el programa de la Alianza para el Progreso prácticamente desaparecieron por los eventos relacionados con el principal promotor de ella (el asesinato del presidente de los Estados Unidos, John F. Kennedy).

⁵ En estas notas editoriales el gerente del Banco de la República, Roberto Arias, cita al ministro de Hacienda, Carlos Sanz.

Según Garritsen (1987, p. 84), el programa de estabilización de 1963 fracasó porque “las autoridades no tenían la latitud necesaria para emprender decisiones de política”. Pero es necesario aclarar que el FMI tampoco la tuvo. De acuerdo con la Oficina de Evaluación del FMI, “hay alguna evidencia que requerimientos de aval por parte del FMI son fuente de presión para aceptar la aprobación de programas con baja probabilidad de éxito” (FMI, 2002, p. 13). Al parecer, el FMI aprobó el acuerdo de crédito contingente con Colombia porque le urgía respaldar al país con su aval: “Lleras Restrepo dijo que los representantes del Fondo Monetario Internacional consideraban de inobjetable importancia evacuar las medidas económicas antes del 31 de diciembre a fin de que el país sea incluido en los programas de asistencia y empréstitos internacionales” (*La República*, 24 de noviembre de 1962)⁶.

En resumen, en 1951 el país implementó un conjunto de políticas de estabilización macroeconómica a fin de fortalecer su economía; en 1957 el país se vio obligado a implementar un programa de ajuste para normalizar sus relaciones comerciales y financieras con el resto del mundo, y en 1963 firmó un acuerdo de estabilidad macroeconómica con el FMI, pero rápidamente desatendió el objetivo de la estabilidad macroeconómica para buscar otros objetivos, los cuales se tratan adelante⁷.

La pregunta es: ¿Qué pasó para que las autoridades pasaran de valorar el objetivo de la estabilidad macroeconómica a desatenderlo? La respuesta es que hubo un cambio en el pensamiento de las autoridades⁸: estas avistaron otros objetivos tanto para la política económica en general como para el Banco de la República en particular. En este cambio desempeñó un importante papel una de las misiones que visitaron al país al comienzo del período.

2. LAS MISIONES

En 1963 el Banco de la República se había transformado en banco de emisión para el fomento y en agencia de incentivos y controles para la promoción del desarrollo. Fue el año de la creación de una Junta Monetaria conformada enteramente por miembros del Gobierno. Así, el Banco

⁶ Carlos Lleras Restrepo fue miembro de la comisión interparlamentaria que aprobó la devaluación con los miembros del Gobierno. Entre los parlamentarios también se encontraba Álvaro Gómez Hurtado.

⁷ Los objetivos eran el fomento de algunos sectores y el aumento de los salarios reales por medio de una ley (véase la sección 5).

⁸ Friedman (1953) enfatiza el pensamiento de las autoridades como causa última del desempeño económico.

quedaba mejor equipado para ahondar en el norte que se había trazado con la reforma financiera de 1951⁹.

La transformación del Banco de la República fue resultado de implementar el modelo desarrollista de banca central, que aquí llamaremos norma desarrollista¹⁰, la cual tuvo origen en el Banco Central de la República Argentina y apoyo por parte de algunos intelectuales de la época; además, fue difundida por la Reserva Federal de los Estados Unidos.

La Reserva Federal diseminó la norma desarrollista por el mundo en desarrollo, aunque en su país no la aplicó. Según Friedman y Schwartz (1963), “la controversia y discusión sobre el papel de la política monetaria y su relación con otros aspectos de la política económica que marcaron la década [contrasta con] el crecimiento constante y sin novedades de la cantidad de dinero [en los Estados Unidos]” (p. 592); en los años cincuenta la Reserva Federal perfeccionaba una política con cierta independencia de la Tesorería (p. 623), contracíclica (p. 631) y dirigida a la estabilidad de precios (p. 628).

La norma desarrollista había sido propuesta por sus promotores específicamente para los países en desarrollo. “Este enfoque a la banca central, que había sido rechazado por las autoridades británicas y norteamericanas en los años veinte, era el mismo que ahora endosaba la Reserva Federal de los Estados Unidos [para los países en desarrollo]” (Helleiner, 2003, p. 5). La norma permeó la banca central de prácticamente todos los países en desarrollo y también de países industrializados como Francia, Italia y Bélgica (Krampf, 2013, p. 15).

Como se mencionó, la norma desarrollista no fue universal pues durante los años cincuenta y sesenta también mantuvo vigencia la norma liberal¹¹, que defendió un tipo de banco central independiente del Gobierno y un sector financiero más dirigido por la eficiencia y las leyes del mercado. La norma liberal se mantuvo en países como el Reino Unido, la República Federal de Alemania, Austria y los Países Bajos (Krampf, 2013, p. 15); también perduró en antiguas colonias británicas como Singapur y Hong Kong y fue defendida por el Banco de Ajustes Internacionales.

La norma liberal fue promovida por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para los países industrializados, pero para los países en desarrollo la

⁹ Para un relato detallado sobre la creación de la Junta Monetaria, veáse Avella (2014, pp. 195-201).

¹⁰ De forma más técnica, el término ‘modelo’ significa una teoría codificada en un conjunto de ecuaciones.

¹¹ Para una historia sobre la difusión de las prácticas desarrollista y liberal de banca central, veáse Krampf (2013). El artículo de Krampf también es citado en Urrutia (2014).

promovió de forma consensual solo hasta 1977 (Krampf, 2013, pp. 19, 23)¹². La norma desarrollista actuó como contrapeso al principal objetivo del FMI, la estabilidad del sector externo. Para el FMI la inflación era un importante factor de desestabilización del sector externo y a su vez resultado de la política de extensión selectiva del crédito, el núcleo de la norma desarrollista. Algunas autoridades del FMI se opusieron a la idea del crédito otorgado por el banco central para el fomento del desarrollo; entre ellos, el director del FMI, Per Jacobson, y el director del Departamento de Investigaciones, Edward Bernstein (Garritsen, 1987, p. 64; Krampf, 2013, p. 13), para quienes “las experiencias [...] revelaban que el desarrollo económico no requería medios inflacionarios de financiamiento y que había altos costos sociales y económicos de la inflación” (Garritsen, 1987, p. 23). Otros círculos del FMI, por contraste, promovieron la norma desarrollista; según estos, de forma especial para los países en desarrollo.

En Colombia la norma desarrollista se implementó como resultado de la Misión de la Reserva Federal de los Estados Unidos (veáse Urrutia, 2014, pp. 7-15), que propuso reformar el Banco de la República habilitándolo para otorgar préstamos de redescuento con el propósito de fomentar el desarrollo. La norma desarrollista entró en funcionamiento con la reforma financiera de 1951 y alcanzó su mayor expresión en los años sesenta, principalmente con la inauguración de una Junta Monetaria estatal.

En Colombia la norma desarrollista hizo contrapeso al objetivo de la estabilidad macroeconómica, pero la estabilidad fue el objetivo de una serie de misiones del FMI¹³.

Por su parte, la Misión del Banco Internacional tuvo a Colombia como principal objetivo el desarrollo. No obstante, tomó distancia de la norma desarrollista: se opuso a la extensión de crédito del banco central para fomentar el desarrollo, política que sería inflacionaria; enfatizó la necesidad de estabilizar la inflación y el sector externo como condición para aplicar un programa de desarrollo; contribuyó a la estabilidad del sector externo por medio de la reforma cambiaria de 1951; alertó sobre el peligro inflacionario si se aumentaban los medios de pago después de estabilizarse la inflación de 1951 y se propuso contribuir al nivel de vida por medio de un gran programa de desarrollo. Infortunadamente, hacia 1951, los directivos del Banco Internacional asociaron los grandes programas de desarrollo con la economía del *New Deal*, de la cual el jefe de la Misión en Colombia era un importante exponente

¹² Por ejemplo, Robert Triffin, quien difundió la norma desarrollista desde la Reserva Federal, fue miembro del equipo del FMI en 1946-1948.

¹³ En 1951 la misión del Banco Internacional trabajó conjuntamente con la misión del FMI sobre el objetivo de la estabilidad macroeconómica.

(Alacevich, 2009, p. 135), y cuando dichos directivos decidieron dar un giro a la organización y objetivos del Banco Internacional, de manera colateral abrieron el espacio a los promotores de la norma desarrollista en Colombia.

Las misiones enmarañaron el inventario de objetivos e instrumentos de la política. Los defensores de la norma desarrollista propusieron como objetivo el desarrollo económico y como instrumentos el redescuento, el direccionamiento del encaje, las inversiones forzosas, el control de importaciones y las tasas de cambio múltiples. Por su parte, los proponentes de la norma liberal buscaron como objetivo la estabilización del sector externo y la estabilidad de precios para apoyar el desarrollo, y como instrumentos el control cuantitativo de la inflación, el control fiscal, la devaluación y el control de importaciones. La Misión del Banco Internacional propuso un gran programa de desarrollo y parentéticamente contribuyó a la estabilidad macroeconómica con una serie de políticas (Currie, 1981, pp. 58-59)¹⁴.

2.1 LA MISIÓN DE LA RESERVA FEDERAL Y LA IMPLEMENTACIÓN DE LA NORMA DESARROLLISTA

En este punto conviene dar una mirada al origen del Banco de la República. Como es sabido, se estableció en 1923 con la asesoría de la Misión Kemmerer. Edwin Kemmerer, profesor de la Universidad de Princeton, defensor y promotor del patrón oro, ayudó a establecerlo con una serie de misiones, siete de ellas a países de América Latina, incluida la que dio origen al Banco de la República (Meisel, 1990, pp. 221-228).

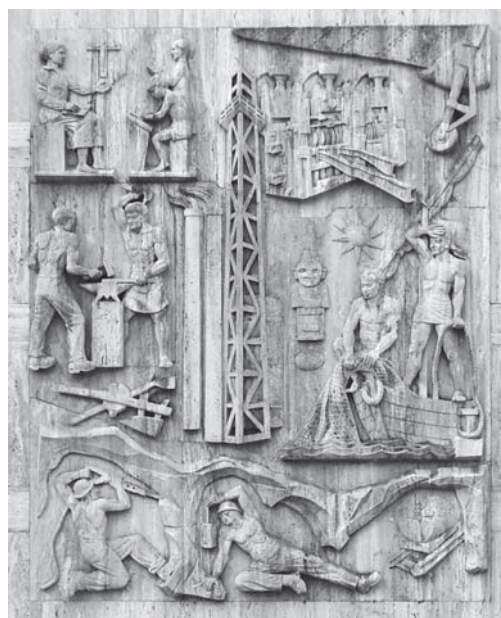
Con el patrón oro los bancos centrales operaron de forma clara y ortodoxa; la oferta monetaria era endógena ('pasiva', según los defensores de la norma desarrollista), aumentaba con un superávit en la cuenta comercial y esto llevaba a un aumento de los precios y a una corrección del superávit comercial. Análogamente, la oferta monetaria disminuía, con déficit en la cuenta comercial, lo cual conducía a una disminución de los precios que corregía el déficit. Por otra parte, dentro del patrón oro la política de redescuento se circunscribía a la doctrina clásica del prestamista de última instancia (Bagehot, 1873). Según esta doctrina, el banco central puede prestar solo a bancos solventes, aunque ilíquidos, y los préstamos deben hacerse a una tasa relativamente alta, de forma que los recursos del banco central no sean utilizados por los bancos comerciales para financiar operaciones ordinarias;

¹⁴ Otras dos misiones tuvieron lugar durante el período: la Misión sobre Administración Pública, también dirigida por Lauchlin Currie, y la Misión Le Bret. Las recomendaciones de estas misiones están por fuera del alcance de este capítulo.

estos préstamos deben concederse con la garantía de un colateral relativamente líquido o a corto plazo.

En contraste con la operatividad ortodoxa y endógena de los bancos centrales en el esquema del patrón oro, la norma desarrollista que se implementó en los años cincuenta buscó un control amplio de la asignación del crédito a los sectores de la economía. Bajo la norma desarrollista los bancos centrales canalizaron el crédito del banco central a sectores considerados clave por medio de préstamos llamados de redescuento, inversiones forzosas para los bancos comerciales y el direccionamiento de los recursos del encaje. De acuerdo con esta norma el control del Banco de la República pasó totalmente a los miembros del Gobierno en 1964, los banqueros privados fueron marginados de forma que el Banco pudiera dirigir sus esfuerzos al fomento del desarrollo¹⁵ (fotos 1 y 2).

FOTO 1. RELIEVE SOBRE LOS SECTORES DE LA INDUSTRIA, LA MINERÍA Y LOS SERVICIOS



El Banco de la República inauguró su actual sede en 1958. Los relieves en la fachada del edificio hacen alusión a los sectores productivos de la economía colombiana. El relieve al lado izquierdo de la fachada presenta escenas relativas a la minería del petróleo y del oro, a las industrias siderúrgica y metalúrgica, a la pesca y a los sectores de la educación y del transporte aéreo.

Fuente: Guillermo Restrepo C., Banco de la República.

¹⁵ Un estudio de los países en los cuales se difundió la norma desarrollista se puede ver en Krampf (2013), también citado en Urrutia (2014).

FOTO 2. RELIEVE SOBRE EL SECTOR AGROPECUARIO



El relieve del lado derecho contiene escenas relativas a los sectores agrícola y pecuario. Las autoridades implementaban con gran convicción un modelo de "banca central moderna". Bajo ese criterio, algo generalizado en la época, las autoridades y el banco central buscaron direccionar el crédito y el comercio internacional para fomentar el desarrollo.

Fuente: Guillermo Restrepo C., Banco de la República.

De conformidad con las recomendaciones hechas por la Misión de la Reserva Federal¹⁶, el banco central debería asumir un papel más activo en la economía, en contraste con el papel pasivo de un banco central diseñado para el patrón oro; en este rol activo, el banco central tendría que dirigir el crédito a las actividades consideradas importantes para el desarrollo, convertirse en una especie de autoridad de fomento en contraposición a una autoridad monetaria. De esta manera, los bancos comerciales se convertían en una especie de agentes del banco central.

La norma desarrollista se implementó por medio de la reforma financiera de 1951, que cambió el objetivo del Banco de la República al establecer que "el objetivo primordial que persigue la organización del Banco de la República es el de realizar una política monetaria, de crédito y cambiaria,

¹⁶ También conocida como Misión Grove.

encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía nacional” (Banco de la República, acta del 16 de enero de 1951)¹⁷.

La reforma se implementó mediante el Decreto Legislativo 756 de abril de 1951 (Recamán, 1980, p. 61)¹⁸, que dio al Banco de la República una serie de facultades: primero, autoridad para establecer tres tipos de cupos, un cupo ordinario de redescuento para los bancos ligado al capital de estos, un cupo especial de redescuento para créditos destinados al fomento, y un cupo extraordinario para emergencias de liquidez; segundo, autoridad para fijar las tasas de redescuento y descuento; tercero, facultad de administrar el encaje, antes facultad del Congreso, así como el encaje marginal (para más detalle sobre las nuevas atribuciones del Banco, veáse Meisel [1990, pp. 427-428]). La reforma también quedó consagrada en el Decreto Legislativo 2057 de octubre 2 de 1951, que estipuló la nueva composición de la Junta Directiva del Banco de la República, conformada principalmente por banqueros y representantes de los sectores productivos y del Gobierno.

RECUADRO 2

EL CONTROL DE IMPORTACIONES Y LA BÚSQUEDA DE LA INDUSTRIALIZACIÓN

Además de los poderes crediticios, la reforma de 1951 dio al Banco de la República el control de la política cambiaria, que desde 1948 estaba en cabeza de la Junta Directiva de la Oficina de Cambios, en la cual participaban el Banco de la República y el ministro de Hacienda, entre otros miembros (Ibáñez, 1990, p. 647). En 1951 el control de cambios y la política cambiaria se concentraron en el Banco de la República por medio de los decretos legislativos 637 y 143. El primer decreto determinó que el movimiento total de las divisas extranjeras se haría por intermedio del Banco de la República o por los bancos autorizados por este, para lo cual se le ratificó la función de comprar las divisas provenientes de las exportaciones y vender las necesarias para las importaciones [...] al tipo de cambio que señalara la Junta Directiva del Banco (Ibáñez, 1990, p. 647). El segundo “atribuyó a la Junta Directiva del Banco de la República la facultad de señalar periódicamente el monto global de divisas disponibles para efectuar pagos en el exterior” (Ibáñez, 1990, p. 647).

¹⁷ Citada en Recamán (1980, p. 41).

¹⁸ Por medio de un seguimiento a las actas de la Junta del Banco de la República, Recamán (1980) hace un detallado recuento de las reuniones que condujeron a la reforma financiera de 1951 (pp. 27-70). Por su parte, Avella (2014, p. 189) describe el estudio de recomendaciones anteriores a la reforma por parte de la denominada Comisión de Reformas Bancarias.

La norma de banca central desarrollista promovió ciertas políticas comerciales que eran difundidas, entre otros^a, por la Comisión Económica para América Latina (Cepal). La Cepal se mostraba pesimista sobre la evolución del precio de los productos básicos exportados por los países en desarrollo, en comparación con el precio de los productos exportados por los países industrializados. Buscó la industrialización de los países en desarrollo por medio de restricciones a las importaciones, monedas apreciadas para la importación de materias primas destinadas a la industria, restricciones e impuestos sobre el uso de las divisas y tasas de cambio múltiples, entre otras medidas.

Estas políticas comerciales fueron ampliamente establecidas en los países en desarrollo por lo menos durante los años cincuenta y sesenta, y según García *et al.* (2014) aún están vigentes. Hacia los años setenta la profesión de la economía llegó a la conclusión de que la norma desarrollista tenía altos costos sobre la estructura productiva y el crecimiento económico (Garritsen, 1987, pp. 68-69; Bhagwati, 1978); entre otros, las tasas de cambio sobrevaluadas favorecían a los industriales, pero no a las exportaciones nuevas; las restricciones a las importaciones favorecían desproporcionadamente a los importadores, que obtenían licencias mas no generaban ingresos al Gobierno por medio de tarifas; las tasas de cambio múltiples generaban importantes ingresos fiscales, sin embargo escondían importantes impuestos y subsidios; finalmente, la clase empresarial se ocupaba de obtener rentas del Estado y no de la competitividad y la eficiencia.

Las autoridades implementaron la norma desarrollista con convicción. Trataban de aplicar un modelo de “banca central moderna”^b.

^a Por ejemplo, Kaldor (1966) enfatizó el papel del crecimiento de la industria en el desarrollo económico.

^b Véase, por ejemplo, al entonces secretario de la Junta Directiva del Banco de la República, quien veía la introducción del redescuento como una modernización (Recamán, 1980, p. 27).

La reforma dio al Banco amplios poderes en la asignación del crédito, así como el control de la política cambiaria (respecto de la política cambiaria y su papel en la política de industrialización por sustitución de importaciones, véase Recuadro 2). Las nuevas facultades del Banco requerían el voto del ministro de Hacienda, de esta forma él fue ganando control sobre el Banco. Durante 1931-1951 el ministro tuvo voz en la Junta Directiva del Banco de la República (JDDBR), pero no voto (Kalmanovitz y Avella, 1998, pp. 20-21, 25)¹⁹; en

¹⁹ Otros dos miembros del Gobierno tampoco tenían voto. La Ley 82 de 1931 estableció que: “[las acciones clase A] no darán derecho a votar; pero, debido al carácter cuasi público del Banco, el Ministro de Hacienda y Crédito Público será miembro nato de la Junta Directiva, el Gobierno tendrá la facultad de nombrar dos (2) Directores más [...]”.

el período 1951-1963 tuvo voz y voto; y desde 1963²⁰, como líder del Gabinete en asuntos económicos, obtuvo amplio poder sobre los asuntos monetarios y cambiarios del Banco.

Aunque la Misión de la Reserva Federal de 1951 recomendó que el control del Banco pasara totalmente al Estado, la Junta no fue del todo estatal hasta la reforma de 1963, cuando se creó la Junta Monetaria²¹.

La reforma de 1951 dio paso al período de la represión financiera en Colombia. Se entiende por represión financiera a un conjunto de medidas con las cuales el Gobierno dirige el crédito, a tasas reales bajas o incluso negativas, hacia el mismo Estado y a sectores favorecidos por la política de fomento²². La represión financiera se caracteriza por la ausencia de retornos y tasas de interés de mercado, estrecha regulación de los bancos por parte del banco central y creación de bancos comerciales oficiales y gremiales para direccionar el crédito. Reinhart, Kirkegaard y Sbrancia (2011) muestran la incidencia de retornos negativos en los bonos del Gobierno y en las tasas reales de los depósitos bancarios en prácticamente todo el mundo durante el período de represión financiera 1945-1980²³.

La represión financiera en Colombia ha sido estudiada por autores como Kalmanovitz y Avella (1998), quienes presentan una serie de datos sobre ella, por ejemplo, la asignación de cerca de la mitad de los activos bancarios a la agricultura y la construcción, la asignación de cerca del 6% del crédito del Banco de la República al sector cafetero durante 1957-1962 y la inversión en títulos de deuda pública por parte del Banco en una magnitud de tres a cinco puntos porcentuales del PIB (pp. 20, 26, 34-36)²⁴.

²⁰ La Junta Monetaria se creó mediante la Ley 21 del 20 de agosto de 1963. La ley comenzó a implementarse el 31 de diciembre de 1963.

²¹ Según algunos, la Junta oficial también buscó objetivos para el sector privado.

²² La expresión ‘represión financiera’ fue introducida por McKinnon (1973) y Shaw (1973).

²³ Acerca del efecto de la represión financiera sobre el control monetario, la Misión del Banco Internacional señaló que “los gastos de fomento [...] deben realizarse con ahorros de los negocios y de los particulares” (BIRF, 1950b, p. 291) y que “cuando el gobierno desea suministrar capital para propósitos de fomento debería hacerlo canalizando los ahorros individuales y de los negocios hacia tales usos públicos en vez de crear moneda [sic] nueva” (BIRF, 1950b, pp. 285-286). La Misión del Banco Internacional también trató el tema del plazo de los créditos de bancos comerciales (véase BIRF, 1950a, pp. 396-397).

²⁴ Se ha argumentado que la mayor parte de los recursos fue destinada a la agricultura y no a la industria, véase por ejemplo Brando (2016). Sin embargo, Paz del Río se benefició ampliamente del crédito de las entidades multilaterales y de la inversión forzosa de una sobretasa al impuesto de renta.

2.2 LA MISIÓN DEL BANCO INTERNACIONAL

El Banco Internacional había sido creado en la Conferencia de Bretton Woods, en 1944, para ayudar a la reconstrucción de Europa, pero la Guerra Fría cambió los intereses de los Estados Unidos y el Plan Marshall dirigió a Europa una cantidad de recursos mucho mayor que el Banco Internacional; en consecuencia, el Banco Internacional fue reorientado hacia la promoción del desarrollo en los países pobres²⁵.

En el marco de esta nueva mira, el Banco Internacional tendría su objetivo más ambicioso en la misión a Colombia (Alacevich, 2009, p. 13), se proponía “formular un programa de desarrollo para elevar el nivel de vida del pueblo colombiano” (BIRF, 1950, p. 13).

La Misión del Banco Internacional llegó a Bogotá el 10 de julio de 1949 y tuvo sede en el Banco de la República (Alacevich, 2009, p. 38; Sandilands, 1990, p. 163). Estuvo conformada por dieciséis miembros extranjeros y dieciséis nacionales (BIRF, 1950a, pp. 11-12); entre los primeros se encontraba Lauchlin Currie, jefe de la Misión, así como consultores en sectores tan variados como moneda y banca, industria, combustibles, energía, transporte, ferrocarriles, vías fluviales, agricultura, salud, servicios públicos, cuentas nacionales y petróleo; además, un economista del FMI como consultor para asuntos del sector externo y la tasa de cambio. Entre los miembros nacionales había cinco del Banco de la República.

Las recomendaciones de la Misión fueron entregadas al Gobierno de Colombia el 13 de agosto de 1950 (Alacevich, 2009, p. 40)²⁶ y las de mayor interés para la historia del Banco de la República son las que tienen que ver con los campos monetario y cambiario; por su parte, las relativas a la siderúr-

²⁵ En 1948 el entonces presidente del Banco Internacional, John McCloy, realizaba conversaciones para realizar una Misión General de Análisis (General Survey Mission) en Colombia. La IX Conferencia Panamericana, que presidía Marshall, sesionaba en Bogotá por la época, cuando tuvo un giro inesperado: el líder del Partido Liberal, Jorge Eliécer Gaitán, fue asesinado el 9 de abril. A pesar de la violencia, y en un gesto de solidaridad con el país, el Banco Internacional mantuvo firme el objetivo de realizar la misión en Colombia y la Conferencia Panamericana continuó sesionando (Lleras, 2006).

²⁶ El 28 de octubre de 1949 el Banco de la República realizó una ceremonia de despedida para la Misión (Sandilands, 1990, p. 168), la cual continuó su trabajo en Washington (p. 169).

gica de Paz del Río son importantes desde el punto de vista de lo que sería el futuro de la Misión General de Análisis²⁷.

El Informe de la Misión hizo énfasis en la importancia del encaje y las fuentes de expansión monetaria como mecanismos básicos de control del dinero (BIRF, 1950a, pp. 288-289)²⁸. Adicionalmente, varios asuntos relativos al Banco de la República fueron recomendados por el Comité de Desarrollo Económico.

2.3 EL COMITÉ DE DESARROLLO ECONÓMICO

Para la adopción de las recomendaciones de la Misión Currie propuso conformar el Comité de Desarrollo Económico:

Vi una oportunidad de promover la creación de un comité al estilo de una Comisión Real²⁹. [...] El Comité de Desarrollo Económico, como fue llamada la Comisión, se reunió regularmente por nueve meses y siempre con un documento técnico antes de cada reunión. (Currie, 1981, p. 60; Sandilands, 1990, pp. 171, 175)

El Comité fue conformado por seis individuos sobresalientes. Uno de los miembros fue Emilio Toro, quien había ayudado a promover la Misión a Colombia como representante del país ante el Banco Internacional. El Comité tenía varios asesores, uno de los cuales era el jefe de la Misión, Lauchlin

²⁷ La Misión del Banco Internacional desestimó el proyecto de la siderúrgica de Paz del Río con base en una serie de criterios económicos y técnicos (Currie, 1981, p. 153; Alacevich, 2009, p. 153). Paz del Río se construyó porque era un símbolo de la gran industria, de la industria pesada, no porque fuera técnicamente justificable o eficiente (Currie, 1981, p. 153). La siderúrgica también fue símbolo de la planificación por proyectos, en contraposición a la planificación por grandes programas comprensivos, como el de la Misión del Banco Internacional en Colombia. Hirschman apoyó la planificación por proyectos, Currie defendió la planificación por programas (Alacevich, 2009, p. 134) y la nueva generación a cargo del Banco Internacional favoreció la planificación por programas (Alacevich, 2009, p. 134). Cuando el Banco Internacional retomó el objetivo de la pobreza en los años setenta, Currie señaló que “el Banco Mundial se atrasó por lo menos 15 años como institución de desarrollo” y que “la inversión [en Paz del Río] ascendió casi al endeudamiento neto para todos los propósitos durante los años cincuentas en Colombia con fuente en los organismos multilaterales, las ganancias eran nulas, y la industria colombiana estaba sobrecargada por acero de alto costo e inferior calidad” (Currie, 1981, p. 155).

²⁸ Currie (1987) volvió a enfatizar el mismo mecanismo décadas más tarde.

²⁹ Una comisión real es, en algunas monarquías, un comité ad hoc creado para estudiar y presentar recomendaciones sobre asuntos de importancia mayor.

Currie; más tarde el Banco Internacional incorporó como asesor a Albert Hirschman.

Las recomendaciones del Comité eran enviadas al presidente de la república y se sobreentendía que llevaban el aval del Banco Internacional.

En lo monetario, el Comité llenó un importante vacío ya que en el momento no había junta monetaria y la junta de directores del Banco de la República, que actuaba como junta monetaria, estaba compuesta en su mayoría por banqueros privados y otros prestamistas del banco. (Currie, 1981, p. 70)

Algunas de las principales recomendaciones del Comité tuvieron que ver con el Banco de la República. El Banco contribuía, con su buen nombre como administrador, a actividades que no eran propias de banca central pero que podrían requerir de su protección especial. El Comité recomendó que el Banco debería

[...] dedicar todas sus energías y poderes a la dirección de la política monetaria [...] El banco debe ceder la dirección de las salinas nacionales terrestres y marítimas, la planta de soda, represa del Neusa y cualesquiera otras actividades que no tengan un carácter monetario o de crédito. (Comité de Desarrollo Económico 1951, p. 41)

Además, el Comité sugirió que el Banco debía reforzar el área de Estudios Económicos:

[...] El Comité recomienda que uno de los subgerentes del Banco se haga cargo de la Sección de Investigaciones Económicas debiendo ser esta su única función. Dicho subgerente debe ser un economista de primera categoría y debe tener acceso a las deliberaciones de la Junta Directiva del Banco como consejero con voz y sin voto. [...] Sin estudios económicos [...] las autoridades monetarias no pueden tomar decisiones acertadas sobre la política a seguir. (Comité de Desarrollo Económico, 1951, p. 42)

Además de estas recomendaciones institucionales, el Comité propuso algunas políticas que contribuyeron a la estabilización macroeconómica en 1951.

2.4 LAS MISIONES DEL FMI

El FMI fue el principal defensor del objetivo de la estabilidad macroeconómica. También buscó objetivos como el de los regímenes cambiarios simplificados de tasa única, en vez de regímenes múltiples o sistemas “discriminatorios” de impuestos y subsidios velados. El FMI también persiguió el desmantelamiento de las restricciones al comercio. Los países en desarrollo continuamente pasaron por alto estos objetivos, pero el FMI aceptó las restricciones al comercio y las tasas de cambio múltiples, en principio, de forma transitoria³⁰.

En 1957 el FMI contribuyó a la estabilidad macroeconómica de Colombia al proponer un programa de estabilización y dar su aval a los bancos extranjeros para facilitar que se refinanciara la moratoria de la deuda comercial. Para el FMI la flotación era una medida transitoria: “las tasas de cambio flotantes fueron usadas por un tiempo como medio para encontrar el nivel al cual la tasa de cambio podría finalmente fijarse” (Garritsen, 1986, p. 53).

En el esquema de tasas de cambio fijas pero ajustables del acuerdo de Bretton Woods, la flotación fue una solución que surgió por necesidad; fue un recurso para Francia (1948), México (1948), Perú (1949) y Canadá (1950). La flotación de Francia se objetó por el FMI; luego, en México, el FMI argumentó que la flotación había ayudado a encontrar una nueva tasa de cambio de paridad; más tarde, en Perú y Canadá el FMI aceptó –o por lo menos toleró– la flotación (Garritsen, 1986, pp. 43, 50-51).

Aunque el FMI aceptó –y más tarde procuró– la flotación solo de forma transitoria, la flotación de Perú perduró por veinte años hasta fin de 1969 (Garritsen, 1986, p. 50) y la de Canadá duró hasta 1962. En 1961, en reconocimiento a las buenas políticas, el FMI clasificó a Perú como uno de los países con régimen de comercio relativamente liberal³¹ e hizo lo mismo con otros nueve países de Europa Occidental (Garritsen, 1986, p. 69). Entretanto, el FMI mantuvo a la mayoría de países en desarrollo en el estatus transitorio de restricciones al comercio internacional y regímenes cambiarios discriminatorios³².

³⁰ Para una temprana evaluación del FMI, veáse Currie (1981, pp. 95-102).

³¹ Es decir, Perú aceptó las obligaciones del artículo VIII de los Acuerdos del FMI.

³² Estos países continuaron aceptando las obligaciones del artículo XIV de los Acuerdos del FMI.

3. EL CONTEXTO INTERNACIONAL

3.1 LA ARQUITECTURA MONETARIA, CAMBIARIA Y FINANCIERA

La institucionalidad monetaria y financiera de la mitad del siglo se caracterizó por la arquitectura financiera creada en la Conferencia de Bretton Woods de julio de 1944³³. Esta arquitectura consistió en un sistema de tasas de cambio fijas con respecto al dólar de los Estados Unidos, país que fijaba una paridad con respecto al oro. Después de la guerra, la movilidad internacional del capital fue baja, lo cual, de acuerdo al “trilema” de la política monetaria, permitía a los países establecer tasas de cambio relativamente estables y al mismo tiempo administrar cierta autonomía monetaria, conveniente para la serie de políticas de la norma desarrollista que procuró la administración del crédito.

En los casos de problemas de la balanza de pagos, los países avanzados deberían dirigir las políticas monetaria y fiscal hacia el ajuste externo, según el enfoque monetario de la balanza de pagos (Garritsen, 1986, p. 25), y los países en desarrollo deberían complementar estas políticas del enfoque monetario con devaluaciones, procurando mantener un régimen de importaciones favorable al comercio internacional (Garritsen, 1986, p. 25); sin embargo, como se dijo, estos últimos mantuvieron controles a las importaciones y proteccionismo a la producción local.

3.2 EL DESEMPEÑO MACROECONÓMICO

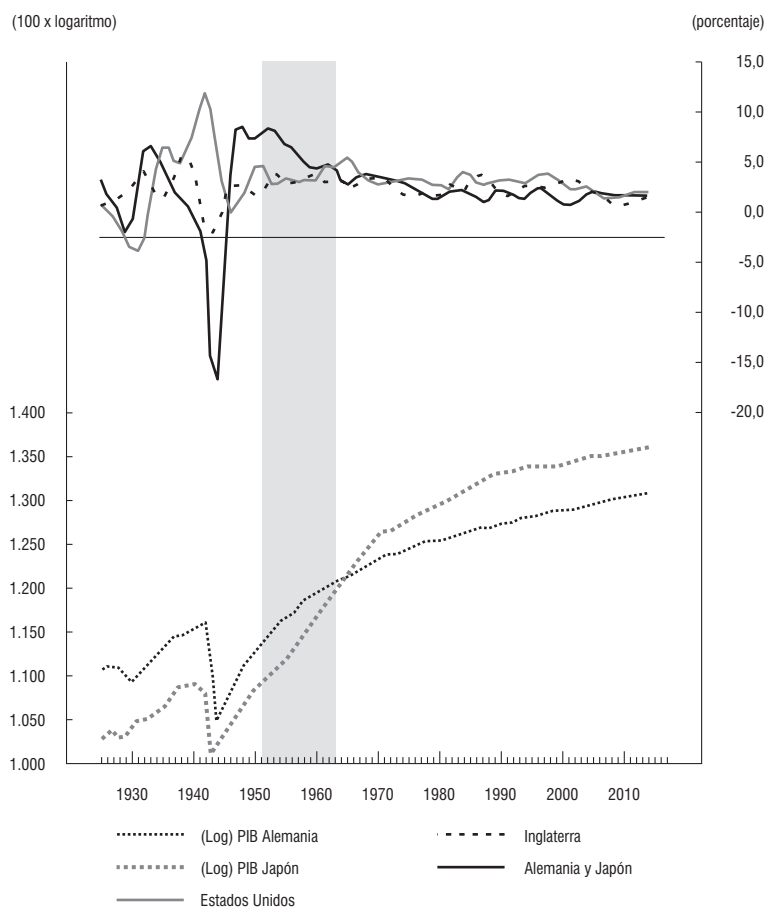
Durante el período de estudio los países avanzados registraron altas tasas de crecimiento³⁴. En los Estados Unidos el producto potencial creció aproximadamente 4%, una tasa que no volvió a registrarse. En el Reino Unido el producto potencial creció alrededor de 3%, comparado con 2% más adelante (Gráfico 1)³⁵.

³³ Colombia adhirió al Convenio Constitutivo del FMI mediante la Ley 96 del 27 de diciembre de 1945; el FMI se fundó ese mismo día, cuando 29 países firmaron el Convenio (Garritsen, 1986, p. 3).

³⁴ Esta fue la era del alto consumo en masa, en la que los hogares adoptaron innovaciones como los refrigeradores y los televisores.

³⁵ Los gráficos reportan el crecimiento del producto potencial, en vez del crecimiento del producto observado, ya que el producto potencial es una medida del crecimiento de largo plazo. Las fluctuaciones de corto plazo restan claridad al análisis.

GRÁFICO 1. CONTEXTO INTERNACIONAL: CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL DE LOS PAÍSES AVANZADOS



En los países avanzados la actividad económica creció a tasas altas durante el período de estudio. Las altas tasas de crecimiento potencial en Alemania y Japón se debieron, en parte, a la recuperación después de la caída del producto durante la guerra. El sombreado indica el período de estudio.

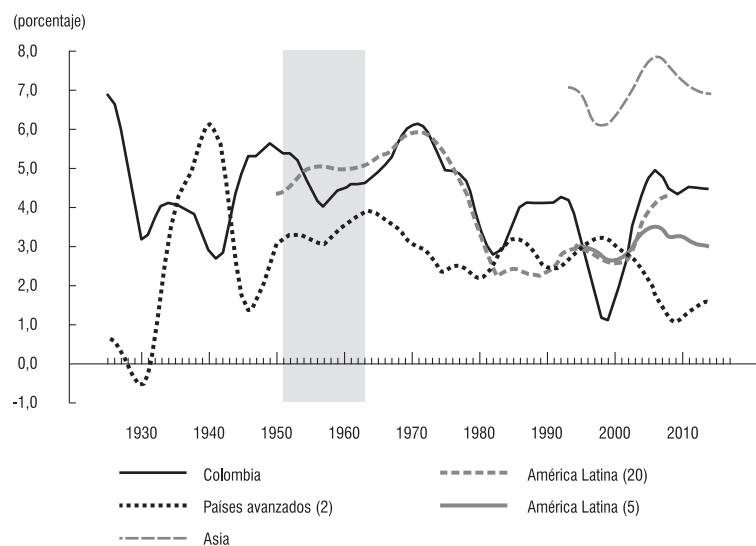
Fuente: cálculos del autor con base en datos de la Reserva Federal de San Luis (Estados Unidos), el Banco de Inglaterra (Reino Unido), y Maddison Historical GDP Data (Alemania y Japón).

En Alemania y Japón el producto potencial creció a una tasa sustancialmente mayor durante 1950-1951, de 8%. Estas altas tasas de crecimiento se debieron, en parte, a la recuperación tras la profunda caída de la producción en esos países al final de la Segunda Guerra Mundial, y más tarde, a fuentes de crecimiento genuinas.

En América Latina el producto potencial creció a una tasa cercana a 5% durante 1951-1963, un ritmo de crecimiento que no se ha vuelto a registrar

desde entonces (gráficos 2 y 3). El producto potencial creció a una tasa alta y sostenida en cada uno de los países latinoamericanos más grandes; luego, disminuyó significativamente hacia el momento en que se implementaron las políticas de la llamada macroeconomía del populismo^{36, 37}.

GRÁFICO 2. CONTEXTO INTERNACIONAL: CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL EN AMÉRICA LATINA



Durante 1951-1963 la actividad económica en América Latina creció a tasas altas comparadas con las de los países avanzados. Este ritmo de crecimiento no se ha vuelto a registrar desde entonces en América Latina.

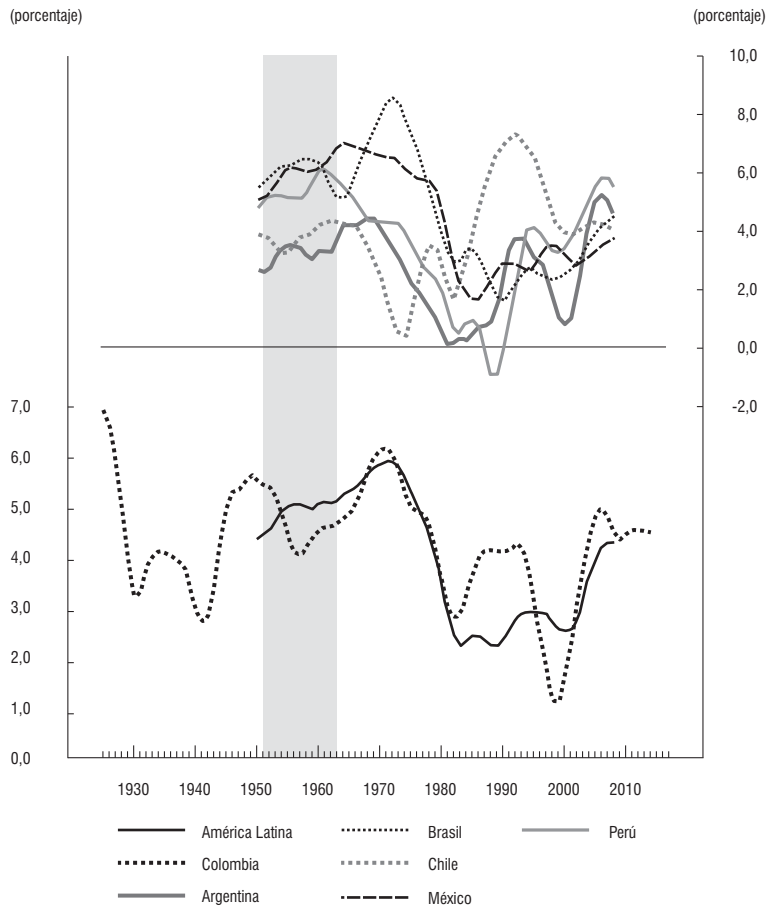
El sombreado indica el período de estudio. Países avanzados (2) es un promedio simple para los Estados Unidos y el Reino Unido, (20) y (5) denotan promedios de veinte y cinco países, respectivamente.

Fuentes: DANE, Banco de la República, FMI, Cepal, Reserva Federal de San Luis y Banco de Inglaterra.

³⁶ La expresión ‘macroeconomía del populismo’ fue propuesta por Dornbush y Edwards (1991).

³⁷ En Colombia el producto creció a tasas altas como consecuencia del crecimiento poblacional, la transición demográfica y el proceso de urbanización. Las ciudades sobrellevaron un profundo problema de déficit habitacional debido al crecimiento poblacional y la migración a la ciudad. La cultura y las costumbres también se transformaron: “Si se comparan las fotos de Bogotá a fines de los cuarentas con las de 1960 es evidente el contraste entre una población vestida de ruana y pañolón, o de saco oscuro y sombrero entre los grupos más acomodados, y la invasión del color y la variedad que se imponen bajo la influencia de las modas internacionales” (Melo, 2007).

GRÁFICO 3. CONTEXTO INTERNACIONAL: CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL DE ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA



El crecimiento fue alto y sostenido en varios países de América Latina durante 1951-1963. Posteriormente, en los años setenta y ochenta, el crecimiento del producto disminuyó sustancialmente en estos países cuando se implementaron políticas de la macroeconomía del populismo. El sombreado indica el período de estudio.

Fuente: cálculos del autor con base en datos del DANE y Banco de la República (Colombia) y Cepal (países restantes).

El producto fue más estable durante el período de estudio que posteriormente. En los Estados Unidos la variabilidad del producto, medida por la desviación estándar de la brecha del producto³⁸, pasó de 1,7% en 1950-1974

³⁸ Como es sabido, la brecha del producto es la diferencia entre el producto observado y el producto potencial.

a 1,8% en 1975-2000 (Cuadro 1 y Gráfico 4). En el Reino Unido la variabilidad del producto también fue baja, 1,6%, comparada con 1,8% más tarde. De forma similar, en América Latina la variabilidad del producto pasó de 1,1% a 2%, y el producto también fue más estable durante el período de estudio, sobre todo en los países más grandes (Cuadro 1).

**CUADRO 1. VOLATILIDAD DE LA BRECHA DEL PRODUCTO
(DESVIACIÓN ESTÁNDAR DE LA BRECHA DEL PRODUCTO)**

	1950 TRIM. I-1974 TRIM. IV	1975 TRIM. I-2000 TRIM. IV
Colombia	1,1	1,7
América Latina (20)	1,1	2,0
Argentina	2,9	5,6
Brasil	3,3	3,4
Chile	4,8	5,6
México	1,9	3,4
Perú	2,3	5,8
Estados Unidos	1,7	1,8
Reino Unido	1,6	1,8
Alemania	1,7	1,2
Japón	1,9	1,2

La brecha del producto se calculó con base en el filtro de tendencia local lineal (ver Blagrove *et al.*, 2015). La relación de varianzas se estableció como se indica en Benes *et al.* (2010).

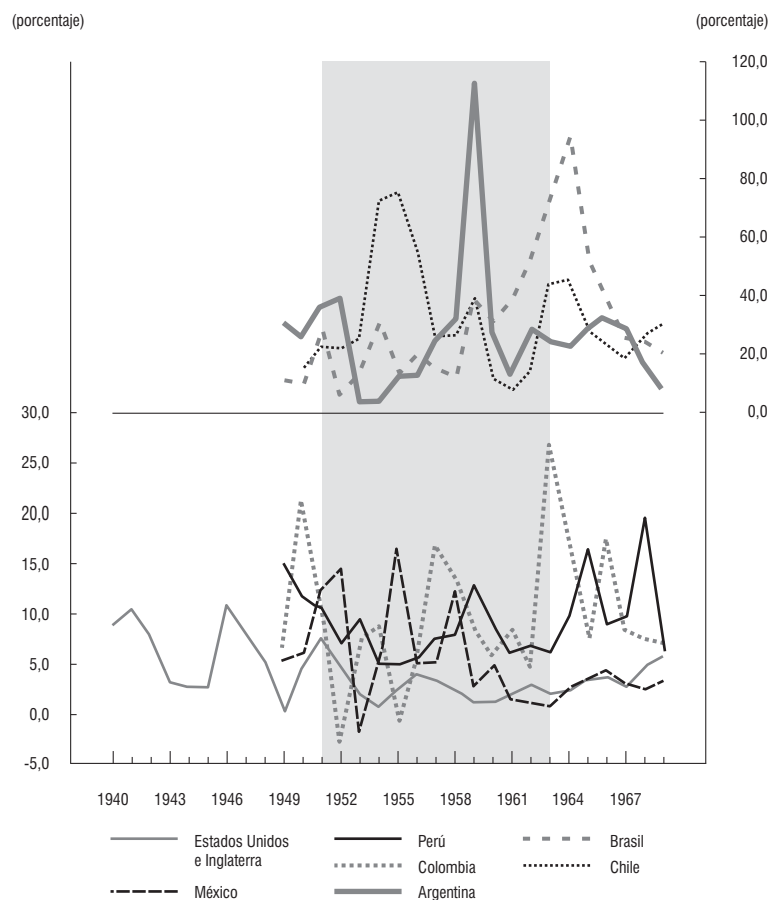
Fuentes: DANE y Banco de la República (Colombia), Cepal (América Latina [20]), FMI (América Latina [5] y Asia), Reserva Federal de San Luis (Estados Unidos), Banco de Inglaterra (Reino Unido), Maddison Historical GDP Data (Alemania y Japón).

La relativa estabilidad del producto pudo deberse a la baja movilidad del capital (Gráfico 5). En cuanto a los factores que causaron el ciclo, Garritsen (1987, p. 37) destaca la recesión de 1958 en los países desarrollados, especialmente profunda en los Estados Unidos. Aunque esta recesión coincidió con el punto más bajo del ciclo en Colombia (Gráfico 4), Gómez (2016b) señala al movimiento especulativo de capital y el crédito de fomento como causantes del ciclo en el país.

Pasando al ciclo del comercio global, fue más estable en 1950-1974 que en el período posterior, 1975-2000. En efecto, la desviación estándar en la brecha de las importaciones de los Estados Unidos pasó de 4,8 a 6,2 (Gráfico 5).

Con referencia a la inflación, América Latina muestra un desempeño pobre comparado con los países avanzados. En particular Argentina, Chile y Brasil, países con centrales obreras y presiones salariales fuertes, registraron espirales de precios y salarios que llevaron la inflación por encima del 50% en 1959, 1954-1956 y 1962-1965, respectivamente. La inflación fue menor y más estable en Colombia, Perú y México, aunque sin llegar a los niveles de estabilidad de precios de los países avanzados, los Estados Unidos y el Reino Unido (Gráfico 6).

GRÁFICO 6. CONTEXTO INTERNACIONAL: INFLACIÓN



La inflación fue alta en América Latina, en comparación con la de los países avanzados. En Colombia la inflación fue alta comparada con la de los países avanzados, pero baja comparada con la de América Latina.

El sombreado indica el período de estudio.

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.

En Colombia la inflación fue baja comparada con los países más inflacionarios de América Latina, pero alta comparada con los países avanzados. La inflación de Colombia no mostró una correlación estrecha con la inflación en el exterior, tanto en los países avanzados como en América Latina (Gráfico 6).

3.3 LOS CHOQUES EXTERNOS

Como es propio de una economía pequeña y abierta, Colombia estuvo expuesta a choques externos, principalmente el cierre del financiamiento externo por parte de los bancos extranjeros; además, hubo cambios en la actividad económica externa y en el precio del café.

El cierre del financiamiento externo puede considerarse como un choque externo, aunque en realidad fue inducido por las políticas que llevaron a la crisis de la balanza de pagos. Igual sucede con la movilidad del capital; debido a que la movilidad internacional durante la época fue baja, los choques al movimiento especulativo de capital probablemente fueron más al capital de los nacionales en el exterior, por lo tanto, el movimiento especulativo de capital parece ser más producto de cambios en la confianza de los negocios que de choques externos. Los tres episodios de fuga de capital coinciden con el preámbulo a las devaluaciones de 1951, 1957 y 1962.

Los choques a la actividad económica externa fueron el auge de la guerra en Corea de 1950-1953 y la recesión global de 1958-1959.

Por su parte, los choques a los términos de intercambio naturalmente estuvieron ligados al precio del café y a la política cafetera de Brasil, el principal productor del grano. El café fue el principal producto de exportación en Brasil, con una participación un poco mayor al 60% de las exportaciones durante 1954-1958 (FMI, 1958c, p. 29). El precio del café aumentó en marzo de 1954, nivel que para entonces sería su máximo histórico, debido a una helada en Brasil, lo que elevó el precio a USD 0,91 la libra. Con el propósito de normalizar el flujo de sus exportaciones, Brasil devaluó la tasa de cambio aplicable al café en dos oportunidades: 16 de agosto de 1954 y 6 de febrero de 1955 (FMI, 1955c, p. 14) y mientras tanto mantuvo el precio constante en moneda local; como consecuencia, el precio del café en los mercados mayoristas cayó a USD 65,5 y USD 54,8, respectivamente (FMI, 1955d, pp. 17-18). El precio del café se recuperó en 1956 por una nueva helada y en 1957 retornó a su trayectoria decreciente, a consecuencia de una mayor oferta del grano (FMI, 1958d, p. 45).

4. RECUENTO DEL PERÍODO 1951-1963

4.1 UN VISTAZO AL PERÍODO

El período 1951-1963 fue rico en sucesos, los distintos episodios aparecen en el Gráfico 7. Hubo tres episodios de crisis cambiaria (1951, 1957, 1962), el primero sucedido por un conjunto de políticas de estabilización y los dos últimos por programas de estabilización con el FMI. El programa de estabilización de 1951 fue seguido por un auge de la actividad económica y las importaciones, el cual obedeció a tres factores: primero, la liberalización de importaciones, principalmente en 1953; segundo, la bonanza cafetera, en 1954; y tercero, el estímulo a la actividad económica por medio del crédito de fomento, durante 1955-1956.

Entre los sucesos que más entorpecieron la estabilidad macroeconómica están los de 1955-1957. El auge de la actividad económica y de las importaciones terminó con la caída en el precio del café en 1955, que trajo consecuencias sobre la disponibilidad de divisas. A pesar de la caída en el precio del café, las importaciones continuaron en auge debido en buena parte a la fortaleza del peso, pero la escasez de divisas devino en moratoria de la deuda comercial en 1956, en crisis de la balanza de pagos a comienzos de 1957, y en un programa de estabilización a mediados de 1957, bajo un nuevo gobierno.

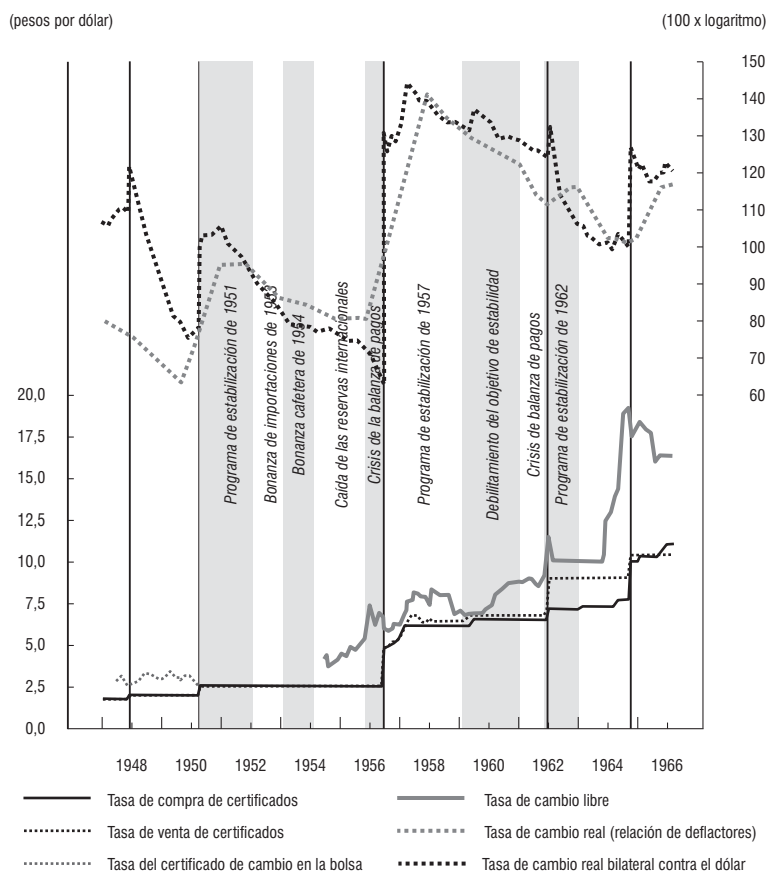
El programa de ajuste de 1957 ayudó a recuperar la normalidad en los pagos externos, pero desde 1960 el objetivo de la estabilidad macroeconómica fue desdeñado. El cambio en las políticas llevó a una nueva crisis de balanza de pagos y al malogrado programa de estabilización de fin de 1963, el cual no contribuyó a la estabilidad macroeconómica, entre otras razones por el aumento desproporcionado de los salarios a comienzos de 1963, que atizó la inflación y dio reversa al ajuste de la tasa de cambio real logrado con la devaluación a finales de 1962.

Además de los episodios del período, el Gráfico 7 ilustra el sistema cambiario dual vigente. Las tasas de cambio nominales, en la parte baja del gráfico, son, de un lado, las tasas por lo general fijas del mercado de bienes, y del otro, la tasa flotante del mercado de capitales. Las tasas fijas del mercado de bienes (compra y venta de certificados³⁹) muestran un diferencial desde marzo de 1958 que comenzó a producir ingresos cuasi fiscales y un diferencial mayor desde

³⁹ El mercado de certificados funcionaba de la siguiente forma: los exportadores recibían en el Banco de la República un certificado de cambio que llevaban a un banco comercial a cambio de divisas, a la tasa de cambio de compra de los certificados y los importadores podían, previa licencia, comprar estos certificados al banco comercial a la misma tasa.

noviembre de 1962, debido al estrés fiscal de entonces. La tasa flotante del mercado de capitales se aleja más de las tasas del mercado de bienes antes de las devaluaciones, lo que indica movimientos especulativos de capital⁴⁰.

GRÁFICO 7. TASAS DE CAMBIO



La tasa de cambio de los certificados tuvo grandes aunque repesados aumentos durante los programas de estabilización de 1951, 1957 y 1963. Estos programas fueron precedidos de crisis cambiarias. La crisis cambiaria de 1957 fue especialmente crítica, precedida de una moratoria de los pagos por importaciones. Las tasas de cambio reales, bajo flotación en 1957M6-1958M3, mostraron tanto los niveles de equilibrio de mercado de la tasa de cambio como la magnitud de la apreciación de la tasa de cambio durante la mayor parte del período.

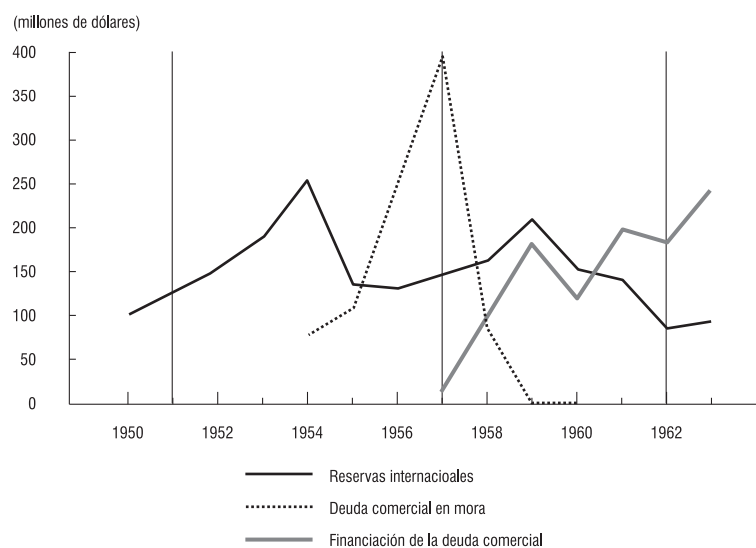
Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1948M12, 1951M4, 1957M6, 1962M12 y 1965M9.

Fuentes: Wiesner (1980), Banco de la República, DANE, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del autor.

⁴⁰ Las tasas de cambio reales que se presentan en la parte superior del Gráfico 7 son la tasa de cambio real bilateral contra el dólar y una aproximación a la tasa de cambio real multilateral. La aproximación está calculada como la relación entre el deflactor del comercio (exportaciones e importaciones) y el deflactor del PIB.

Las reservas internacionales muestran una tendencia ascendente después de los programas de estabilización macroeconómica y una tendencia descendente antes de los programas de 1957 y 1963 (Gráfico 8). Estas aumentaron con la bonanza cafetera en 1954 (gráficos 8 y 9), pero cayeron rápidamente durante 1955-1957 debido al auge de las importaciones, que llevó a un gasto de divisas mayor que el aumento de divisas proporcionado por la bonanza cafetera; en otras palabras, el balance en cuenta corriente fue deficitario y creciente. Después del programa de estabilización, las reservas internacionales llegaron en 1959 a más de USD 200 millones; no obstante, con el debilitamiento del objetivo de la estabilidad desde 1960 y las políticas expansivas de 1960-1962 las reservas internacionales brutas cayeron a menos de USD 100 millones, suficientes solo para mes y medio de importaciones⁴¹.

GRÁFICO 8. RESERVAS INTERNACIONALES, MORATORIA DE LAS IMPORTACIONES Y FINANCIACIÓN DE LA MORATORIA



Las reservas internacionales tendieron a aumentar después de los programas de estabilización, pero cayeron cuando el objetivo de la estabilidad se debilitó. En 1955-1956 las reservas internacionales llegaron a niveles críticos, pero cayeron en 1962-1963 a niveles todavía menores. La deuda comercial en mora disminuyó tanto con la reapertura del crédito comercial como con su refinanciamiento. Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1951, 1957 y 1962.

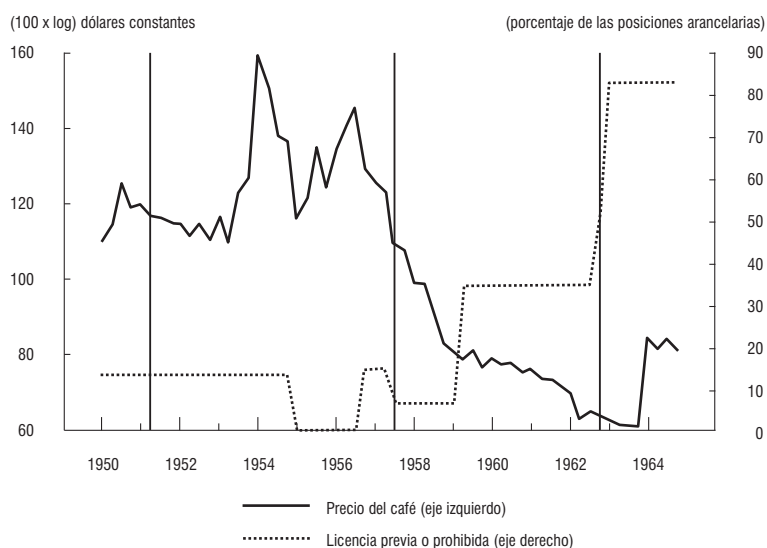
Fuente: FMI.

⁴¹ Las reservas brutas bajaron a niveles críticos, y de forma aún más grave, las reservas internacionales netas registraron niveles negativos.

Tres factores llevaron a una escasez crónica de divisas desde 1956: el descenso en el precio del café, la prolongación del auge de las importaciones y la marcada apreciación del peso. Las autoridades enfrentaron la escasez con racionamiento de divisas, es decir, con una moratoria de la deuda ligada al comercio de importaciones conocida con el nombre de “deuda comercial”. Un ajuste basado en la depreciación de la tasa de cambio tendría que esperar hasta que fuera impuesto por la banca internacional, después de un cambio de gobierno, cuando fue inevitable.

El problema de la deuda comercial en mora amenazó con romper las relaciones comerciales con el resto del mundo. Tuvo origen en la prolongación del auge de las importaciones, debido a la apreciación del peso y la expectativa de insostenibilidad de esta apreciación. El auge de las importaciones, el déficit en la cuenta corriente y la insuficiencia de reservas internacionales convergieron para que la Oficina de Cambios no estuviera en capacidad de expedir licencias de cambio a fin de pagar importaciones ya realizadas o por lo menos autorizadas.

GRÁFICO 9. SITUACIÓN EXTERNA



El precio del café aumentó en 1954 con una helada en Brasil, bajó en 1954-1955 con sucesivas devaluaciones en Brasil, se recuperó en 1956 con una nueva helada y en adelante continuó en una tendencia decreciente debido al aumento de la oferta del grano. Las posiciones del arancel en las categorías de previa y prohibida importación aumentaron marcadamente en 1959 para proteger la producción local.

Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1951Q2, 1957Q3 y 1962Q4. Las licencias se expresan como porcentaje del número total de posiciones arancelarias.

Fuentes: Banco de la República (1992) y FMI.

En el ámbito del programa de estabilización de 1957 el FMI avaló el programa económico de Colombia ante los bancos extranjeros por medio de la firma de un acuerdo de crédito contingente, a la vez que estos refinanciaron la deuda comercial en mora. Desde el programa de estabilización de 1957 Colombia repagó la deuda comercial en mora con fondos provenientes de la reapertura del crédito comercial y la refinanciación de esta deuda. Como lo muestra el Gráfico 8, la deuda comercial en mora alcanzó su punto más alto en 1957; de ahí en adelante, disminuyó a medida que se canceló y refinanció.

Con la significativa depreciación del peso en 1957⁴² las importaciones se desplomaron en 1958-1959, y a fin de dar más protección a la industria local desde 1959 las autoridades arreciaron los controles sobre ellas (Gráfico 9).

El balance en cuenta corriente registró déficit en 1954-1955 y en 1960-1964. Según el enfoque ‘absorción’ el déficit de la balanza en cuenta corriente puede ser inducido por el déficit fiscal. En efecto, el déficit del sector público presenta frecuentes coincidencias con el déficit en la balanza en cuenta corriente (Gráfico 10).

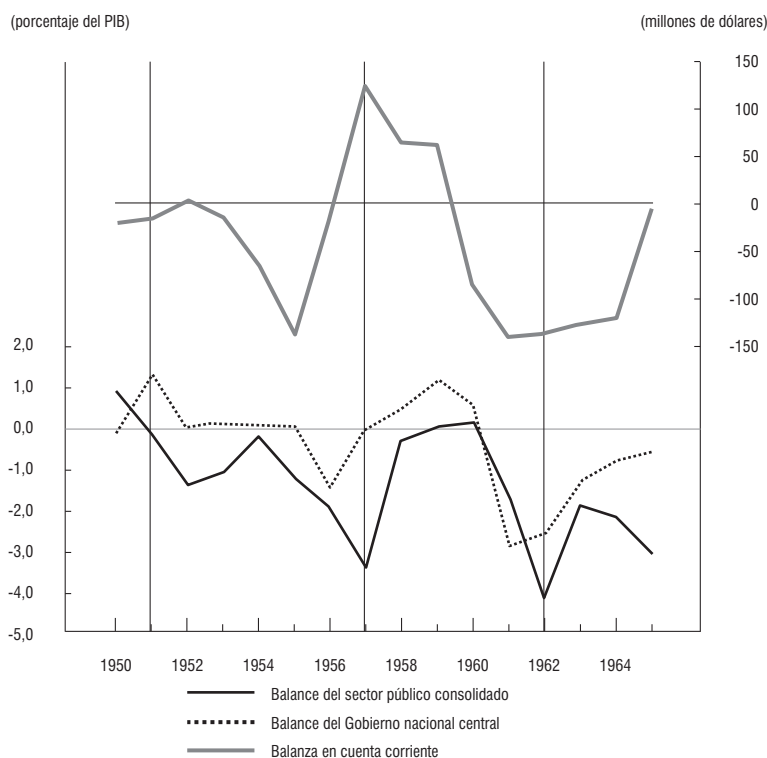
Gómez (2016b) argumenta que la flotación de 1957 fue el principal factor estabilizador del balance comercial y del producto. Una flotación más prolongada habría contribuido al objetivo de la estabilidad externa; en particular, habría hecho innecesario el racionamiento de las importaciones y la moratoria de la deuda comercial. Según Gómez (2016b), el movimiento especulativo de capital y el crédito fueron los principales impulsores del ciclo económico, en contraste con la literatura en la que por lo común se enfatizan los términos de intercambio.

Como hemos visto, excepto por un corto período de flotación de la tasa de cambio, la estabilidad externa brilló por su ausencia.

Otro elemento importante de la estabilidad macroeconómica es la inflación. En el largo plazo la inflación es consecuencia del crecimiento del dinero, pero en el corto plazo no tiene relación con él, porque, como es ampliamente aceptado, el efecto del crecimiento del dinero sobre esta tiene un rezago largo y variable. En el corto plazo la inflación responde a presiones de costos, que pueden ser validadas o no por el crecimiento del dinero en el largo plazo. Gómez (2016c) presenta un análisis de la inflación para el período de estudio desde el punto de vista monetario. De otro lado, Gómez (2016a) presenta un análisis de la inflación desde el punto de vista de la presión de costos.

⁴² En contraste con el término ‘depreciación’, que se refiere a una caída en el valor del peso en un régimen de tasa de cambio flotante, el concepto ‘devaluación’ se refiere a una decisión administrativa en un régimen de tasa de cambio fija y ajustable.

GRÁFICO 10. DÉFICITS GEMELOS



Según el enfoque de absorción, el déficit de la balanza en cuenta corriente puede ser inducido por el déficit fiscal. El déficit del sector público consolidado coincide con déficit en la balanza en cuenta corriente en varios años.

Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1951, 1957 y 1962.

Fuentes: sector público consolidado: García y Guterman (1988) y Gobierno central: FMI.

Según la perspectiva monetaria, en el largo plazo la inflación estuvo determinada por el crecimiento del dinero, ajustado por cambios en su velocidad de circulación. En Colombia la inflación de 1951-1963 no llegó a los niveles vistos en Argentina, Chile y Brasil, donde políticas de corte populista ya llevaban a espirales de precios y salarios, al igual que a niveles de inflación por encima de 50%. Colombia mantuvo menores tasas de expansión promedio de la cantidad de dinero, pero por encima de los niveles de estabilidad que registraron los países avanzados.

La velocidad de circulación del dinero fue inestable debido a desplazamientos originados en el proceso de monetización de la economía. Según Gómez (2016c), la velocidad no fue predecible y esto representó un inconveniente para

el marco teórico que esperaba el control de importaciones mediante el control al crecimiento del dinero. Este marco teórico fue el utilizado por el FMI y se conoció como el enfoque monetario de la balanza de pagos.

En cuanto a la perspectiva de la inflación de costos, en el corto plazo la inflación bajó con el represamiento de los ajustes salariales y de la tasa de cambio, pero luego aumentó cuando estos se ajustaron de forma esporádica, pero masiva. Los choques a la oferta de alimentos debidos al fenómeno El Niño-Oscilación del Sur también repercutieron significativamente sobre la inflación en el corto plazo; según Gómez (2016a y 2016c), la desinflación de 1951 y la reflación de 1952 se explican por los choques a la oferta de alimentos. La desinflación y la reflación coinciden con un desplome y un aumento en el crecimiento de la cantidad de dinero; sin embargo, como el efecto de este crecimiento sobre la inflación tiene un rezago, la coincidencia entre el crecimiento del dinero y la inflación en 1951-1952 podría ser precisamente eso, una simple coincidencia. Los aumentos de la inflación en 1957 y 1963 responden a incrementos salariales y a los ajustes mencionados en la tasa de cambio, mientras que los descensos en la inflación, antes de los programas de ajuste, se deben a la postergación de los ajustes a los salarios y a la tasa de cambio. En 1957 también contribuyó al aumento de la inflación un choque a la oferta de alimentos.

Además del anterior esbozo de los episodios relacionados con la estabilidad macroeconómica durante 1951-1963, merece mención el marco legal para el movimiento internacional de capital. Durante el comienzo del período de estudios la movilidad de capitales, *de iure*, fue restringida debido al control de cambios instaurado en 1931 como respuesta a la especulación contra varias monedas, incluido el peso colombiano. Este episodio de especulación fue desatado por la suspensión de la convertibilidad de la libra esterlina (Ibáñez, 1990, pp. 617-622)⁴³. A partir de junio de 1957 la movilidad del capital, *de iure*, fue libre (p. 632) y perduraría nueve años, después de los cuales entró en vigencia el estatuto cambiario de 1966 (p. 634). Un episodio de transición es el de 1955-1957, cuando la movilidad del capital, *de iure*, fue libre para la importación de capital (Ibáñez, 1990, p. 630); no obstante, durante esos años el capital tendía a salir del país ante la expectativa de devaluación de la tasa de cambio.

Como se hizo mención, la movilidad del capital, *de facto*, fue baja (Gráfico 5), pero, según veremos, hay evidencia de importantes movimientos especulativos de capital por parte de los nacionales, en especial durante los episodios

⁴³ Con anterioridad a 1931, y desde la creación del Banco de la República en 1923, las autoridades permitieron la movilidad de capitales de acuerdo a la institucionalidad del patrón oro; el oro y las divisas se concentraron en el Banco de la República para respaldar la función del banco como emisor de moneda nacional (Ibáñez, 1990, pp. 613-616).

de crisis de la balanza de pagos anteriores a las devaluaciones. El Recuadro 3 muestra que las devaluaciones debieron incentivar importantes movimientos especulativos de capital, pues fueron ampliamente incorporadas en las expectativas del público.

4.2 PERÍODO 1951-1956

El 20 de marzo de 1951 la tasa de cambio para la compra de los certificados de cambio pasó de COP 1,95 a COP 2,50 por dólar, lo cual representó una devaluación de 28,2%. La devaluación involucró las tasas de compra y venta de los certificados de cambio, pero no la tasa de cambio aplicable a las exportaciones de café, que sería devaluada gradualmente durante cuarenta meses⁴⁴. La devaluación fue acompañada por “una liberación total de las importaciones excepto por una lista de prohibida importación que se estima cubría el 8 por ciento de las importaciones que se registraron en 1950” (FMI, 1952, p. 1)⁴⁵. La liberación también consistió en el reemplazo de la licencia de importación por solo un requisito de registro.

RECUADRO 3 LAS EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN

Existe evidencia sobre importantes movimientos especulativos de capital por parte de los nacionales, lo que pudo ser incentivado, tal vez de forma involuntaria, por la incorporación de las devaluaciones en las expectativas del público^a.

Entre los titulares de prensa que antecedieron la devaluación de 1951 se encuentran los siguientes: “Decretos sobre cambio en dos o tres días anunció el ministro” (*El Espectador*, 10 de marzo de 1951), “Será consultado un cambio del 250 hasta el 270 con el Fondo” (*El Espectador*, 10 de marzo de 1951), “‘Pronta decisión’ sobre cambios espera Currie” (*El Espectador*, 12 de marzo de 1951), “Nuevas objeciones al plan de cambios han surgido en el Consejo de Ministros” (*El Espectador*, 14 de marzo de 1951), “Sesión permanente para decidir sobre cambio tiene el Gabinete” (*El Espectador*, 15 de marzo de 1951).

^a El aspecto anticipado de las devaluaciones ha sido subrayado por García (1976).

⁴⁴ La devaluación gradual (mensual) de la tasa de cambio para las exportaciones de café sería de COP 2,17 por dólar en octubre de 1951 a COP 2,50 por dólar en febrero de 1955 (FMI, 1952b, p. 14).

⁴⁵ Los bienes en la lista de prohibida importación eran algunos de los producidos internamente, y otros considerados lujosos, por ejemplo, los vehículos y el *whisky*.

Asimismo, entre los titulares de prensa que antecedieron la depreciación de 1957 están los siguientes : “Se estudia anticipación del reajuste cambiario” (*El Espectador*, 6 de junio de 1957), “Importantes decisiones tomará esta semana la Junta de Gobierno” (*El Espectador*, 10 de junio de 1957), “El lunes, nuevo régimen cambiario en Colombia” (*El Espectador*, 11 de junio de 1957), “El Gabinete estudia medidas financieras” (*El Espectador*, 12 de junio de 1957), “Pondrán cuota especial para pago de deuda atrasada” (*El Espectador*, 17 de junio de 1957) y “Las versiones de esta tarde sobre medidas económicas” (*El Espectador*, 17 de junio de 1957).

Como en los casos anteriores, en 1962, la devaluación fue ampliamente incorporada en las expectativas; en este caso particular porque ella debió pasar por el Congreso. Las noticias muestran que la devaluación fue acordada por el Congreso y el Gobierno el 15 de noviembre e implementada el 20 de noviembre: “El Gobierno no ha pensado nada sobre devaluación: Carlos Sanz” (*La República*, 30 de septiembre de 1962), “No es necesaria la devaluación” (*La República*, 14 de noviembre de 1962), “En caso de no pasar el proyecto de cambios habrá devaluación directa” (*La República*, 15 de noviembre de 1962), “Acuerdo de devaluación directa” (*La República*, 15 de noviembre de 1962)^b.

^b Mientras que la devaluación directa es la variación en la tasa de cambio, una devaluación indirecta es el encarecimiento de las importaciones mediante impuestos de timbre o de cambio, o por medio del traslado de bienes a una tasa de cambio más depreciada en la estructura de tasas de cambio existente.

La devaluación era un asunto que Colombia debía tratar con el FMI, pues fue iniciativa exclusiva del país solamente hasta 1949 (Garritsen, 1987, p. 34); sin embargo, la participación de un integrante del FMI en la misión del Banco Internacional⁴⁶ haría que la jurisdicción sobre la tasa de cambio quedara en un área gris.

Al comienzo la participación del FMI en la Misión del Banco Internacional fue bien recibida; en memorando a la Junta Directiva del FMI, el equipo de Colombia de este organismo señaló que existía una actitud positiva del equipo tanto hacia la Misión del Banco Internacional como hacia el Comité de Desarrollo Económico:

⁴⁶ El FMI contribuyó con un asesor para la Misión del Banco Internacional (BIRF, 1950a, p. 11) y otro para el Comité de Desarrollo Económico (carta del Comité a la Junta del FMI, 19 de octubre de 1950). El primero fue Roger Anderson (Currie, 1981, p. 89); el segundo, Walter Robichek, quien trabajaría en el programa de estabilización para Colombia en 1957.

Las autoridades tendrán que escoger en un futuro no muy distante entre revisar el sistema cambiario drásticamente o reducir su programa de desarrollo económico [...] es alentador que el Comité de Desarrollo Económico [...] ha emprendido un estudio de la forma y medios de controlar la inflación monetaria y ha dedicado una de sus primeras reuniones a la discusión de los problemas cambiarios antes de proceder con la tarea principal que se le asignó (FMI, 1950, p. 7).

No obstante, más tarde el FMI no tuvo por bien recibido que el Banco Internacional invadiera su jurisdicción sobre la tasa de cambio y en adelante rara vez enviaría personal a las misiones del Banco Internacional, pues los asuntos monetarios y cambiarios podrían no ser revisados por la Junta del FMI (Alacevich, 2009, pp. 33-34)⁴⁷.

Las políticas de estabilización macroeconómica de 1951 se vieron beneficiadas por un aumento en los precios del café, que, según se mencionó, obedeció principalmente a factores de oferta, además de cierta incertidumbre acerca del posible efecto de la helada sobre los cafetales en Brasil.

Como consecuencia de las políticas de estabilización macroeconómica y la bonanza cafetera, las reservas internacionales aumentaron hasta 1954, cuando el precio del café llegó a un máximo histórico. En este mismo año, el balance fiscal entró en déficit y este creó una presión a las cuentas externas que más tarde requerirían un costoso ajuste.

La discusión sobre la política económica de 1953-1954 se centró en el precio externo del café como responsable del auge económico y de divisas, el gran aumento de las importaciones no recibió atención. El FMI confiaba en que las importaciones serían controladas con un mecanismo basado en el enfoque monetario de la balanza de pagos, pero el mecanismo descansaba en el supuesto de una velocidad de circulación del dinero al menos predecible [sobre la mecánica del enfoque monetario véase Polak (1997); para una medición de la predictibilidad de la velocidad, véase Gómez (2016c)]. Según el FMI, el auge de las importaciones de 1953-1954 se debía al rezago en el efecto de la política monetaria.

El Gobierno expresaba su preocupación por el efecto inflacionario que pudiera tener un aumento en la tasa de cambio del café, que para los cafeteros continuó aumentando al ritmo gradual acordado en la reforma cambiaria de marzo de 1951, pero no expresó ninguna preocupación inflacionaria más que con la tasa de cambio de los cafeteros, y mientras tanto el diferencial entre esta

⁴⁷ Pese a ello, en 1962 un nuevo caso de colaboración de las dos instituciones surgió en Colombia (Garritsen, 1987, p. 75).

tasa y la de venta de los certificados de cambio comenzaba a producir importantes ingresos cuasi fiscales.

La principal medida de política que se tomó en respuesta a la bonanza cafetera de 1954 fue una liberación de la lista de prohibida importación⁴⁸, una liberación sustancial⁴⁹.

En agosto de 1954 el mercado cafetero se derrumbó de forma abrupta e inesperada, cayó el precio y también la cantidad exportada. Cuando las reservas internacionales entraron en tendencia decreciente, el auge de las importaciones, que había sido ignorado en la discusión sobre la política económica desde 1953, pasó a ser el centro de preocupación de las autoridades económicas.

Tácita o explícitamente, las autoridades reaccionaron incurriendo en una moratoria de pagos por importaciones (*arrears*), que como mencionamos, se conoció en el país con el nombre de deuda comercial. Cabe anotar que el problema de la moratoria comercial fue exclusivo de Colombia; Brasil, por ejemplo, solventó la reducción en el precio del café de forma normal, con deuda externa⁵⁰.

La Oficina de Cambios no tenía las divisas para conceder las licencias de importación. Desde la reforma cambiaria de marzo de 1951 las importaciones no requerían licencia previa, solo registro. Asimismo, durante 1954-1956 las importaciones entraban al país, pero la Oficina de Cambios no contaba con las divisas para conceder las licencias de cambio, entonces, ‘retuvo’ las licencias por períodos hasta de un año. Este es el origen del problema de la deuda comercial.

La respuesta explícita y rápida de las autoridades al problema de pagos externos fue en el campo del control a las importaciones; restauraron algo del proteccionismo que se había perdido con la afluencia de divisas durante la bonanza cafetera. Como se dijo, prohibieron la importación de algunos

⁴⁸ La liberación se implementó mediante un sistema de comprobantes de exportación. Al respecto, véase FMI (1953a, p. 7) y García (1976).

⁴⁹ Solo los textiles y las llantas continuaron en la lista prohibida, al parecer por propósitos de balanza de pagos, si bien es probable que el objetivo fuese la protección, pues eran bienes producidos localmente.

⁵⁰ De todas formas debe acreditarse que aunque Colombia incurrió en suspensión de pagos de la deuda comercial, no incurrió en moratoria del servicio de la deuda externa.

productos producidos localmente⁵¹ y concedieron licencias para asegurar las materias primas a algunas industrias y para las importaciones del Gobierno⁵².

Las autoridades también respondieron de forma expedita mediante una devaluación indirecta y selectiva, aumentaron el impuesto de timbre a varias importaciones de 40% a 80%, requirieron que más renglones de importación estuvieran sujetos al impuesto de timbre (FMI, 1954a, p. 8) y a fin de ayudar a contener las importaciones aumentaron los depósitos previos sobre las importaciones del rango de 10% a 30% al rango de 20% y 60%. Sin embargo estos depósitos tuvieron un efecto limitado como instrumento de contracción monetaria, ya que hasta 1957 el Fondo de Estabilización recibía parte de estos recursos y los llevaba a la financiación de obras públicas (López, 1990, p. 484)⁵³.

En octubre de 1954 la Oficina de Cambios suspendió temporalmente todos los pagos por importaciones (FMI, 1954a, p. 8), suspensión que duró dos semanas. A finales de 1954 la deuda comercial en mora ya ascendía a COP 80 millones⁵⁴.

La devaluación indirecta actuó solo como un instrumento de proteccionismo, pues a pesar de ella el registro de importaciones aumentó durante 1955. Las importaciones continuaron en auge debido a las políticas expansivas del gasto público y el crédito, pero sobre todo debido a la fortaleza del peso y a la expectativa de cierre de las importaciones. De todas formas, ya en 1955 se había perdido la corrección de la tasa de cambio que se había logrado con la devaluación de 1951.

⁵¹ Estos productos fueron trigo, papa, arroz y maíz.

⁵² Las importaciones del Gobierno eran en especial equipo para la construcción de carreteras, tractores y camiones.

⁵³ El Fondo de Estabilización se creó por medio de la Ley 7 de 1935, como organismo independiente del Banco de la República, aunque el gerente del Banco formaba parte de su administración, junto con un representante del presidente de la república y el ministro de Hacienda y Crédito Público (Naranjo, 1943). En 1951 la Misión de la Reserva Federal, el Comité de Desarrollo Económico y la Misión de Administración Pública recomendaron que el Fondo se liquidara, pues adelantaba operaciones propias de un banco central por fuera de él (Peñalosa, 1957). El control del Fondo se trasladó a la Junta Directiva del Banco de la República (Decreto 756 de 1951). Después de 1957 el Fondo comenzó a suspender algunas de sus operaciones y entró en proceso de liquidación (Meisel, 1990, pp. 485-486).

⁵⁴ El FMI utilizó cuatro fuentes de estimación de los atrasos en el pago de importaciones: primero, cuadros ocasionales de los pagos pendientes de autorización oficial por la Oficina de Control de Cambios; segundo, licencias de importación pendientes; tercero, deuda externa a corto plazo de los bancos comerciales; cuarto, deuda a corto plazo de los colombianos a bancos de los Estados Unidos y a sus clientes según el *US Treasury Bulletin*.

El Gobierno esperaba un descenso pronto de las importaciones, entre otras razones a consecuencia del aumento del impuesto de timbre; sin embargo, el FMI mostró que la devaluación selectiva no había aumentado significativamente el costo promedio de las importaciones (FMI, 1956, pp. 32-34); en efecto, aproximadamente 97% de ellas se hacía a la tasa de cambio de venta de los certificados, fuertemente apreciada.

Pese al auge de las importaciones, las autoridades mantuvieron una política monetaria expansiva que llamaron Programa de Compensación, el cual buscaba contrarrestar la caída en el precio externo del café con extensión de crédito a los cafeteros, a la vez que suspendieron el programa de aumento gradual de la tasa de cambio para los cafeteros que había comenzado en 1951, pues se mostraban preocupadas por el efecto que pudiera tener sobre la inflación.

Aunque la discusión de política económica se centró justamente en el crecimiento de las importaciones, el FMI atribuyó el déficit en cuenta corriente al crecimiento del dinero y al déficit fiscal, de acuerdo con los enfoques monetario y de absorción de la balanza de pagos. El gasto público continuó en ascenso por el deseo del Gobierno de avanzar en sus programas de desarrollo.

En lo relacionado con la política monetaria, en 1951 la cantidad de dinero se contrajo. La causa de la contracción fue un superávit del Gobierno central. “Este superávit se reflejó en un aumento de los depósitos del gobierno en el Banco de la República [que] produjo una contracción severa del volumen de los medios de pago en manos del público” (Comité de Desarrollo Económico, 1951, p. 37)⁵⁵. El superávit se debió a un aumento en los ingresos aduaneros por incremento de las tarifas y a que la mayor tasa de cambio de 1951 repercutió en los ingresos por tarifas, contabilizados en pesos (FMI, 1953b, p. 9).

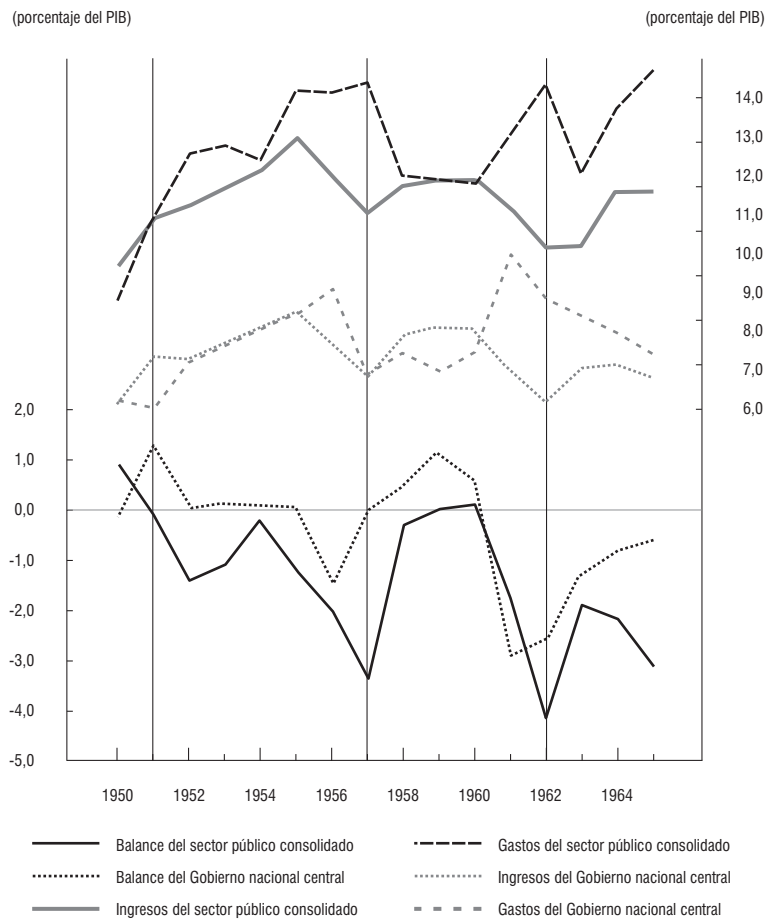
En 1952 el crecimiento del dinero regresó a un rango entre 10% y 20% anual, lo que dio reversa a la importante estabilización macroeconómica de 1951; desde entonces, la expansión monetaria continuó en el rango mencionado. En 1955 la expansión monetaria se moderó por la caída en las reservas internacionales, pero en 1956 volvió a un rango entre 15% y 25%, debido al aumento del crédito de redescuento.

Pasando a la política fiscal, durante 1951-1956 el gasto público y los ingresos fiscales aumentaron tanto a nivel consolidado como a nivel central (Gráfico 11). El gasto aumentó principalmente en lo relativo a los programas de desarrollo, reconstrucción, seguridad y defensa. En 1951 el Gobierno central registró superávit debido al aumento en las tarifas de aduanas y en la tasa

⁵⁵ Véase también Alacevich (2009, pp. 83-84).

de cambio; durante 1952-1954 el balance estuvo en equilibrio, aunque habría tenido déficit si se excluyen los ingresos de la cuenta especial de cambios, como en la metodología expuesta en García y Guterman (1988).

GRÁFICO 11. FINANZAS PÚBLICAS



El sector público consolidado obtuvo en promedio ingresos del 11,3 por ciento del PIB, 7,4 puntos porcentuales originados en el Gobierno central. El sector público consolidado gastó un 12,7 por ciento del PIB, 7,8 puntos porcentuales por el Gobierno central. El balance fue deficitario en el sector público consolidado. El Gobierno central, así contabilizado, registró superávit en 1951 y después de 1957. Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1951, 1957 y 1962.

Fuentes: sector público consolidado: García y Guterman (1988), y García y Jayasuriya (1997); Gobierno central: FMI (1967).

En 1956 el problema de pagos se intensificó. Al problema de la deuda comercial y de las importaciones excesivas se sumaron los de fuga de capital

e importaciones especulativas debido a la expectativa de devaluación y cierre de las importaciones. El FMI construyó algunos estimativos sobre la fuga de capital⁵⁶ y propuso una devaluación del peso. Sugirió como primera alternativa un sistema dual, flotante tanto en la tasa de bienes como en la de capitales. La flotación en el mercado de bienes sería transitoria y garantizaría el pago de las importaciones a la tasa prevaleciente en el mercado, sin recurso a la moratoria comercial. Como segunda alternativa, planteó un sistema dual con tasa fija en el mercado de bienes y flotante en el mercado de capitales, con una devaluación a \$4 por dólar en el mercado de bienes⁵⁷. Dentro de estas alternativas la tasa de cambio para los cafeteros quedaría exceptuada del ajuste y solo cambiaría en el largo plazo.

Como respuesta a la propuesta de devaluación del FMI, las autoridades decidieron que no se devaluaría; entretanto, expandieron la lista de prohibida importación y congelaron los descuentos, exceptuando del congelamiento a la industria, la agricultura y la ganadería.

Las autoridades no quisieron devaluar con el argumento de temer que la devaluación fuera inflacionaria, en contraste con la evidencia de la devaluación de 1951. El FMI ofreció estimativos bajos del traspaso, pero al parecer las autoridades valoraban la importación de insumos para la industrialización a una tasa de cambio (no) económica, aunque la deuda comercial en mora fuera en aumento y la economía se sumergiera en un problema de pagos externos. Los bancos extranjeros se encargarían de imponer disciplina a la situación de pagos del país.

4.3 LA CRISIS DE 1957

En 1957 los bancos extranjeros tomaron medidas. El Banco Internacional interrumpió sus créditos al país y organizó un consorcio de bancos extranjeros acreedores:

A mediados de 1957, [Colombia] enfrentó el rompimiento de sus relaciones comerciales con el resto del mundo a menos que pudiera hacer un

⁵⁶ El FMI señaló que los depósitos de los colombianos en los Estados Unidos habían crecido de USD 32 millones en 1954 a USD 60 millones en noviembre de 1957, es decir, de 4,2% de M2 en 1954 (a una tasa de \$2,5 por dólar) a 12,2% a fin de 1957 (a una tasa de \$6,2 por dólar). Los colombianos podrían tener depósitos adicionales en títulos en los Estados Unidos y en cuentas en Europa (FMI, 1956, p. 17).

⁵⁷ En la segunda alternativa la devaluación era incompleta, pues en abril de 1956 la tasa de cambio en el mercado de capitales era de \$4,57 por dólar.

arreglo para pagar a sus acreedores y garantizarles que tomaba acciones serias para reducir la presión sobre su balanza de pagos. (Garritsen, 1987, p. 73)

La garantía consistió en un acuerdo de crédito contingente con el FMI; Colombia flotó la tasa de cambio el 17 de junio de 1957 y el 19 de junio entró en un primer programa de crédito contingente con dicho organismo.

La reforma cambiaria estableció un sistema cambiario dual, con flotación tanto en el mercado de bienes como en el de capitales. Por un lado, estableció una tasa de cambio libre posteriormente intervenida en el mercado de bienes de certificados y por otro una tasa de cambio flotante para servicios y transacciones de capital. La depreciación anual fue de 144% a \$6,10 por dólar en marzo de 1958, desde \$2,50 en marzo de 1957. Esta es la depreciación más alta registrada hasta hoy en la historia del Banco de la República. La flotación de 1957 da una idea sobre la magnitud de la apreciación a la que se había sometido al peso. Un vistazo a la evolución de la tasa de cambio real bilateral contra el dólar (Gráfico 7) indica que el peso estuvo fuertemente apreciado durante todo el período, incluso desde 1945. En impacto la depreciación fue de 94% a \$4,85 por dólar en junio 17 de 1957, desde \$2,50 en junio 16⁵⁸.

Merece atención el punto de vista de las autoridades respecto a la flotación en el mercado de capitales; según ellas, esta inhibía el movimiento especulativo de capital e impedía que las reservas internacionales del Banco de la República fueran usadas para la fuga de capitales. Es de acuerdo a este punto de vista que el sistema cambiario de flotación intervenida y libre movilidad de capitales de 1957M6-1958M3 fue el más perfecto del siglo XX desde que el Banco de la República optó por la autonomía monetaria en 1931. Desde esta perspectiva el régimen de 1957M6-1958M3 fue mejor que el régimen de tasa de cambio deslizante y control de capitales que se implementó en 1967. La perfección del régimen cambiario no se debe solo a que la flotación inhibe la fuga de capital, además ayuda a absorber los choques externos y da autonomía a la política monetaria, factores que contribuyen significativamente a la estabilidad macroeconómica. El régimen cambiario se complementó con la libre movilidad del capital, también un régimen ideal, pues crea un ambiente propicio para el desarrollo del sistema financiero y del aparato productivo.

⁵⁸ Al hacer una evaluación del período, Wiesner (1980) resumió que en Colombia las devaluaciones siempre fueron postergadas e incompletas, pero la flotación de 1957 fue con claridad una excepción a esta regla.

El Gráfico 12 muestra la intervención en el mercado cambiario durante el régimen de flotación⁵⁹. El Fondo de Estabilización hizo compras netas de divisas para sostener la tasa de cambio en \$4,80 por dólar en junio y julio de 1957; ventas netas de divisas para mantener la tasa en \$5,10 en septiembre y octubre, y ventas para mantener la tasa en \$6,10 entre enero y marzo de 1958. La venta de divisas tenía límite en la estrechez de la situación externa; por eso, hasta marzo de 1958 el Fondo de Estabilización prácticamente vendió de modo gradual las reservas que había comprado en junio y julio de 1957 (Gráfico 12). Las autoridades manifestaron al FMI su deseo de compensar las fluctuaciones de la tasa de cambio que a su juicio consideraban transitorias (FMI, 1958a, p. 16).

Aunque la flotación fuera transitoria, debería permanecer por lo menos hasta que la economía se estabilizara. Al inicio las autoridades deseaban continuar con un sistema dual flotante hasta que la situación monetaria “se hubiera estabilizado por algún tiempo” y la carga de la deuda comercial se hubiera reducido (FMI, 1958a, p. 15), pero la flotación no les pareció conveniente a los cafeteros porque la depreciación del peso colombiano ejercía presión hacia la baja en el precio del café en el exterior, por eso la flotación se desmontó prematuramente.

El programa de estabilización de 1957 incluyó políticas en varios frentes: la renegociación de la deuda comercial en mora y las políticas de importaciones, cafetera, monetaria, bancaria y crediticia, y la fiscal.

El primer frente fue el de la renegociación de la deuda comercial en mora. Ante todo, es necesario dimensionar el problema, la deuda en mora era de USD 350 millones en 1957, un 10% del PIB⁶⁰.

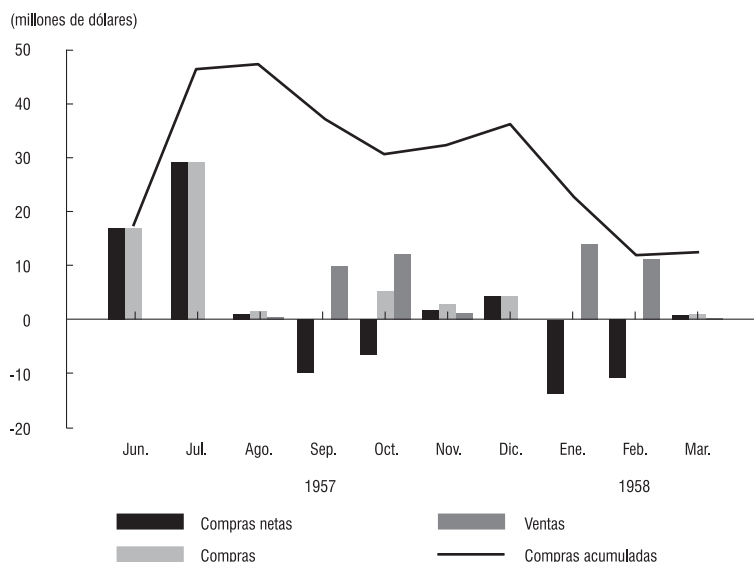
La deuda comercial fue cancelada en su mayoría con crédito externo, la deuda con los Estados Unidos y Alemania se canceló en un 60% de contado y el resto fue financiado a treinta meses con un interés de 4%. La cancelación de parte de la deuda comercial fue posible “simplemente por la reanudación de la financiación normal del comercio internacional por los bancos extranjeros” (FMI, 1958a, p. 7); para amortizarla las autoridades establecieron un impuesto, con destinación específica, de 15% a las exportaciones⁶¹.

⁵⁹ La información del gráfico era secreta; hoy se puede consultar en el Archivo Histórico del FMI.

⁶⁰ El cálculo utiliza una tasa de cambio de COP 5,12 por dólar y un PIB de COP 17.810,6 millones en 1957.

⁶¹ Además, la Securities and Exchange Commission autorizó una emisión de bonos del Gobierno de Colombia el 20 de febrero de 1958 (FMI, 1958b, p. 10).

GRÁFICO 12. FONDO DE ESTABILIZACIÓN: INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO



El corto periodo de flotación de la tasa de cambio, 1957-junio-1958-marzo, fue de flotación intervenida. El Fondo de Estabilización, que cumplía algunas funciones de banca central y que en 1957 estaba bajo la dirección de la Junta Directiva del Banco de la República, hizo compras netas de divisas en junio y julio de 1957, ventas netas en septiembre y octubre y ventas de enero a marzo de 1958.
Fuente: cálculos del autor con base en datos del FMI (1958, p. 46).

Parte de la deuda comercial, USD60 millones, la habían cancelado los importadores por su propia cuenta, el Banco de la República les reembolsó a una tasa de \$4,95 por dólar⁶².

El segundo frente del programa de estabilización fue una liberación de las restricciones a las importaciones; las importaciones que habían sido restringidas aumentaron debido a la demanda acumulada. Sin embargo las importaciones totales cayeron como consecuencia de factores económicos como la depreciación del peso, la menor actividad económica y el nuevo impuesto de cambio del 10% para las divisas con destino a importaciones⁶³.

La devaluación fue el principal elemento del programa de estabilización, sobre todo para la corrección de las importaciones. Respecto de la caída de las importaciones las autoridades expresaron que “[podría] acarrear serias

⁶² Una relación completa sobre el pago de la deuda comercial se encuentra en FMI (1958b, p. 11).

⁶³ Gómez (2016b) desarrolla un modelo que desagrega el descenso de las importaciones de 1957 entre los componentes que siguen factores económicos como la demanda y la tasa de cambio y los que siguen a las políticas de restricción a las importaciones.

repercusiones sociales” (FMI, 1958a, p. 6), entre estas, el empleo y la provisión de materias primas para la industria. Por su parte, el FMI no descartó un mayor control de las importaciones por medio de licencias, dado el reciente problema de la deuda comercial en mora (FMI, 1958a, p. 19).

El tercer frente del programa de estabilización fue el de la política cafetera. Las autoridades establecieron nuevas contribuciones al sector cafetero, fijaron un precio de reintegro por encima del precio de mercado y un impuesto en especie, además de ratificar el impuesto del 15% a la exportación de café.

Los exportadores debían comprar divisas en el mercado libre para así sustentar la tasa de cambio flotante del mercado de invisibles y capitales⁶⁴.

En cuanto al impuesto *ad valorem* a las exportaciones, los exportadores de café continuaron pagando el 15%, mientras que la tasa se redujo a 2% para banano, cueros y metales preciosos.

Con relación al impuesto en especie el FMI recomendó encontrar nuevas formas de financiar la acumulación de inventarios de café, diferentes a la extensión de crédito del Banco de la República a la Federación de Cafeteros. Los exportadores de café se mostraron partidarios de reemplazar el impuesto *ad valorem* por un impuesto en especie, pero este debió añadirse al impuesto *ad valorem* en vez de sustituirlo y comenzó a financiar los inventarios de café desde agosto de 1958.

El cuarto frente del programa de estabilización fue el del gasto público, que se recortó en unos \$100 millones, alrededor de 0,5% del PIB (FMI, 1958a, p. 3), principalmente en los ministerios de Obras Públicas y Guerra, no obstante el balance fiscal apenas se cerró porque los ingresos tanto del Gobierno central como del sector público consolidado, descendieron con la actividad económica. El FMI argumentó que “el sector privado no puede costear todo el peso de la estabilización. Se requiere más esfuerzo para balancear el sector público” (FMI, 1958a, p. 10).

El quinto frente del programa de estabilización fue la política monetaria. Durante el programa de estabilización de 1957 la formulación de la política monetaria consistió en un paquete de medidas: el encaje ordinario se elevó de 14% a 18% y el marginal se fijó en 80%; el tope al crédito de redescuento del Banco de la República se redujo en 20%; también aumentaron los depósitos previos sobre las importaciones (FMI, 1958a, p. 5).

El Banco de la República implementó este paquete de medidas de control monetario a fin de contrarrestar un importante factor expansivo de la cantidad

⁶⁴ El mecanismo implicaba que el peso se apreciara cuando los términos de intercambio se debilitaran y viceversa. Esta respuesta de la tasa de cambio es de signo contrario al de un modelo estándar de tasa de cambio basado en el precio de los productos básicos (véase, por ejemplo, Gómez [1999]).

de dinero: la extensión de crédito a la Federación de Cafeteros para comprar inventarios de café. La Federación debió financiar un aumento de los inventarios de manera que ayudara a disminuir la oferta del grano, de acuerdo con los objetivos establecidos en el Acuerdo de México (López, 1990, p. 476).

Como resultado de estas fuerzas expansivas y contractivas de la cantidad de dinero, en el tercer trimestre de 1957 el dinero (M1) se contrajo; volvió a una tasa de crecimiento positiva hasta el primer trimestre de 1958.

La política de redescuento ortodoxa para rescatar bancos ilíquidos parece no haber estado dentro del arsenal de instrumentos del Banco de la República. En 1957 el Banco Popular sostuvo una corrida de depósitos y las autoridades la solventaron con recursos del erario público. Las consultas del FMI revelan que “al equipo del Fondo se le informó que se decidió recortar todos los gastos [el gasto público] en 7 por ciento para dar apoyo financiero al Banco Popular, que ha encontrado dificultades debido a [...] grandes retiros de depósitos” (FMI, 1958a, p. 10).

4.4 PERÍODO 1958-1963

El programa de estabilización de 1957 fue un éxito, la gigantesca deuda comercial en parte se amortizó y en parte se refinanció, al paso que las reservas internacionales aumentaron aun en medio de un descenso en el precio externo del café. El realismo de la tasa de cambio llevó a un desplome de las importaciones. También contribuyeron al ajuste las políticas monetaria y fiscal algo austeras, aunque de forma limitada y transitoria.

El 19 de junio de 1958 las autoridades firmaron el segundo de una larga serie de programas de crédito contingente con el FMI, en realidad la continuación del acuerdo de 1957. Con el nuevo aval del FMI el Export-Import Bank refinanció la deuda comercial a mayor plazo, deuda que al inicio se había contratado a un plazo relativamente corto (FMI, 1958b, p. 10).

En 1958 las autoridades implementaron cambios en las políticas cambiaria y monetaria que mantuvieron la austeridad, si bien en menor grado. En cuanto a la política cambiaria, en marzo de 1958 las autoridades fijaron la tasa de cambio de los certificados en \$6,10 por dólar, “en respuesta a reclamos de productores locales y extranjeros según los cuales la flotación del peso había perturbado seriamente el mercado de café (FMI, 1959, p. 17). Fue una importante capitulación en el objetivo de la estabilidad.

Como se expuso, el Banco de la República estableció la compra de los certificados de cambio a una tasa de cambio fija –\$6,10 por dólar– y la de

venta a una tasa de cambio aparentemente flotante, determinada en remates públicos. Sin embargo, el Banco fijó la tasa de los “remates” en \$6,40 por dólar desde octubre de 1958; tácitamente, las autoridades proveían las divisas necesarias para mantener los remates a una tasa fija, en vez de permitir que la tasa de cambio tomara el precio que haría que la demanda de divisas fuera igual al monto disponible para importaciones.

Mediante este conjunto de tasas de cambio diferenciales las autoridades establecieron cargas discriminatorias a las importaciones y exportaciones de café y estímulos a otras exportaciones. Las principales exportaciones –café, banano y metales preciosos– recibían la tasa de compra de los certificados –\$6,10– y las demás recibían la tasa de los remates. Los exportadores de café debían reintegrar a un precio por encima del precio del café en el exterior, por lo cual se mantenía un flujo suficiente de demanda de divisas en el mercado libre.

Pero en 1960 las autoridades cambiaron diametralmente sus objetivos. En primer lugar, reevaluaron la importancia del programa de estabilización:

Las autoridades colombianas son de la opinión que las políticas de austeridad seguidas por dos y medio años han sido llevadas a cabo más allá de lo necesario de acuerdo a los requisitos de la balanza de pagos y que, de continuarse, podrían poner en riesgo el futuro crecimiento económico de Colombia. (FMI, 1960a, p. 10)⁶⁵

Las autoridades abandonaron abiertamente las políticas fiscal y monetaria austeras del programa de estabilización que comenzó en 1957; el superávit fiscal que se había logrado durante el programa de ajuste llegó solo hasta 1960 y el saldo de las reservas internacionales cayó por primera vez desde el comienzo del programa de estabilización.

Ante el importante cambio de política y sus implicaciones para la estabilidad macroeconómica, el FMI aceptó. El 1 de noviembre de 1960 este organismo concedió al país un nuevo acuerdo de crédito contingente, pese a que el compromiso de las autoridades con la estabilización del sector externo prácticamente había desaparecido.

⁶⁵ El cambio en la dirección de las políticas en 1960 contrasta con la Declaración oficial sobre política económica, de mayo de 1959, en la cual las autoridades comunicaron que la política de estabilidad era el principal objetivo de la política monetaria “para mantener el equilibrio de la balanza de pagos” (Agudelo *et al.*, 1959, p. 413).

A finales de 1960 las reservas internacionales llegaron a USD 155 millones, unos 2,7 meses de importaciones; según las autoridades, era el mínimo necesario para mantener la confianza en el país (FMI, 1961b, p. 3).

El cambio en la política se manifestó en las nuevas políticas monetaria y fiscal. En el frente fiscal, llevó a fuertes déficits en 1961-1963 que presionaron el balance en cuenta corriente hacia el déficit. En el frente monetario, el crecimiento de M1 regresó al rango de 15% a 25%, debido a dos factores; primero, la profundización de las políticas de represión financiera como el crédito de redescuento, encajes e inversiones forzosas; segundo, el redescuento automático. El Recuadro 4 presenta con más detalle el primero de estos factores, las políticas de redescuento, encajes e inversiones forzosas; el Recuadro 5, por su parte, trata el problema del redescuento automático.

En cuanto al frente cambiario, desde 1961 el FMI recomendó a las autoridades la flotación de la tasa del mercado de certificados (FMI, 1961a, p. 9) y no intervenir en el mercado de capitales. A pesar de la experiencia positiva con la flotación durante 1957M6-1958M2, las autoridades sostenían que la flotación “podría disminuir la confianza” (FMI, 1963a, p. 19). Como es sabido, en la época las autoridades velaban por el suministro de materia prima para la industria a una tasa de cambio favorable.

El FMI también recomendó reemplazar las restricciones a las importaciones por aranceles (una recomendación de corte liberal en medio del ambiente desarrollista en el que estaba inmerso el país); explicó que esta política tendría un beneficio fiscal, pero “las autoridades [establecieron] que altos aranceles podrían ser evadidos por contrabando [...] y el respaldo popular para las políticas de austeridad sería minado por la entrada de importaciones no esenciales o lujosas” (FMI, 1960a, p. 15 y 1961a, p. 10). Las restricciones parecían un mejor instrumento que las tarifas desde el punto de vista de la protección a la industria.

El cambio en la orientación de la política económica fue infortunado, a juzgar por una nueva crisis cambiaria en 1962, año en que la balanza en cuenta corriente entró en déficit por tercer año consecutivo y el saldo de las reservas internacionales llegó a cerca de USD 100 millones, un nivel mucho menor al que en 1960 las autoridades habían considerado como el mínimo necesario para la solvencia internacional del país. Entre los factores que llevaron a una nueva crisis del sector externo sobresalen el debilitamiento general de las políticas, la rigidez y apreciación de la tasa de cambio, la debilidad del precio del café y la política fiscal expansiva.

Como preámbulo al programa de estabilización de 1963, el 20 de noviembre de 1962 la tasa de venta de certificados —llamada tasa de remates— se devaluó de \$6,81 a \$9, una devaluación de 32,2%. El 27 de noviembre de 1962 la tasa

de compra de certificados se devaluó de \$6,51 pesos por dólar a \$7,10, solo 9,1%; según el FMI, esta última tasa se depreció menos para evitar aumentos en la producción de café y aumentar los ingresos fiscales (*La República*, 22 de enero de 1963)⁶⁶.

RECUADRO 4

LA POLÍTICA DE REDESCUENTO, ENCAJES E INVERSIONES FORZOSAS

La política de redescuento permitió al Banco de la República otorgar crédito a sectores escogidos a tasas bajas según la política propia de la norma desarrollista. Por ejemplo, en 1958, cuando la inflación era de 8%, los bancos comerciales entregaron créditos de descuento a una tasa de 8% para industria, ganadería, irrigación y vivienda popular, al tiempo que redescontaron estos créditos en el Banco de la República a una tasa de 3%.

Por razones de control monetario, el cupo o límite de redescuento se redujo en 1958. No obstante, esta política no tuvo mayor alcance sobre el control monetario porque el nuevo cupo permitió un aumento significativo del crédito, simplemente por un mayor uso del cupo disponible (FMI, 1960b, p. 2). El crédito a los bancos se expandió 21%. El cupo de redescuento también perdió significado como herramienta de control monetario cuando fueron exceptuados de él los créditos para agricultura y ganadería (FMI, 1960b, p. 2).

Un aspecto interesante acerca de la política de redescuento es que las autoridades la consideraban un instrumento importante a fin de obtener la preciosa divisa. Según las consultas de Colombia con el FMI, “las autoridades afirmaron que el desarrollo agrícola era una promesa para reducir la dependencia del país en las importaciones. [...] Como resultado de algunas medidas en el campo del crédito se pueden ahorrar unos USD 50 millones en importaciones en cinco o seis años” (FMI, 1958a, p. 6).

La política de redescuento fue solo un elemento de la política de represión financiera y fomento del desarrollo. Las políticas de asignación del crédito y de encaje fueron, asimismo, instrumentos para la implementación de la norma desarrollista.

⁶⁶ El diferencial de \$1,90 entre las tasas de venta y compra de los certificados de cambio fue distribuido de la siguiente forma: \$1,40 para el Gobierno nacional, \$0,30 para el Fondo Cafetero, \$0,10 para la Federación de Cafeteros y \$0,10 para los gobiernos municipales y departamentales. El FMI buscó unificar las tasas de cambio de forma prácticamente permanente; sin embargo, de manera recurrente aprobó sistemas de cambio múltiples en forma transitoria.

En cuanto a las políticas de asignación del crédito, en diciembre de 1957 las autoridades requirieron que los bancos comerciales invirtieran 14% de sus depósitos en crédito agrícola y establecieron líneas de redescuento para estos préstamos (FMI, 1958a, p. 12). Más tarde, las autoridades requirieron que los bancos comerciales realizaran inversiones forzosas, principalmente en la Caja Agraria y en el Gobierno (FMI, 1960b, p. 27).

Luego, el Banco de la República estableció que los bancos comerciales deberían distribuir su cartera según ciertos porcentajes, bajo pena de sanciones (FMI, 1961b, p. 35). La cartera debería ser destinada por lo menos en 25% a la agricultura, como mínimo en un 40% a la industria y el desarrollo, y por lo menos en un 25% al crédito comercial.

Respecto de las políticas de encaje, estas fueron el resultado de una tensión entre algunas acciones que perseguían controlar la expansión monetaria –en especial dentro del programa de estabilización de 1957– y otras que buscaban dirigir el crédito con el objetivo de fomentar sectores seleccionados. El encaje marginal se estableció en 1957 como una medida de control monetario; sin embargo, en 1958-1959 se implementaron importantes medidas cualitativas que buscaron dirigir los recursos del encaje marginal a usos específicos. En 1958 el encaje marginal se destinó hasta en un 72% a la compra de bonos de almacenamiento (FMI, 1960b, p. 28), los cuales buscaban financiar compras de determinados productos agrícolas y estabilizar algunos precios administrados. A comienzos de 1959 se liberaron recursos del encaje marginal por medio de un cambio en la fecha efectiva para su cómputo, los recursos liberados solo deberían dirigirse a crédito para la agricultura y ganadería. Debido a su uso como instrumento de crédito selectivo, el encaje marginal dejó de ser operativo como instrumento de control monetario. El encaje marginal se abolió en mayo de 1960.

El 1 de enero de 1963 Colombia entró en un nuevo programa de crédito contingente con el FMI. El Banco de la República intervino en el mercado de capitales desde el 17 de enero de dicho año para estabilizar la tasa de cambio en \$10.

Como en el caso de 1957, el programa de 1963 constó de medidas de política en los campos cambiario, de importaciones, política monetaria y política fiscal.

RECUADRO 5

EL REDESCUESTO AUTOMÁTICO Y EL CONTROL DEL DINERO

El FMI criticó el llamado redescuento automático. Aunque los préstamos de redescuento tenían límite en el capital de los bancos, estos podían aumentar sus recursos de redescuento por medio de un aumento de su capital, que podía ser incrementado fácilmente con retención de ganancias o la emisión de acciones.

El FMI argumentó que el Banco de la República tenía poco control sobre la oferta monetaria porque los bancos comerciales recibían crédito de redescuento, por parte del Banco, de forma automática (FMI, 1958a, p. 22).

El redescuento automático también ponía en duda la operatividad del encaje como instrumento monetario. Aunque en teoría la cantidad de dinero podría ser controlada mediante el encaje bancario, los bancos comerciales podían contrarrestar los requerimientos de encaje con aumentos en el uso de los cupos de redescuento (FMI, 1958a, p. 22), por ejemplo, en 1955 el saldo de préstamos de redescuento fue mayor que el encaje.

En 1957 las autoridades intentaron poner fin al redescuento automático, intento que no fue exitoso debido a una fuerte oposición por parte del sector financiero (FMI, 1958b, p. 27). De forma similar, el diálogo sobre la política económica de 1958 revela que

Con respecto a la automaticidad del redescuento, los representantes de Colombia expresaron que [reemplazar el redescuento automático por un sistema discrecional de préstamos de redescuento] sería impracticable en un futuro cercano porque sería fuertemente opuesto por los bancos colombianos. (FMI, 1958a, p. 12)

La expansión automática del redescuento llevaba a que el Banco de la República acomodara o validara cualquier expansión de la demanda de dinero nominal debida a presiones de inflación de costos, sin que el Banco pudiera ejercer un control monetario sobre los precios en el largo plazo.

En cuanto a la política de importaciones, durante 1963-1964 el 100% de las posiciones arancelarias estuvo en lista de previa o prohibida importación y el 82,9% de ellas estuvo en la lista prohibida (García *et al.*, 2014, p. 69). El instrumento para contrarrestar la apreciación de la tasa de cambio fue la intensificación del proteccionismo.

En lo que se refiere a la situación fiscal, había mejorado desde 1958 y luego se deterioró drásticamente. La mejora se dio gracias a que el gasto se limitó a las prioridades más esenciales, mientras que el ingreso aumentó por

tres factores; primero, una sobretasa de 20% al impuesto de renta; segundo, mayores ingresos de aduanas, y tercero, usos parciales del impuesto de 15% a las exportaciones de café, que en principio tenía como destinación específica el pago de la deuda comercial en mora. Por su parte, el deterioro de la situación fiscal se debió a importantes aumentos del gasto, al paso que los ingresos cayeron por exenciones de impuestos de renta y exportaciones y a que el gobierno no encontró apoyo en el Congreso para la aprobación del proyecto de la reforma tributaria de comienzos de 1963, año en que el Gobierno central registró aumento de los ingresos debido a la parte del diferencial cambiario asignado al fisco.

Una sobretasa de 4% al impuesto de renta se destinó específicamente a la capitalización de la siderúrgica de Paz del Río y en contraprestación, los contribuyentes recibieron acciones de ella. En esta venta forzosa, las acciones no fueron emisiones nuevas, sino acciones de propiedad del Gobierno y en fideicomiso en el Banco de la República (López, 1990, p. 481; FMI, 1960b, p. 11 y 1961a, p. 12).

Pasando a la política monetaria, venía algo restrictiva en 1958-1959, aunque la tasa de expansión del dinero habría podido ser menor, dada su importancia dentro del programa de estabilización. El control monetario recayó principalmente en los depósitos previos sobre importaciones, pues la presión expansiva del crédito de fomento limitó el efecto de instrumentos de control monetario como el encaje marginal y el límite a los préstamos de redescuento.

Aunque con limitaciones, los depósitos previos sobre importaciones contribuyeron al control monetario, aumentaron de 100% a 130% y su plazo de sesenta a noventa días (FMI, 1959, pp. 9-10). Como instrumento monetario los depósitos previos fueron sui géneris, pues su efecto contractivo dependió de la evolución de las importaciones, entre otros factores; naturalmente, las importaciones evolucionaron de forma independiente a las necesidades de control monetario, sin embargo el instrumento parecía castigarlas y esto pudo resultar atractivo en una economía que venía con un problema de racionamiento de divisas.

Según el FMI (1960a, p. 11), la mitad del aumento de los depósitos previos se debió al aumento de la tasa del depósito; el resto, tanto al mayor plazo como al mayor volumen de importaciones. Más tarde el Banco de la República disminuyó el plazo de los depósitos previos a 45 días.

El incremento en la tasa de los depósitos previos y su duración permitió contrarrestar el efecto expansionista de las políticas de encaje y cupos de redescuento, que continuaron expansivas.

Las medidas monetarias tomadas para contener el aumento del dinero no parecieron tener correspondencia con lo que era necesario en la coyuntura. En

primer lugar, las autoridades aumentaron la reserva bancaria, pero el aumento fue simbólico, de solo 1%. En segundo lugar, aumentaron los depósitos para importaciones de 10% a un rango entre 12% y 30%; aunque puede parecer algo extraño, estos depósitos eran, sobre todo, un instrumento de control monetario, como medida cambiaria para aumentar el costo efectivo de las importaciones tenían un efecto limitado, ya que los depósitos podrían ser financiados con crédito interno o externo a un costo financiero relativamente bajo comparado con la magnitud de la apreciación del peso. El FMI estimó este costo en cerca de 4,5% del valor de las importaciones (FMI, 1963a, pp. 21-22).

Según el FMI (1964, p. 2), el crecimiento del dinero durante 1963 no fue muy conservador; en efecto, la meta de crecimiento del crédito establecida para este año ya había sido alcanzada en mayo y la meta de crecimiento para el año de los activos domésticos netos fue excedida con amplitud (FMI, 1964, p. 9).

El programa de estabilización de 1963 contempló tres medidas de control monetario: aumento en el encaje ordinario, aumento en el encaje marginal y reducción en los cupos de redescuento; no obstante, el efecto de las medidas fue rápidamente neutralizado, con excepciones. Aunque las autoridades aumentaron el encaje ordinario, los bancos que observaron cierta distribución deseada del crédito tuvieron una rebaja del encaje de diez puntos⁶⁷, y si bien establecieron un encaje marginal, el requisito de este no operó porque se estableció con relación a un punto relativamente alto de acervo de dinero (FMI, 1964, p. 10). Por otra parte, las autoridades requirieron una reducción de los cupos de redescuento en enero de 1963, pero los cupos aún disponibles permitieron una importante recuperación del crédito desde la segunda mitad de ese año.

Los depósitos previos sobre importaciones ayudaron a contrarrestar de modo parcial las fuerzas expansivas de la cantidad de dinero; aumentaron, principalmente, por el incremento de la tasa de cambio nominal.

En cuanto a la política fiscal, el período 1963-1964 se caracterizó por grandes déficits. El programa de estabilización descansaba sobre una reforma tributaria que el Congreso no aprobó. El limitado ajuste del balance fiscal logrado se debió a los importantes ingresos fiscales por el diferencial cambiario, en realidad un impuesto velado a los cafeteros.

Antes de entrar en el problema de la inflación de 1963, conviene señalar que el Ministerio de Desarrollo y el Instituto Nacional de Abastecimientos (INA) implementaron algunos controles de precios. El Ministerio estableció

⁶⁷ Para una descripción detallada del direccionamiento del crédito en 1963, veáse FMI (1963a, pp. 45-47).

controles de precios sobre la carne y los derivados de la leche, productos que representaban un 20% de la canasta del IPC. El INA intervino en el mercado con precios de sustentación, importaciones y almacenamiento de alimentos como arroz y maíz; además estableció precios mínimos para arroz, maíz, trigo, frijón, papa, ajonjolí y soya.

En lo relativo a la política salarial, el Gobierno permitió que varias huelgas generaran aumentos salariales, los trabajadores de los bancos y la industria alcanzaron aumentos entre 12% y 15% en 1960 (FMI, 1961b, p. 10).

4.5 EL BROTE POPULISTA DE 1963

En el campo donde la política daría un giro más dramático fue en la política de precios y salarios de 1963. El país entero aprendió lo que es una espiral de precios y salarios, apenas una de las costosas consecuencias de la macroeconomía del populismo. Gómez (2016a) desarrolla el tema del espiral de precios y salarios de 1963⁶⁸. El tema se esboza aquí desde el punto de vista del programa de estabilización.

Colombia entró en la espiral de precios y salarios porque el Gobierno cedió a la presión de los transportadores y las centrales obreras. Tal vez ignorando la experiencia de 1957, los transportadores y las centrales obreras argumentaron que la devaluación de noviembre de 1962 tendría consecuencias importantes sobre el costo de vida. Los transportadores reclamaron que la devaluación aumentaría sus costos. Las centrales obreras, por su parte, argumentaron que no sería posible un aumento en el costo del transporte sin un incremento de los salarios y amenazaron con un paro nacional (*La República*, 7 de enero de 1963).

El Gobierno cedió generosamente a las presiones de los transportadores y las centrales obreras, adoptó el aumento salarial como iniciativa propia y presentó la iniciativa al Congreso con el deseo de solucionar el problema de bajos ingresos del país: “el gobierno ha considerado necesario elevar la capacidad de compra de los consumidores a efecto de contrarrestar en la misma medida los estragos de la devaluación sobre los salarios reales” (*La República*, 15 de enero de 1963).

⁶⁸ El tema ha sido poco investigado en la literatura. Una referencia al tema se encuentra en Herrera (1985) quien hace una descripción de las devaluaciones y del aumento de los salarios.

El 1 de febrero de 1963 el Congreso aprobó el proyecto, con retroactividad al primero de enero⁶⁹. El aumento de los salarios fue de 25% en promedio y el de la inflación fue similar.

Cuando el Gobierno creyó poder incrementar los salarios reales por medio de aumentos de salarios y controles de precios, el país entró en riesgo de hiperinflación. Las centrales obreras pidieron controles de precios (*La República*, 7 de enero de 1963) y el Gobierno pareció simpatizar con la propuesta (*La República*, 9 y 10 de enero de 1963). Sin embargo, por fortuna hubo un trecho entre el deseo que el Gobierno expresó inicialmente y la política adoptada; en efecto, el Gobierno permitió que los precios aumentaran, lo cual revirtió el objetivo de incrementar el salario real. Además, el Gobierno y las centrales obreras se abstuvieron de aplicar la cláusula de indexación de la ley de salarios, la prima móvil, que habría activado una espiral inercial de precios y salarios sin beneficio alguno para los trabajadores.

Para bien, las centrales obreras expresaron que en adelante preferirían negociar los aumentos salariales con los empresarios, en vez de dirigirse al Gobierno (FMI, 1964, p. 14). Desde 1963 las autoridades adoptaron el sano principio de procurar que los aumentos de salarios estén ligados a aumentos en la productividad (FMI, 1964, p. 15).

El aumento de la inflación en la mitad de 1963 deshizo el efecto de la devaluación de noviembre de 1962 y del aumento salarial de febrero de 1963; el alza de los salarios en este último año mostró la forma como no se debe implementar un programa de estabilización. El FMI aprendió de su experiencia en Colombia (Garritsen, 1987, p. 74).

5. CONCLUSIONES

Durante 1951-1963 el compromiso de las autoridades con la estabilidad macroeconómica se fue desvaneciendo. En 1951 las autoridades adoptaron el objetivo de la estabilidad, principalmente a partir de las recomendaciones del Comité de Desarrollo Económico. En 1957 el objetivo de la estabilidad macroeconómica fue tolerado, pues la banca extranjera impuso disciplina a los pagos externos del país por medio de un programa de estabilización con el FMI. En 1962 el objetivo de la estabilidad macroeconómica fue eclipsado por

⁶⁹ La Cámara aprobó el proyecto por unanimidad (*La República*, enero 24 de 1963). El Senado aprobó el proyecto, aunque algunos senadores se opusieron por considerar que “el reajuste se queda corto” (*La República*, 30 de enero de 1963).

el objetivo del desarrollo, pues las autoridades argumentaron que el primero podría poner en riesgo el segundo.

El deseo de fomentar el desarrollo, según la norma desarrollista, llevó a un crecimiento del dinero que sostuvo una inflación promedio mayor que la de los países avanzados, por esto la tasa de cambio requirió ajustes frecuentes. La devaluación no era atractiva para sectores como la industria, los cuales tenían interés en importar materias primas a una tasa de cambio apreciada; el Gobierno también mostraba interés por promover el desarrollo basado en la sustitución de importaciones industriales. Estos intereses, y otros con representación en el Banco de la República, ayudan a explicar por qué las devaluaciones fueron represadas, masivas cuando se tornaron inevitables, y aunque masivas, incompletas. La tasa de cambio fija de febrero de 1956 (\$2,50 por dólar) fue solo 41,6% de la tasa de cambio flotante de febrero de 1957 (\$6,01 por dólar). Dada la apreciación del peso, el Banco de la República racionó las importaciones, esta política de control de importaciones amplificó el efecto de la disponibilidad de divisas sobre la actividad económica.

Los represados y masivos ajustes en la tasa de cambio y los salarios repercutieron de manera considerable en la inflación. Desafortunadamente, las autoridades intentaron implementar algunas medidas de corte populista, por ejemplo, el aumento desproporcionado de los salarios en 1963, alza que no consolidó un mayor nivel de salarios reales y sí llevó a mayor inflación. El Gobierno y las centrales obreras renunciaron a la prima móvil, o cláusula de indexación de los salarios, gracias a lo cual la inflación se mantuvo flexible y bajó rápidamente en 1964.

Las medidas de estabilización de 1951 mantuvieron la estabilidad externa. Más tarde, el programa de estabilización de 1957 devolvió la estabilidad externa perdida, en especial por la magnitud del ajuste a la tasa de cambio. Por su parte, el programa de estabilización de 1963 fue un fracaso, básicamente porque el aumento de la inflación causado por el alza de salarios condujo al descarrilamiento de la devaluación en noviembre de 1962.

La política cafetera brilló por la ausencia de una política de ahorro que mantuviese los auges transitorios en el exterior; en reemplazo, ella consistió en la imposición de impuestos a los cafeteros para solucionar la situación fiscal de forma fácil.

Durante el período analizado la norma desarrollista se consolidó y la norma liberal se debilitó. La política monetaria debió sortear cierta tensión entre ampliar el crédito para el fomento y controlar el dinero a fin de procurar la estabilidad macroeconómica. Con la creación de la Junta Monetaria en 1963, el país quedaba equipado para adelantar una política monetaria oficial dirigida a otorgar crédito a determinados sectores productivos y al Gobierno.

REFERENCIAS

- Agudelo, H.; Llorente, R.; Copete, I.; Franco, J. (1959). “Declaración oficial sobre política económica”, *Revista del Banco de la República*, vol. XXXII, núm. 378, Bogotá, pp. 413-415, abril.
- Alacevich, M. (2009). *The Political Economy of the World Bank: The Early Years*, Stanford: Stanford University Press; Mayol Ediciones.
- Arias, E. (1962). “Notas editoriales”, *Revista del Banco de la República*, vol. XXXV, núm. 415, pp. 499-503, mayo.
- Avella, M. (2004). “Antecedentes históricos de la deuda pública colombiana. Introducción panorámica acerca del manejo de la deuda pública en Colombia durante la posguerra, 1950-1970”, *Borradores de Economía*, núm. 317, Banco de la República, Bogotá.
- Avella, M. (2014). “La independencia de la banca central en Colombia desde 1923. Aspectos institucionales”, *Revista de Economía Institucional*, vol. 16, núm. 30, pp. 171-214.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres: Open Road Media.
- Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (1998). *Principales indicadores económicos*, Banco de la República, Bogotá.
- Benes, J.; Clinton, K.; Garcia-Saltos, R.; Johnson, M.; Laxton, D.; Manchev, P.; Matheson, T. (2010). “Estimating Potential Output with a Multivariate Filter”, *IMF Working Paper* 10/285.
- Bhagwati, J. (1978). *Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- BIRF (1950a). *Bases de un programa de fomento para Colombia: Informe de una misión dirigida por Lauchlin Currie y auspiciada por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento*, vol. 1, Bogotá: Banco de la República.
- BIRF (1950b). *Bases de un programa de fomento para Colombia: Informe de una misión dirigida por Lauchlin Currie y auspiciada por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento*, vol. 2, Bogotá: Banco de la República.
- Blaggrave, P.; García-Saltos, R.; Laxton, D.; Zhang, F. (2015). “A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output”, *IMF Working Paper*, núm. 15/79.
- Brando, C. (2016). “Winners and Losers in the Allocation of Credit during the Era of Import-Substitution Industrialisation in Colombia, 1940-1967”, *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 34, núm. 79.
- Comité de Desarrollo Económico (1951). *Informe final: septiembre 1950-agosto 1951*, Bogotá: Imprenta del Banco de la República.

- Currie, L. (1981). *The Role of Economic Advisers in Developing Countries*, Westport: Greenwood Press.
- Currie, L. (1987). *Moneda en Colombia: comportamiento y control*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero, 2.^a edición.
- De Vries, B. (1987). *Remaking the World Bank*, Washington D. C.: Seven Locks Press.
- Dornbush, R.; Edwards, S. (1991). *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, Chicago: The University of Chicago Press.
- FMI (1950). *Recent Developments in Colombia*, Washington: FMI, noviembre 21.
- FMI (1952). *Colombia - Restrictive System, 1952 Consultations*, Washington: FMI, julio 2.
- FMI (1953a). *Colombia, Staff Recommendations - 1953 Consultations*, Part I, Washington: FMI, julio 27.
- FMI (1953b). *Colombia, 1953 Consultations - Background Material*, parte II, Washington: FMI, julio 27.
- FMI (1954a). *Colombia, Staff Report and Recommendations - 1954 Consultations*, parte I, Washington: FMI, diciembre 17.
- FMI (1954b). *Colombia, Background Material for 1954 Consultations*, parte II, Washington: FMI, diciembre 15.
- FMI (1955a). *Colombia, Staff Report and Recommendations - 1955 Consultations*, parte I, Washington: FMI, agosto 31.
- FMI (1955b). *Colombia, Background Material for 1955 Consultations*, parte II, Washington: FMI, agosto 31.
- FMI (1955c). *Brazil, Staff and Recommendations - 1954 Consultations*, parte I, Washington: FMI, mayo 26.
- FMI (1955d). *Brazil, Background Material for 1954 Consultations*, parte II, Washington: FMI, mayo 11.
- FMI (1956). *A Review of Exchange and Financial Policies in Colombia*, Washington: FMI, abril 24.
- FMI (1957). *Colombia, Staff Report and Recommendations - 1956 Consultations*, parte I, Washington: FMI, mayo 13.
- FMI (1958a). *Colombia, Staff Report and Recommendations - 1957 Consultations*, parte I, Washington: FMI, marzo 24.
- FMI (1958b). *Colombia, Background Material for 1957 Consultations*, parte II, Washington: FMI, marzo 24.
- FMI (1958c). *Brazil, Staff Recommendations - 1957 Consultations*, parte I, Washington: FMI, enero 22.
- FMI (1958d). *Brazil, Background Material for 1957 Consultations*, parte II, Washington: FMI, enero 22.

- FMI (1959). *Colombia, Staff Report and Recommendations - 1959 Consultations*, parte I, Washington: FMI, agosto 21.
- FMI (1960a). *Colombia, Staff Report and Recommendations - 1960 Consultations*, parte I, Washington: FMI, junio 21.
- FMI (1960b). *Colombia, Background Material for the 1960 Consultations*, parte II, Washington: FMI, junio 21.
- FMI (1961a). *Colombia, Staff Report and Recommendations - 1961 Consultations*, Part I, Washington: FMI, junio 19.
- FMI (1961b). *Colombia, Background Material for the 1961 Consultations*, parte II, Washington: FMI, junio 19.
- FMI (1963a). *Colombia, Staff Report and Recommendations - 1963 Consultations*, parte I, Washington: FMI, julio 9.
- FMI (1963b). *Colombia, Background Material for 1963 Consultations*, parte II, Washington: FMI, julio 9.
- FMI (1963c). *Colombia - Consultations under Paragraph 4 of Its Stand-By Arrangement*, Washington: FMI, mayo 7.
- FMI (1964). *Colombia - Request for Stand-By Arrangement*, Washington: FMI, enero 31.
- FMI (1967). *Fiscal Affairs Department - Import cycle and fiscal policy in Colombia*, Washington: FMI, mayo 8.
- FMI (2002). *Evaluation of Prolonged Use of IMF Resources*, Washington: FMI.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Friedman, M.; Schwartz, A. J. (1963). *A monetary history of the United States: 1867-1960*, Chicago: The University of Chicago Press.
- García, J. (1976). “A History of Economic Policies in Colombia: 1953-1970”, tesis de grado, Chicago, The University of Chicago-Department of Economics, 177 pp.
- García, J.; Guterman, L. (1988). “Medición del déficit del sector público colombiano y su financiación: 1950-1986”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 14, pp. 115-133, Banco de la República, Bogotá.
- García, J.; Jayasuriya, S. (1997). “Courting Turmoil and Deferring Prosperity: Colombia between 1960 and 1990”, Washington D. C.: Banco Mundial.
- García, J.; López, D. C.; Montes, E.; Esguerra, P. (2014). “Una visión general de la política comercial colombiana entre 1950 y 2012”, *Borradores de Economía*, núm. 817, Banco de la República, Bogotá.
- Garritsen, M. (1986). *The IMF in a Changing World 1945-85*, Washington: FMI.
- Garritsen, M. (1987). *Balance of Payments Adjustment, 1945 to 1986: The IMF Experience*, Washington: FMI.

- Gómez, J. (1999). “A Model of the Nominal and Real Exchange Rates in Colombia”, Borradores Semanales de Economía, núm. 129, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J. (2016a). “Inflación de costos: las devaluaciones de los años cincuenta y el brote populista de 1963”, Borradores de Economía, núm. 924, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J. (2016b). “La flotación de 1957 y la estabilidad macroeconómica”, Borradores de Economía No. 938, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J. (2016c). “La inflación bajo una perspectiva monetaria: Colombia 1951-1963”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 81, diciembre, Banco de la República, Bogotá.
- Herrera, S. (1985). “Relaciones de causalidad entre la tasa de cambio, los precios y los salarios: alguna evidencia sobre el caso colombiano 1950-1983”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 7, pp. 67-90, Banco de la República, Bogotá.
- Helleiner, E. “The Southern Side of Embedded Liberalism: The Politics of Postwar Monetary Policy in the Third World”, Working Paper, *Monetary Orders*, 2003.
- Ibáñez, J. (1990). “La concentración de las reservas internacionales en el Banco de la República y su administración”, en J. Ibáñez, *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Kaldor, N. (1966). *Causes of the Slow Growth in the United Kingdom: an inaugural lecture*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kalmanovitz, S.; Avella, M. (1998). “Barreras del desarrollo financieras: las instituciones monetarias colombianas en la década de 1950”, Borradores de Economía, núm. 104, Banco de la República, Bogotá.
- Krampf, A. “The life cycles of competing policy norms, localizing European and developmental central banking ideas”, KFG Working Paper Series, No. 49, April 2013, Kolleg-Forschergruppe (KFG) “The Transformative Power of Europe”, Berlín: Freie Universität.
- Lleras, A. (2006). *Antología*, Bogotá: Villegas Editores.
- López, A. (1990). “El Banco de la República y la política macroeconómica en el período comprendido entre 1955 y 1962”, en A. Meisel, *Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (p. 463), Bogotá: Banco de la República.
- McKinnon, R. (1973). *Money and capital in economic development*, Washington: The Brookings Institution.
- Meisel, A. (1990). “El Banco de la República, 1946-1954 y la Reforma de 1951”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.

- Melo, J. (2007). “1950: un año movido”, catálogo Salón de Arte Moderno 1957: 50 años de arte, consultado en marzo del 2016, disponible en: <http://www.jorgeorlandomelo.com/1957.htm>
- Naranjo, P. (1943). “El Fondo de Estabilización: origen, organización y atribuciones legales”, *Revista del Banco de la República*, vol. XVI, núm. 193, pp. 427-428, abril.
- Obstfeld, M.; Taylor, A. (2003). “Globalization in Historical Perspective”, en Bordo, M.; Taylor, A.; Williamson, J. *Globalization in Historical Perspective*, Chicago: Chicago University Press.
- Peñalosa, E. (1957). “Fondo de Estabilización y la inflación”, *El Espectador*, junio.
- Polak, J. (1997). “The IMF Monetary Model at Forty”, Working Paper, FMI.
- Recamán, J. (1980). *Historia jurídica del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Reinhart, C.; Kirkegaard, J.; Sbrancia, B. (2011). “Financial Repression Redux”, Peterson Institute for International Economics, núm. 31641, junio, consultado en noviembre de 2015, disponible en <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/31641/>
- Reinhart, C.; Rogoff, K. (2009). *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, Princeton: Princeton University Press.
- Salazar, N. (1996). “Historia monetaria y financiera de Colombia: 1940-1970”, Fedesarrollo, Bogotá.
- Sánchez, F. (1994). *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Sánchez, F.; Fernández, A.; Armenta, A. (2005). “Crisis cambiarias en Colombia bajo tipo de cambio fijo: 1938-1967”, *CEDE*, núm. 32, Universidad de los Andes, Bogotá.
- Sandilands, R. (1990). *Vida y política económica de Lauchlin Currie*, Bogotá: Legis.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Urrutia, M. (2014). “Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2013”. Documentos CEDE, Universidad de los Andes.
- Wiesner, E. (1980). *Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia*, México D. F.: Cemla.