

Capítulo 5

La Junta Monetaria y el Banco de la República

Antonio Hernández Gamarra
Juliana Jaramillo Echeverri

Con la creación de la Junta Monetaria en noviembre de 1963 como órgano gubernamental, el Estado colombiano recuperó para sí el ejercicio de la soberanía monetaria que había quedado en manos privadas en 1951. Los propósitos fundamentales de este capítulo son examinar los orígenes de ese cambio institucional, la manera como se conformó esa Junta, las funciones con que fue investida y el ejercicio que hizo de ellas para dirigir la política cambiaria, monetaria y crediticia hasta mediados de 1991, cuando cesó en sus funciones; objetivos que se complementan con el análisis de cuanto significó ese cambio para las tareas desempeñadas por el Banco de la República.

Para alcanzar esas finalidades resulta indispensable contextualizar los rasgos básicos de la economía colombiana en el período 1963-1990. Por ello, en este trabajo se cuantifica el ritmo del crecimiento económico, la evolución del tamaño del Gobierno, la expansión del sector financiero, el proceso inflacionario y la indexación parcial de la economía, que tuvieron lugar durante ese lapso de la vida nacional. Examen que sirve de base para estudiar la política cambiaria, monetaria y crediticia que siguió la Junta teniendo en cuenta el régimen cambiario prevaleciente en cada momento y las decisiones consustanciales a él; la política implícita de expansión de la liquidez en la economía; y, la política de orientación del crédito a ciertos sectores considerados prioritarios, mediante el suministro de recursos por el Banco de la República, por los fondos de fomento, o por los de origen cuasifiscal que se crearon en ese período.

Especial énfasis hace el trabajo en explicar las razones del manejo circunstancial que la Junta dio a sus decisiones y el papel que cumplieron los expertos que la asesoraron a lo largo de los años al asistir a sus sesiones con derecho a voz pero sin voto.

Durante casi toda su existencia la composición de la Junta y las políticas que siguió fueron objeto de controversia por parte de quienes consideraban que esa institución no tenía un compromiso con la estabilidad de los precios, puntos críticos que se resaltan en el capítulo junto con las propuestas que se formularon para reformar esa institucionalidad.

Termina el trabajo con una breve síntesis sobre algunos aspectos de la naturaleza jurídica del Banco de la República y la manera como cumplió durante un largo período con funciones totalmente ajenas a las de un banco central, como la administración de las salinas nacionales o de las minas de esmeralda, tareas administrativas que terminaron a fines de los años sesenta, momento a partir del cual el Banco quedó a cargo, con especial intensidad, del crédito dirigido, y fortaleció las funciones y áreas administrativas para cumplir con ese propósito.

El lector familiarizado con la historia monetaria de Colombia advertirá omisiones en este trabajo, porque no pretende hacer una descripción exhaustiva de todos los acontecimientos de los que se ocupa. Además, como fueron tantas las medidas que se tomaron para modificar, suspender, interpretar o diferir algunas de las decisiones adoptadas, en un espacio como este es imposible hacerle seguimiento a todas ellas y a sus impactos específicos; lo importante son las tendencias de las variables que se analizan y las razones del cambio de ellas, de eso sí da cuenta.

1. Creación de la Junta Monetaria

1.1 Antecedentes

La soberanía monetaria del Estado, es decir, el poder de determinar y regular la moneda¹¹⁴, fue un principio que en Colombia quedó explícitamente consagrado en el marco jurídico de la nación desde 1886. En efecto, en virtud del numeral 15 del artículo 76 de la Carta Política de ese año se señaló que correspondía al Congreso “fijar la ley, peso, tipo y denominación de la moneda, y arreglar el sistema de pesos y medidas”. De igual manera, en el numeral 17 del artículo 120 de dicha Constitución se dispuso que “corresponde al Presidente de la República como suprema autoridad administrativa organizar el Banco Nacional, y ejercer la inspección necesaria sobre los bancos de emisión y demás establecimientos de crédito, conforme a las leyes”, competencias que con posterioridad se ampliaron al establecer, en el numeral 22 de ese mismo artículo, que también sería facultad del Congreso de la República regular el sistema de cambio exterior.

El numeral 15 del artículo 76 de la Constitución de 1886, pese a las distintas reformas constitucionales, se mantuvo inmodificado hasta 1991 y esas normas

¹¹⁴ Que comprende, entre otras, las facultades para su creación, la atribución de darle curso legal y la prohibición para exportarla o utilizarla con miras a efectuar pagos en el exterior (Salazar, 1987, p. 30).

constitucionales fueron ratificadas por la jurisprudencia en diversas sentencias a lo largo del siglo XX, como lo ilustró, con diversos ejemplos, Avella (2000) en su trabajo sobre Alfonso Palacio Rudas.

En una de las últimas sentencias del siglo XX sobre la materia, el 28 de enero de 1993 la Corte Constitucional, instituida en virtud de la Constitución Política de 1991, indicó:

La Constitución vigente hasta 1991 asignaba al Congreso la función de dictar normas en el campo de lo monetario (cláusula general de competencia y numeral 15 del artículo 76), la atribución de dictar normas generales en materia cambiaria y de crédito público (numeral 22 del artículo 76) y [...] confería al Gobierno atribuciones administrativas en la órbita de lo financiero (120-14), lo crediticio (120-15) y en materia cambiaria (120-22). En tal virtud, el Congreso estaba autorizado para intervenir directamente y sin restricciones, en todo lo relacionado con la actividad monetaria. (Sentencia C-021, en Avella, 2000, p. 131).

Pese a ello, en ocasiones el Congreso cedió esa competencia a diversas autoridades administrativas o ella fue ejercida por el poder ejecutivo en virtud de sus facultades legislativas. Este último fue el caso cuando se expidió el Decreto 756 de 1951, propuesto por la Comisión de Reformas Bancarias¹¹⁵, mediante el cual, entre otras facultades, el Banco de la República quedó autorizado para:

1. Realizar una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana.
2. Fijar periódicamente un cupo ordinario de crédito a los bancos afiliados, para operaciones de préstamos y descuentos.
3. Señalar un cupo especial de crédito, que solo se utilizaría para el descuento de operaciones destinadas a determinadas actividades económicas, de acuerdo con las necesidades del desarrollo agrícola, industrial y comercial del país.
4. Fijar cupos de emergencia y con carácter temporal.

¹¹⁵ Esa comisión inició sus sesiones el 5 de enero de 1951, estuvo integrada por Bernardo Restrepo Ochoa, Carlos Villaveces, Luis Ángel Arango y Manuel Mejía, y durante ocho sesiones a lo largo de ese mes se ocupó de estudiar lo relativo a la dirección de la política monetaria y la autoridad que la llevaría a cabo (Recamán, 1980).

5. Fijar y variar las tasas de interés y descuento para las operaciones de préstamo, descuento y redescuento, de los bancos afiliados.
6. Fijar y variar el encaje legal de los bancos y las cajas de ahorro.
7. Señalar encajes marginales del 100 % y establecer su utilización para financiar el endeudamiento público u operaciones favorables al desarrollo de la economía nacional.

El Decreto 756 de 1951 también dispuso, en el artículo 10, que el Gobierno y el Banco de la República acordarían una reforma de los estatutos de la institución. En virtud de ello se dictó el Decreto 2057 de octubre de ese mismo año, mediante el cual se prolongó por veinte años el término de duración del Banco, que expiraba en 1953; se ratificó el ejercicio de su derecho exclusivo de emitir billetes; y, se determinó la composición y funciones de su Junta Directiva.

Esta última quedó conformada por: el ministro de Hacienda y Crédito Público, dos directores designados por el Gobierno nacional, tres directores elegidos conjunta y simultáneamente por los bancos nacionales y extranjeros, un director propuesto por las sociedades de agricultores del país y las asociaciones de ganaderos, un director propuesto por las cámaras de comercio, y el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros.

Las facultades consagradas por el Decreto 756 de 1951 para el Banco de la República y la nueva conformación de su Junta Directiva hicieron que el ejercicio de la soberanía monetaria quedara en manos privadas, disposición que contrariaba las recomendaciones de David L. Grove y Lauchlin Currie, expertos extranjeros que por esa época vinieron al país para asesorar a las autoridades en materias económicas.

El primero de ellos propuso que la Junta Directiva del Banco de la República estuviera integrada por el ministro de Hacienda, cinco miembros designados por el presidente de la República y dos miembros escogidos por los bancos (Grove, 1988). Por su parte, Currie anotó que la dirección del Banco central implicaba una completa responsabilidad y obligación pública y en consecuencia propuso que su Junta Directiva estuviera integrada por

cinco miembros, nombrados directamente por el Presidente de la República. Uno sería el Gerente General y otro el Ministro de Hacienda y Crédito Público. Los tres restantes serían: un banquero de experiencia y dos ciudadanos prominentes que hayan tenido buen éxito y [sean] conocidos por su independencia y solidez de criterio. (Currie, 1952, p. 386)

1.2 Orígenes

El muy particular arreglo institucional para el manejo monetario que se instituyó en 1951 hizo que en 1963 se debatiera su conveniencia, pues algunos sectores de opinión se oponían a él alegando que la moneda debería ser manejada por el Estado y no por los particulares, que fácilmente podrían tener conflicto de intereses a la hora de tomar decisiones sobre la política monetaria, cambiaria y crediticia.

El hecho de la atipicidad de la organización institucional fue subrayado por el ministro de Hacienda de la época, Carlos Sanz de Santamaría, quien en su momento afirmó:

[...] en todas las organizaciones modernas, la moneda se dirige por el Estado, a través de Juntas Monetarias. En todos ellos hay reglamentación de incompatibilidad que establece claramente que no pueden pertenecer a la Junta Monetaria personas que tengan conexión, de cualquier género, con la dirección o asesoría de entidades privadas de la banca comercial o de fomento del país respectivo. Me parece que hay muchas razones de orden ético para que así sea. (Sanz de Santamaría, 1965, en Hernández, 2004, p. 269)

La idea de que fuese el Estado quien tuviera la dirección de la moneda fue defendida también en 1964 por Diego Calle Restrepo:

El manejo del cambio internacional, de la moneda y del crédito son atributo esencial de la soberanía del Estado, por razón de sus incidencias definitivas sobre la estabilidad y sobre el progreso social y económico de toda Nación. [...] Por estas razones se considera en teoría general y en filosofía política que el manejo del cambio, del crédito y de la moneda constituyen atributo esencial de la soberanía de un Estado y se explica que en la casi totalidad de los países corresponda a organismos oficiales. (Calle, 1964, en Gómez et al., 1976, p. 398)

Bajo esa concepción Sanz de Santamaría logró que se devolviese al Estado el ejercicio de la soberanía monetaria, al establecer el artículo 5.º de la Ley 21 de 1963 que se crearía una Junta Monetaria encargada de estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito que correspondían a la Junta Directiva del Banco de la República, conforme a las disposiciones entonces vigentes, disposición que se complementó, en ese mismo texto legal, con una autorización especial al poder ejecutivo para que procediera a su organización, a determinar los miembros que la integrarían y a convenir con el Banco emisor la modificación de los contratos que tenía celebrados con esa entidad.

Respecto a quién fue el autor de la iniciativa específica para dar vida a la Junta Monetaria como autoridad sustituta de la Junta Directiva del Banco de la República, existe controversia histórica. Alfonso Palacio Rudas atribuyó la idea al senador Darío López Ochoa:

Discutíase en la legislatura de 1963 un proyecto de ley sobre facultades extraordinarias para dictar medidas de orden económico y fiscal. El inquieto e imaginativo senador Darío López Ochoa, que de tiempo atrás martillaba sobre la necesidad de que el Estado recuperara la soberanía monetaria transferida a banqueros privados, aprovechó la coyuntura de rescatarla proponiendo la creación de una Junta Monetaria. O sea que una agencia estatal ejerciera las potestades atribuidas a los directores del Banco de la República. (Palacio, 1973)

Por lo demás, como se documenta en la sección seis de este trabajo, Palacio Rudas se atribuyó la idea de conceder al Gobierno facultades extraordinarias para determinar la composición de la Junta Monetaria.

Por su parte, Hernando Gómez Otálora señala que fue Germán Botero de los Ríos, por entonces subgerente del Banco de la República, quien propuso la idea de crear la Junta Monetaria a fin de separar las funciones de dirección de la moneda de las que como ejecutor de esa política tendría el Banco de la República, división de funciones que buscó poner término a la discusión sobre la nacionalización de esa entidad, que por esos días impulsaban los sectores partidarios de retomar para el Estado la soberanía monetaria.

Todo parece indicar que la apreciación de Palacio Rudas tiene más fuerza¹¹⁶, aun cuando es de señalar que ya en 1951, según el acta número 7 de la Comisión de Reformas Bancarias, se había propuesto que el Banco de la República tuviese una Junta Monetaria, compuesta por el ministro de Hacienda, el gerente del Banco y un miembro nombrado por la Junta Directiva, que tendría “la responsabilidad principal de la iniciativa de las medidas económicas y financieras para la regulación monetaria, crediticia y cambiaria” (Recamán, 1980, p. 54). Sin embargo, esa idea no fue acogida en posteriores sesiones de la Comisión, de allí que no hiciese parte del texto del Decreto 756 de 1951, que consagró para la Junta Directiva del Banco de la República los amplios poderes de que ya se dio cuenta.

Además de las consideraciones político-ideológicas para que el Estado recuperara el ejercicio de la soberanía monetaria, la creación de la Junta Monetaria también fue impulsada por la influencia que para ese entonces habían

¹¹⁶ Entre otras cosas porque, en su texto sobre Palacio Rudas, Avella (2000) cita una intervención del senador López Ochoa en la cual él se declara autor de la iniciativa, sin que nadie en apariencia lo contradijera al respecto.

adquirido las ideas sobre la mayor intervención del Estado en el manejo de la economía, producto de la amplia aceptación de las ideas keynesianas.

A ese respecto son de destacar las iniciativas que expuso Carlos Villaveces, entonces miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, en la Segunda Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano, que tuvo lugar a fines de 1949 en Santiago de Chile. En esa ocasión Villaveces (1949) propuso que los bancos centrales siguieran políticas anticíclicas mediante el control de la emisión, la orientación del crédito y la regulación de las operaciones de comercio exterior, ideas que reiteró en su condición de miembro de la Comisión de Reformas Bancarias en 1951:

Un banco central moderno ha de ser una entidad autónoma, de derecho privado y debe tener como objeto promover, orientar y realizar una política económica tendiente a garantizar el empleo pleno, la expansión ordenada de la economía y el crecimiento de la riqueza nacional, creando y manteniendo las condiciones monetarias, crediticias y cambiarias más favorable a la economía del país. (Villaveces, 1951, en Recamán, 1980, p. 37)

Principios que también orientaban al ministro de Hacienda de la época, Hernán Jaramillo Ocampo, quien mediante un proyecto de ley sobre orientación del crédito bancario, expresó que los lineamientos de esa disposición se encaminaban a acoger:

[las] tesis ampliamente expuestas y debatidas sobre la importancia de ejercer un control monetario para detener las inflaciones o amortiguar las deflaciones. Y en cuanto al crédito, establece un sistema de intervención a través de los redescuentos y mediante el señalamiento de tasas diferenciales de interés para dirigirlo en conformidad con la política de fomento que en cada momento sea más aconsejable seguir. (Jaramillo, 1949, p. 1270)

Esas ideas, y en especial las relativas a la orientación del crédito como mecanismo para promover el crecimiento económico, fueron precisamente las que quedaron consignadas primero en el Decreto 756 de 1951 y luego reiteradas cuando se creó la Junta Monetaria y se establecieron sus funciones, como se apreciará enseguida.

1.3 Funciones

De acuerdo con el artículo 3.º del Decreto Ley 2206 de 1963, correspondería a la Junta estudiar y adoptar, mediante normas de carácter general, las medidas

monetarias y de crédito que conforme a las disposiciones vigentes ejercía entonces la Junta Directiva del Banco de la República. A dichas funciones se agregaron otras que hicieron más amplias sus potestades, como puede verse en el Anexo 1.

Adicionalmente, según el artículo 7.º del Decreto Ley 2206, le correspondería exclusivamente ejercer las facultades sobre cambio y comercio exterior otorgadas hasta entonces a la Junta Directiva del Banco de la República¹¹⁷. Además, los decretos 444 de 1967 y 2617 de 1973 modificaron algunas de las potestades de la Junta, pero en esencia mantuvieron las funciones y orientaciones establecidas desde su creación en 1963.

Es claro que esas atribuciones previeron la posibilidad de realizar operaciones de mercado abierto y utilizar la política de encajes para regular la circulación monetaria. Sin embargo, también se estableció que esta última función podría utilizarse para hacer crédito selectivo, ya que parte del encaje podría estar representado en determinados préstamos o en títulos de deuda pública.

Entre las funciones otorgadas a la Junta ninguna tuvo como mandato explícito controlar la cantidad de dinero en circulación, pues el foco de ellas estaba dirigido a orientar el uso del crédito y regular su costo.

1.4 Composición de la Junta Monetaria

La política de orientación del crédito se fortaleció por la manera como el Decreto Ley 2206 organizó e integró la Junta Monetaria, la cual quedó constituida por:

- El ministro de Hacienda, quien la presidiría
- El ministro de Agricultura
- El ministro de Fomento
- El gerente del Banco de la República
- El jefe del Departamento Administrativo de Planeación y Servicios Técnicos

Composición que se amplió cuando se dispuso que a ella asistirían el superintendente bancario (quien acudió a partir del 21 de febrero de 1968), el secretario económico de la Presidencia¹¹⁸ y el director del Instituto Colombiano

¹¹⁷ En particular por las leyes 1 de 1959 y 83 de 1962.

¹¹⁸ Según quedó establecido en el Decreto 3171 de 1968.

de Comercio Exterior (partícipe desde enero de 1969), funcionarios que intervirían en las sesiones de la corporación con voz, pero sin derecho a voto.

También se estableció que la Junta Monetaria designaría dos expertos para que la asesoraran de forma permanente en el cumplimiento de sus funciones, los cuales tendrían voz, pero no voto, en sus deliberaciones.

Esos expertos serían de libre nombramiento y remoción de la Junta, tendrían las mismas incompatibilidades del superintendente bancario y debían ser personas de reconocida preparación teórica, con experiencia en materias monetaria y cambiaria el uno, y el otro en economía general, producción y comercio exterior. A cargo de ellos quedó, como una de sus principales responsabilidades, la preparación de documentos técnicos que debería considerar la Junta previamente al proceso de toma de decisiones.

1.5 Funciones del Banco de la República

Es de destacar que, si bien la creación de la Junta Monetaria eliminó las competencias de la Junta Directiva del Banco de la República para dirigir la política monetaria, cambiaria y crediticia, ello no significó que el Banco como institución perdiera su naturaleza y sus funciones esenciales, pues ese cambio no modificó la estructura de su capital, ni limitó sus poderes como banco de emisión. A lo cual se añade que bajo la nueva institucionalidad quedó establecido que el Banco sería el ejecutor de las decisiones de la Junta Monetaria y que continuaría siendo:

1. El guardián y administrador de las reservas internacionales
2. El banquero del Gobierno
3. El guardián de las reservas de los bancos comerciales y demás intermediarios financieros, en tanto que el encaje legal a que ellos estuviesen sometidos debía mantenerse, en muy buena parte¹¹⁹, en el Banco de la República
4. El banquero de las instituciones financieras, mediante operaciones de préstamo y descuento
5. El banquero del Fondo Nacional del Café, de los fondos ganaderos y del Instituto de Desarrollo Cooperativo
6. El administrador de los fondos de fomento que se fueron creando

¹¹⁹ El encaje legal, además de los depósitos en el Banco de la República, incluía parte de la moneda fraccionaria en poder de los bancos.

7. El administrador de los convenios de pago suscritos entre Colombia y otros países
8. El depositario en Colombia de las disponibilidades en el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y el representante del país ante esas entidades, pues en los estatutos básicos de ellas se previó que los bancos centrales serían los depositarios de sus fondos y cumplirían otras funciones en relación con ellas (Alviar, 1976)

Además de sus funciones de naturaleza monetaria, cambiaria o crediticia, o conexas con ellas, según la normatividad expedida en 1963, el Banco continuó desarrollando las actividades culturales, relacionadas con el apoyo a la Biblioteca Luis Ángel Arango y al Museo del Oro, y otras totalmente alejadas de su razón de ser, como la administración de las salinas y minas de esmeralda del país, de las cuales se da cuenta en la sección 7 de este capítulo.

En síntesis,

la creación de la Junta Monetaria [...] desdobló el ejercicio de la potestad monetaria en dos instituciones igualmente importantes, que armónicamente trabajan, la una programando el manejo de la moneda y del crédito, como lo hace la Junta Monetaria y, la otra, ejecutando las medidas y políticas diseñadas por dicha entidad, como lo efectúa el Banco de la República. (Gama, 1983, p. 33)

Importancia operativa del Banco que se fortaleció al quedar establecido, en los acuerdos entre este y el Gobierno para poner en marcha la nueva institucionalidad, que “el banco facilitaría a la recién creada Junta los servicios de asistencia técnica y de secretaría que requiere y que el costo de tales servicios, así como los demás gastos que exija su adecuado funcionamiento correrán a cargo del banco” (Arias, 1963, p. 18)¹²⁰.

2. Rasgos básicos de la economía colombiana en el período 1962-1990

En el lapso transcurrido entre 1962 y 1990 la economía colombiana creció de manera continua a una tasa promedio del 5 %, aun cuando a ritmos anuales

¹²⁰ Los informes anuales del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva serán citados, por brevedad, de aquí en adelante como Informe, con el nombre del gerente y el respectivo año de presentación.

muy variables, en medio de acentuadas oscilaciones del sector externo, de un crecimiento del tamaño del Gobierno y de recurrentes dificultades fiscales, de una rápida expansión y diversificación del sector financiero, y de un proceso inflacionario sostenido y estable, en especial a partir de los años setenta, que a la larga llevó a un proceso parcial de indexación de la economía.

Realidades que fueron manejadas por la Junta Monetaria de conformidad con principios discrecionales y casuísticos, en el sentido de las normas que rigen casos especiales y no son de aplicación general a la hora de fijar las normas monetarias, cambiarias y crediticias.

2.1 El crecimiento económico y el tamaño del Estado

El Gráfico 1 muestra el ritmo de crecimiento anual de la economía para el período en estudio y las oscilaciones que presentó a lo largo del mismo. Entre 1963 y 1966, años iniciales del ejercicio de las funciones de la Junta Monetaria, la economía colombiana creció a un ritmo relativamente elevado, aun cuando un poco irregular en especial por la caída que sufrió en 1963 cuando el PIB creció al 3%. Ese proceso de crecimiento se dio en medio de notorias dificultades cambiarias, que llevaron a sucesivas devaluaciones nominales de la tasa de cambio, dificultades fiscales y un proceso inflacionario que tuvo su manifestación más aguda en 1963.

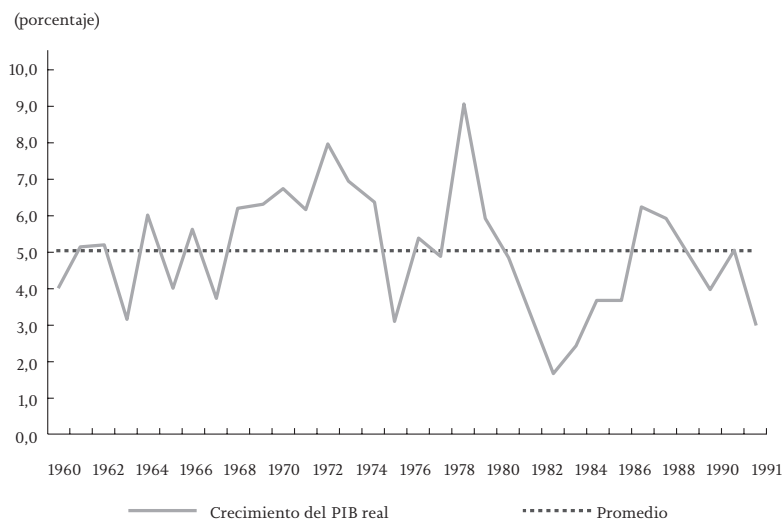
Entre 1967 y 1975 la actividad económica se expandió significativamente (más del 5,6% de crecimiento del PIB en promedio anual), a lo cual contribuyeron la nueva política cambiaria puesta en marcha a partir de 1967 y la consecuente elevación de las exportaciones distintas del café, los estímulos que significaron para el sector de la construcción la creación del sistema de valor constante en 1972, la mejora en los términos de intercambio y un más amplio acceso al crédito externo.

Luego de la caída en el ritmo de crecimiento que tuvo la economía en 1975, el período comprendido entre 1976 y 1979 fue de muy rápida expansión y alcanzó un pico máximo en 1978, gracias en buena parte al súbito aumento de los precios del café que se presentó desde mediados de 1975, cambio significativo que llevó a una pronta acumulación de reservas internacionales y a decisiones cambiarias que terminaron por provocar una revaluación de la tasa de cambio real en esos años.

A partir de 1980 y hasta 1984 el crecimiento económico se desaceleró y alcanzó su nivel más bajo en 1982, con un pronunciado déficit en la cuenta corriente y un elevado endeudamiento externo tanto del sector público como del sector privado (Ocampo, 2015). Una nueva alza en los precios del café, la devaluación real del tipo de cambio, una política fiscal más consistente y el

inicio de las exportaciones minero-energéticas, ejercieron benéficas influencias sobre el crecimiento de la economía a partir de 1985 y hasta el final de la década.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB real



Fuente: elaboración de los autores con base en Greco (2002).

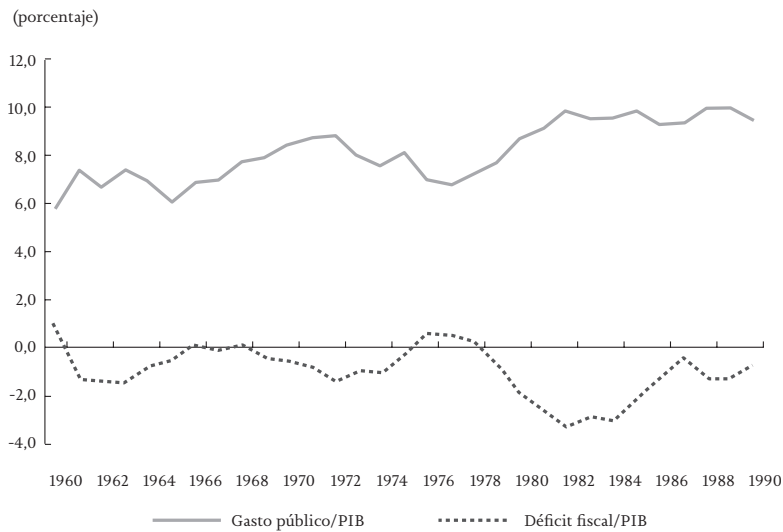
El crecimiento económico de las tres décadas produjo cambios en la estructura del PIB; entre otros, fueron notorios el descenso en la participación del sector agropecuario, la relativa estabilidad del sector industrial¹²¹ y el ascenso del resto de los sectores económicos, en especial la explotación de minas y canteras, la construcción, el comercio, la administración pública y otros servicios comunitarios (Anexo 2).

Para apreciar cuán significativo fue el crecimiento del Estado, el Gráfico 2 muestra la relación entre el gasto del Gobierno nacional central y el PIB entre 1960 y 1990. Como allí se observa, en ese lapso se produjo un ascenso gradual,

¹²¹ Cuya significación ascendió en las décadas de los sesenta y setenta, pero luego retrocedió, de suerte que en 1990 tenía un nivel similar al de 1960.

aunque variable en el indicador, que en 1990 alcanzó 9,4% (cuando había sido de 7,4% en 1961), cifras que demuestran la debilidad del Estado para satisfacer las necesidades de la creciente población en el período.

Gráfico 2
Gasto público y déficit fiscal



Fuente: elaboración de los autores con base en Junguito y Rincón (2007).

Pese a ello, el tamaño de los impuestos era menor, pues el déficit fiscal fue la constante del período con excepción de los años de la bonanza cafetera a mediados de los setenta y algunos de los sesenta (1960, 1966, 1968). Sin embargo, esos déficits no fueron de gran tamaño relativo porque, aun en medio de la crisis de los años ochenta, su máximo nivel escasamente superó el 3% del PIB y lo usual fue que se mantuvieran en niveles cercanos o inferiores al 1% de este.

2.2 Desarrollo del sistema financiero y tasas de interés

El sistema financiero, como el mecanismo a través del cual se efectúan buena parte de los pagos en la economía y se canaliza el ahorro financiero hacia las

actividades productivas, tuvo escasa diversificación en Colombia durante los años sesenta, sea que esta se mida por el número y naturaleza de los intermediarios que lo conformaban (Cuadro 1), o por el volumen de recursos que ellos intermediaban.

Cuadro 1
Sistema financiero. Composición de los activos totales
(porcentaje)

Intermediarios financieros	1960	1970	1978
Bancos comerciales	64,8	56,4	53,4
Caja Agraria	21,7	13,8	8,2
Banco Central Hipotecario	13,2	13,5	7,6
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	12,6
Corporaciones financieras	0,0	16,1	15,3
Compañías de financiamiento comercial	0,0	0,0	2,6
Otros	0,3	0,2	0,3
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: elaboración de los autores con base en Figueroa, et al. (1979).

Como se aprecia en el Cuadro 1, en los años sesenta la intermediación financiera estuvo a cargo básicamente de los bancos comerciales (que eran pocos), de la Caja Agraria y del Banco Central Hipotecario¹²², cuyas fuentes de fondos estaban constituidas por las cuentas corrientes, los recursos del Banco de la República y, en menor medida, los depósitos de ahorro, los pasivos con bancos e instituciones del exterior, y por su propio capital.

En parte ello fue así porque hasta 1970 las corporaciones financieras, ideadas como bancos de inversión para canalizar créditos a largo plazo en especial al sector industrial¹²³, y por lo tanto, complementar el crédito y la función de intermediación financiera de los bancos comerciales, tuvieron al inicio escaso dinamismo, un resultado esperable por el entorno competitivo en el cual operaban.

¹²² Entidades de naturaleza pública.

¹²³ El artículo 1.º del Decreto 2369 de 1980, que luego de dos intentos regulatorios fallidos en 1957 y 1958 se convirtió en el estatuto básico de estas instituciones, estableció que ellas tendrían como finalidad principal promover la creación, reorganización y transformación de las empresas, participar en su capital y otorgarles crédito.

Como sus tasas de interés estaban controladas, las corporaciones financieras tenían serias limitaciones para captar recursos del público y por esa vía financiar sus operaciones, y si bien quedaron autorizadas para captar esos recursos mediante la colocación de bonos en el mercado, el intento que se hizo para ello fue traumático.

Ese mecanismo consistió en autorizar el pago de los créditos que concedían no en activos líquidos sino en los bonos que emitían, los cuales los usuarios del crédito debían monetizar mediante su venta en el mercado. Como eso suponía un descuento frente a su valor nominal, ello significaba un mayor costo de este crédito frente a la tasa de interés que cobraban en sus operaciones el Banco de la República, el Fondo de Inversiones Privadas (FIP) o el Fondo Financiero Industrial (FFI). Por eso las corporaciones financieras se vieron seriamente limitadas para aumentar sus fondos prestables y debieron recurrir al Banco de la República a fin de que este les otorgara créditos directos¹²⁴ o les comprara los bonos que ellas emitían, recursos que luego se complementaron mediante el redescuento de sus operaciones por los fondos de fomento.

Otro hecho que demuestra la escasa diversificación del sector financiero era la preponderancia que tenían la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario (Cuadro 1). Ambas instituciones apelaban al apoyo del Banco de la República, aun cuando en el caso de la Caja Agraria las captaciones a través de las cuentas de ahorro eran significativas en la época.

A la escasa diversificación del sector financiero y a su bajo dinamismo le puso término en 1972 la creación de las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), así como las medidas que se adoptaron en el segundo semestre de 1974 para el manejo de tasas de interés y la regulación del sistema de redescuento en el Banco de la República.

La creación de las CAV fue el principal instrumento para llevar a cabo el Plan de Desarrollo “Las Cuatro Estrategias”, durante el cuatrienio 1970-1974. Con base en la teoría de los sectores líderes, cuyo mentor fue el profesor Lauchlin Currie, el Plan propuso acelerar el crecimiento económico dándole prioridad al crecimiento de la construcción, a las exportaciones, a incrementar la productividad de las actividades agropecuarias, y a los aspectos redistributivos de la política económica¹²⁵.

¹²⁴ Desde la Resolución 44 de 1961 de la Junta Directiva del Banco de la República se creó una línea de crédito especial para las corporaciones en el Banco (Gaviria, 1977).

¹²⁵ Un detallado análisis del contenido del Plan y su desarrollo inicial se presentó en el libro *El plan de desarrollo colombiano en marcha* (DNP, 1974). Aspectos críticos sobre él están contenidos en la obra *Controversia sobre el plan de desarrollo* (Corporación para el Fomento de las Investigaciones Económicas, 1972).

Pero sin duda el énfasis se centró en el crecimiento de la industria de la construcción, donde se estimaba la existencia de una demanda latente que podía satisfacerse si el sector crecía adecuadamente, para lo cual canalizar ahorros hacia él era esencial, según los mentores del Plan.

Teniendo en cuenta que la tasa de interés había estado congelada en 4 % anual desde principios de los años cincuenta (Cuadro 2), pues se consideraba que al mantener esas tasas bajas era posible financiar a bajo costo la inversión privada y por ende estimular el crecimiento económico, captar esos ahorros suponía elevar la tasa de interés que por ellos se pagaba.

Para poner en marcha el nuevo sistema de ahorros se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda, como el Fondo de Empleados para el Ahorro, el Bienestar y la Vivienda (FAVI), y se reglamentó la unidad de poder adquisitivo constante (UPAC)¹²⁶. La esencia del sistema fue establecer que tanto las captaciones de recursos del público que harían las CAV como sus préstamos, se indexarían con el cambio de nivel de precios, ya que unos y otros cambiarían su valor nominal de acuerdo con el poder adquisitivo de la moneda nacional.

Operativamente las CAV quedaron autorizadas para captar recursos mediante cuentas de ahorro, las cuales pagarían inicialmente 5 % anual más la corrección monetaria, y certificados de depósito a término en valor constante, cuyo plazo máximo se estableció al comienzo en seis meses, con una remuneración del 5,5 % anual más la corrección monetaria¹²⁷.

En medio de un fuerte debate¹²⁸, las CAV supusieron un rompimiento con el sistema financiero del pasado en tres direcciones: la remuneración real del ahorro, el financiamiento de sus operaciones con recursos privados y no del Banco de la República o de los fondos de fomento, y la creación del FAVI con miras a manejar los encajes y los excesos de liquidez de las CAV y a suministrarles recursos cuando se presentaran problemas de liquidez en algunas de ellas.

Es decir, el FAVI no fue concebido en un principio para apoyar las labores crediticias de las CAV, sino como prestamista de última instancia (Carrizosa, 1979). Sin embargo, el descalce entre los plazos de las captaciones y las colocaciones, al igual que las fuertes variaciones de las tasas de interés autorizadas

¹²⁶ Según quedó consignado en los decretos 677, 678 y 1229 de 1972, respectivamente.

¹²⁷ Una buena descripción de los inicios de las CAV y el sistema UPAC se encuentra en Rosas y Soto (1974), y en Villate (1979).

¹²⁸ La defensa del sistema de valor constante estuvo a cargo, sobre todo, del profesor Currie en el *Plan de desarrollo colombiano en marcha* (DNP, 1974) y en la *Revista de Economía* de la Universidad Nacional (1993). Críticos de algunos aspectos del sistema fueron Ortega (1979) y Pieschacón (1973).

para ciertos documentos terminó por afectar el mecanismo y el Banco de la República tuvo que financiar, en algunas épocas, a las CAV¹²⁹.

El éxito del sistema de valor constante fue notable puesto que rápidamente se crearon diez corporaciones, se incrementó la significación de los depósitos de ahorro en los fondos prestables y se produjo un cambio en la estructura del sistema financiero, pues ya para 1978 las CAV ocupaban un lugar destacado dentro de este (Cuadro 1).

En adición a la creación de las CAV, en el ámbito de un programa de ajuste económico la administración del presidente López Michelsen, que inició sus funciones en agosto de 1974, en busca de una mayor liberación financiera modificó la estructura de las tasas de interés y pretendió reducir su dispersión. Esa reforma se inspiró en los análisis y recomendaciones de los simposios del mercado de capitales¹³⁰ y en las ideas de Ronald McKinnon y Eduard Shaw, quienes visitaron al país por esa época (Urrutia y Caballero, 2006).

En razón de esas decisiones se aumentó el rendimiento de los depósitos de ahorro en los bancos comerciales y en la Caja Agraria hasta el 18 % anual; se autorizó a los bancos para emitir certificados de depósito a término (CDT) hasta por el 100 % de su capital pagado y reserva legal, con tasas de captación del 24 %; y, se permitió a las corporaciones financieras la captación a corto plazo (tres, seis y nueve meses) para que financiaran el capital de trabajo de la industria. Además de ello se redujo la rentabilidad nominal y real de las captaciones en UPAC al ponerle un límite del 20 % a la corrección monetaria y reducir en medio punto el rendimiento tanto de las cuentas de ahorro como de los CDT.

La cuantificación precisa de estas modificaciones se aprecia en el Cuadro 2.

Las ideas que guiaron ese proceso de liberación financiera fueron reseñadas por el gerente del Banco de la República, Germán Botero de los Ríos:

La filosofía que inspira la política monetaria, en especial desde los últimos meses de 1974, es permitir en forma gradual un mayor juego de las fuerzas del mercado en la asignación de recursos. Es así como en este año se han dado pasos importantes en la reestructuración de las relaciones de las instituciones financieras con el Banco de la República, procurando dotar a las primeras de una mayor autonomía en el desarrollo de sus funciones. Nuevamente se ha puesto énfasis en la concepción

¹²⁹ En el Informe de 1974 (p. 54) Germán Botero de los Ríos reportó que el crédito doméstico del Banco de la República aumentó en especial por el financiamiento al FAVI.

¹³⁰ Que fueron eventos promovidos por el Banco de la República y la Asociación Bancaria a principios de los años setenta con el fin de debatir la política financiera nacional, y de los cuales se publicaba el respectivo libro.

ortodoxa del papel que debe desempeñar el Banco Emisor como prestamista de última instancia, cuyas líneas de crédito no deben ser miradas como fuente adicional de recursos permanentes [...]. Dentro de los mismos lineamientos, se ha modificado la estructura de tasas de interés prevalecientes en el mercado, se ha reducido su dispersión y se han adoptado rangos más realistas y flexibles. (Informe, 1974, p. 55)

Cuadro 2
Tasas de interés nominal de los principales pasivos bancarios
(porcentaje anual)

Año	Depósitos de ahorro	Depósitos a término	CDT	UPAC cuentas	UPAC certificados
1962	4,0	4,0	-	-	-
1965	4,0	4,0	-	-	-
1970	4,0	7,0	-	-	-
1973	8,5	8,5	13,0	25,2	25,7
1974	12,0	12,0	24,0	26,0	26,6
1975	16,0	16,0	23,0	23,7	24,7
1976	18,0	18,0	23,0	21,6	22,6
1977	18,0	18,0	23,0	22,0	23,0

Fuente: elaboración de los autores con base en Figueroa et al. (1979).

Otro hecho destacable sobre el sector financiero a mediados de los años setenta fue el proceso conocido como “colombianización de la banca”, provocado por la decisión 24 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena, que impuso límites al capital extranjero en los bancos nacionales y llevó a adecuar la legislación colombiana a las normas del Pacto Andino.

Fue así como la Ley 55 de 1975 estableció que los bancos extranjeros que continuaran prestando servicios al público debían transformarse en empresas de capital mixto, en las cuales no menos del 51% debía pertenecer a nacionales colombianos. En virtud de esas normas siete bancos extranjeros convinieron su transformación en empresas de capital mixto (Ocampo, 2015; Caballero, 1987), aun cuando se estima que su crecimiento fue limitado desde entonces (Urrutia y Caballero, 2006).

En medio de ese proceso de colombianización del sector, la liberación financiera de 1974 se vio interrumpida por las medidas de política económica que se adoptaron para manejar el alza de los precios del café que se presentó a mediados de 1975. Varios hechos influyeron para ello. El uso de los certificados de cambio como instrumento de esterilización de las reservas internacionales,

su negociabilidad en el mercado, y el establecimiento de encajes marginales del 100 % sobre los depósitos a la vista de los bancos, ocasionó una nueva dispersión de las tasas de interés, costos diferenciales muy pronunciados para el manejo de los recursos por los intermediarios financieros y, de nuevo, controles sobre las tasas de interés.

Sin embargo, esos controles fueron poco efectivos, ya que se eludieron por parte de quienes estaban sometidos a ellos, conducta que fue caracterizada de la siguiente manera:

Operaciones como la venta de cartera, la captación a través de las secciones fiduciarias y, en ciertos intermediarios, las llamadas “transacciones fuera de balance” se han generalizado [...]. Todas esas figuras han sido ideadas para reducir el valor efectivo de los depósitos [del encaje requerido] y, de paso, rebajar ciertas inversiones forzosas. (Ortega, 1979, pp. 473-474)

Esas conductas sistemáticas para eludir los controles surgieron como consecuencia de que ni los particulares ni los bancos querían que en sus balances figuraran depósitos en cuentas corrientes. Los primeros, porque su poder adquisitivo se deterioraba a medida que subía el ritmo de inflación, pues sobre esas cuentas no se reconocía ningún rendimiento financiero. Los segundos, porque el manejo de esas cuentas solo les significaba costos, ya que los recursos debían permanecer depositados en el Banco de la República también, sin que sobre ellos se reconocieran rendimientos.

Los intermediarios financieros recurrieron a los mecanismos descritos por Ortega (1979) pues al eludir así las normas tenían más recursos para préstamos. Surgieron así las ‘innovaciones financieras’ y se configuró ‘el síndrome del papel estrella’ (Hernández, 1980), el cual hacía que los títulos sin control de la tasa de interés fueran los que canalizaban los fondos prestables, en detrimento de los que sí la tenían.

Los intentos por eludir los controles dieron lugar al surgimiento de nuevas corporaciones financieras, de las cuales se crearon seis en 1978:

que corresponden a solicitudes seguramente hechas en períodos anteriores cuando el encaje sobre los CDT era inferior al de los bancos y el tope de las tasas de interés las favorecía. En los últimos años del período no se crearon corporaciones financieras porque no había este tipo de alicientes. (Ortega, 1981, p. 66)

De igual manera, entre 1977 y 1978 se fundaron 18 compañías de financiamiento comercial, con lo cual su número ascendió a 36, cantidad que superó la de los bancos que manejaban las cuentas corrientes, cuyos activos perdieron

significación dentro del sistema a medida que la ganaba otro tipo de intermediarios (Cuadro 3).

Cuadro 3
Sistema financiero. Composición de los activos totales
(porcentajes)

Año	Bancos	Corporaciones financieras	CAV	CFC
1970	92,4	7,6	0,0	0,0
1975	85,3	6,6	8,2	0,0
1980	75,8	10,1	10,4	3,8
1985	76,1	5,8	14,5	3,6
1990	74,3	9,2	12,2	4,3

Fuente: Ocampo (2015).

Las elusiones a la normatividad estuvieron acompañadas asimismo de otros comportamientos que afectaron la institucionalidad y el registro apropiado de las transacciones económicas. A este respecto es preciso distinguir entre las actividades no cuantificadas debido a la informalidad y su pequeña cuantía, y aquellas no registradas deliberadamente por realizarse al margen de la ley.

Sobre la significación cuantitativa de estas últimas se generaron muchas polémicas a lo largo de los treinta años que comprende este estudio, pues, en razón de su naturaleza, era imposible contar con estadísticas sobre ellas.

Aun así, pese a esa carencia de información no puede caber duda de que durante el período aquí analizado la exportación de marihuana y cocaína, la subfacturación de otras exportaciones en algunos períodos o la sobrefacturación en otros, el contrabando de importaciones y el lavado de activos asociados a esas actividades constituyeron hechos que afectaron el mercado de divisas y la tasa de cambio.

Resultaría demasiado prolijo, dadas las finalidades de este trabajo, dar cuenta de los períodos y fases en que se presentaron esos fenómenos¹³¹. Sin embargo, ellos alimentaron un mercado “negro” de capitales que de igual manera repercutió sobre la operación del sistema financiero y las tasas de interés. Ello

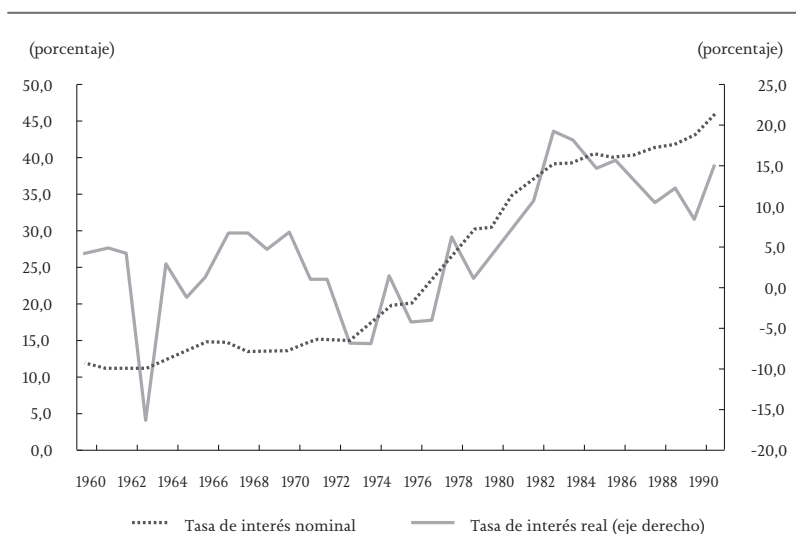
¹³¹ En Junguito y Caballero (1978) se hizo un examen detallado de ellos y se elaboraron algunos cálculos para medir su significación cuantitativa. No obstante, sobre esto último la opinión de los autores consistió en que cualquier estimación navegaba en los límites entre la ciencia ficción y la economía.

fue así pues había un estímulo adicional para monetizar las divisas que no se canalizaban por el mercado oficial, al ser la rentabilidad interna del mercado extrabancario superior a la que se obtenía en el mercado internacional, aun si se tomaba en cuenta la tasa de devaluación.

Intentando recuperar el debilitamiento que al control monetario le provocaron las innovaciones financieras y las operaciones no registradas oficialmente, en 1979 se tomó la decisión de liberar nuevamente las tasas de interés, lo cual significó reorientar la política hacia un funcionamiento más libre del mercado financiero, de suerte que las tasas de interés se acercaran a las del mercado.

Todo este proceso llevó a elevar la tasa de interés nominal y real entre 1979 y 1983 (Gráfico 3). La tasa de interés real descendería a partir de 1984, pero su nivel no retornó al que tenía con anterioridad a 1979, cuando en muchos años fue negativa.

Gráfico 3
Tasa de interés activa



A principios de la década de los ochenta se produce la aludida desaceleración de la economía, que terminó por incidir en la calidad de la cartera bancaria, a lo cual también contribuyó un pronunciado crecimiento del endeudamiento

externo privado, que, por la lenta devaluación nominal del período, resultaba más atractivo en términos de costo que el endeudamiento interno. Además, el sistema financiero tenía una baja capitalización, lo que lo hacía muy vulnerable, en especial si, como fue el caso, algunas entidades financieras eludían los controles a estos respectos (Anzola y Arias, 2009).

A esas circunstancias económicas se agregó el mal manejo que algunos de los propietarios de los intermediarios financieros le dieron a los mismos (Ocampo, 2015; Caballero, 1987), hecho que se sintetizó así:

A comienzos de los años ochenta se hicieron evidentes graves problemas éticos de algunos administradores del sistema financiero, relacionados con una proliferación de los llamados ‘autopréstamos’ —consistentes en destinar recursos captados del público a financiar inversiones de las propias entidades captadoras o de otras pertenecientes a sus mismos propietarios, en el sector industrial—, lo que hizo que los balances de las entidades financieras dejaran de reflejar adecuadamente la situación particular de cada institución. (Anzola y Arias, 2009, pp. 71-72)

Al hacerse públicas esas prácticas estalló la crisis de confianza de los depositantes, en junio de 1982, en las instituciones del grupo Correa, propietario del Banco Nacional. Con posterioridad a ello, en octubre de ese mismo año el Gobierno tuvo que asumir la administración del Banco del Estado. Sin embargo, las mayores dificultades y costos de la difícil situación del sistema financiero estaban por venir, ya que a fines de 1983 los problemas éticos y las dificultades de liquidez de las entidades del grupo Grancolombiano llevaron a oficializar el Banco de Colombia, cabeza de dicho grupo financiero y el mayor intermediario del sistema financiero en ese momento, a lo cual se sumó la oficialización del Banco Tequendama, el Banco de los Trabajadores y, más adelante, el Banco del Comercio¹³².

Con la idea de salvar a los bancos, y no a sus dueños, la oficialización de esas instituciones se hizo diluyendo el valor de sus acciones y por lo tanto sin reconocer a sus propietarios valor significativo sobre ellas. Esto significó que a mediados de los años ochenta, el sistema financiero podía juzgarse, en buena parte, como de capital público.

El costo financiero de la crisis de las instituciones en esos años, equivalió a cerca de cinco puntos del PIB (Anzola y Arias, 2009; Ocampo, 2015) y, aunque sin duda muy significativa, fue mucho menor que las crisis que tuvieron lugar en otros países por la misma época; además, la crisis fue de relativa cor-

¹³² En los Informes de 1984 (Hugo Palacios) y 1985 (Francisco Ortega) se analizan complementariamente las causas del debilitamiento del sector financiero y las medidas que se adoptaron para solucionarlo.

ta duración, pues a mediados de 1987 se empezaron a presentar síntomas de recuperación.

No obstante las vicisitudes que se dejan señaladas, el sistema financiero colombiano mostró entre 1960 y 1990 un crecimiento elevado que estuvo acompañado de cambios notorios en su operación, sea que ella se mida por el número y el grado de especialización de sus instituciones, por el cubrimiento geográfico de sus sucursales, por el número de empleos generados, o por la estructura de sus captaciones, que mostraron un descenso pronunciado de las cuentas corrientes como fuente de financiación de sus operaciones y correlativamente el ascenso de los ahorros y los CDT (Cuadro 4).

Cuadro 4
Estructura de las captaciones del sistema financiero
(porcentaje)

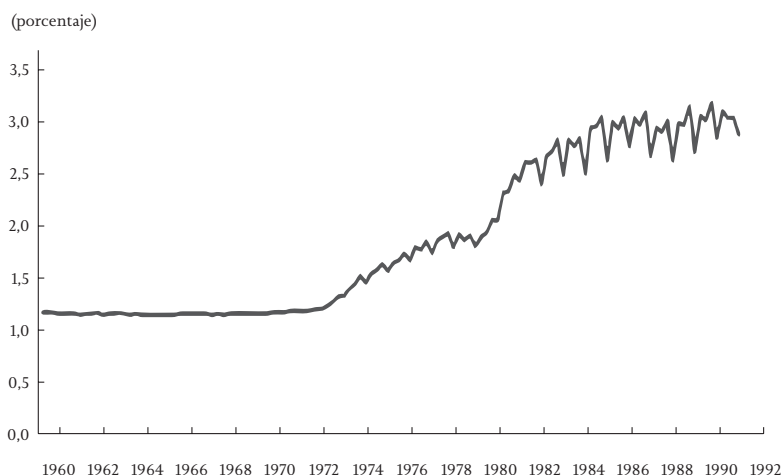
Año	Depósitos en cuenta corriente	Cuentas de ahorro	CDT
1970	87,9	11,5	0,6
1975	74,2	14,8	11,0
1980	56,2	19,3	24,5
1985	46,9	14,7	38,4
1990	46,6	20,8	32,6

Fuente: Ocampo (2015).

Como manifestación adicional de ese proceso el Gráfico 4 presenta un indicador de la profundización financiera, medida por la relación entre un agregado monetario amplio (M2) —que incluye los medios de pago, las cuentas de ahorro, los depósitos en UPAC y los depósitos a término— y los medios de pago (M1).

Como se puede apreciar, hasta 1972 ese indicador permaneció prácticamente constante debido al control de las tasas de interés y en general a lo que se conoce como “la época dorada de la represión financiera” (Urrutia y Caballero, 2006). A partir de los años setenta, en especial luego de la creación de las CAV y de los intentos de liberación financiera, se evidencia un importante incremento en ese indicador de la profundización, que fue menos acelerada durante la crisis que se inició en 1982, pero que luego tiene un nuevo ascenso hasta alcanzar en 1990 un valor cercano a tres veces el que tenía en 1960.

Gráfico 4 Indicador de la profundización financiera



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

2.3 Inflación

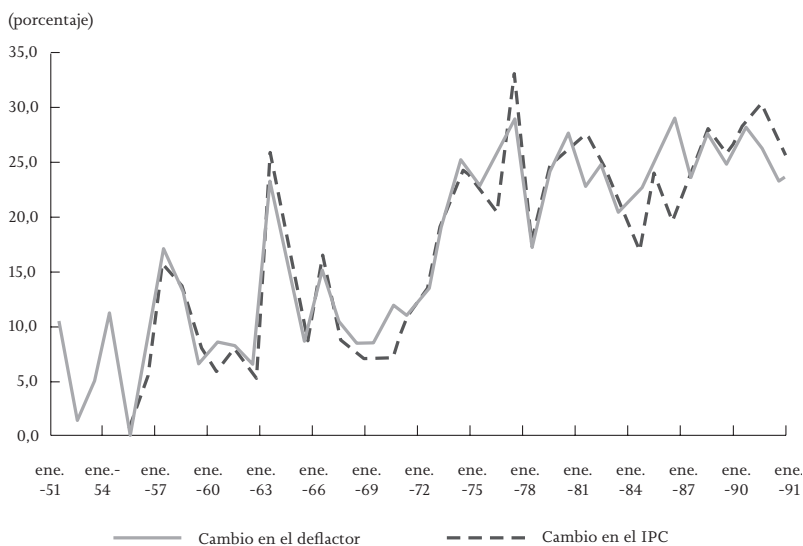
En el lapso transcurrido entre 1963 y 1991 la economía colombiana experimentó un considerable aumento de la inflación, que alcanzó su punto máximo en 1977. Este proceso inflacionario fue históricamente atípico por su nivel, duración y estabilidad, como se aprecia en el Gráfico 5, el cual muestra la evolución del deflactor implícito del PIB y del índice de precios al consumidor (IPC) para el período comprendido entre 1951 y 1991.

Cuando se analiza el comportamiento de la inflación por décadas (Gráfico 6) se encuentra que los años cincuenta fue un período de relativa estabilidad para la economía internacional; no obstante, en Colombia, de acuerdo con los datos del Cuadro 4, en dicho período hubo una alta variabilidad de la inflación. En la década de los sesenta, la inflación comienza a aumentar, hasta alcanzar su punto más elevado en 1963, pero fue en la década de los setenta cuando la inflación promedio casi duplica la de la década anterior.

Diversas razones explican esa aceleración del proceso inflacionario. En el campo internacional, la presencia de lo que se conoce como la gran inflación

(Bordo y Orphanides, 2013), el rompimiento del acuerdo de Bretton Woods y el shock de los precios del petróleo incidieron en el proceso inflacionario colombiano al inicio de los años setenta de una u otra manera.

Gráfico 5
Inflación en Colombia, 1951-1991

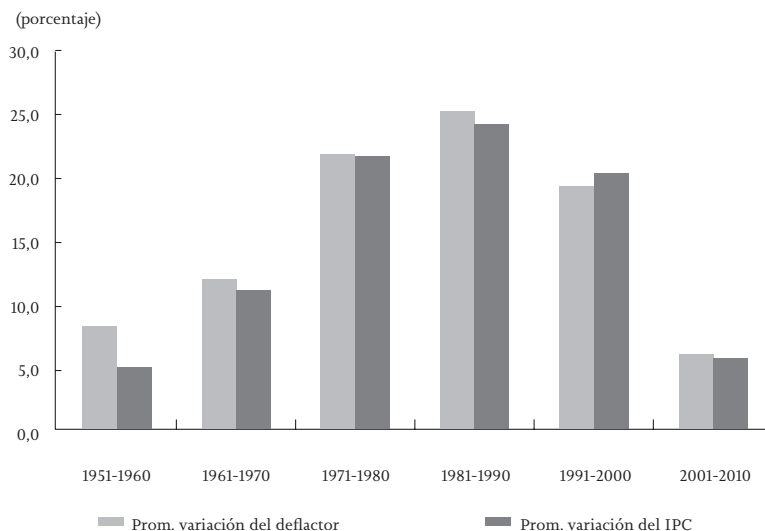


Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

En lo interno la política cambiaria, que pese a no mantener la tasa de cambio nominal fija obligaba a la monetización de las divisas cuando se presentaban incrementos en las reservas internacionales, junto al recurrente déficit fiscal y su monetización, y al escaso compromiso de las autoridades por controlar el alza de los precios, son factores que incidieron en la aceleración de ese proceso inflacionario.

En conjunto todos esos factores modificaron de modo permanente las expectativas de los agentes económicos y crearon persistencia en la alta inflación, que se mantuvo, con menor volatilidad, durante la década de los ochenta.

Gráfico 6 Promedios geométricos de la inflación por décadas



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

El Cuadro 5 presenta la evolución, por décadas, del coeficiente de variación de la inflación (medida tanto con el deflador del PIB como con el IPC). Con estos datos se evidencia que durante el período de la Junta Monetaria el coeficiente de variación disminuyó considerablemente con respecto a las décadas anteriores, y aumentó de nuevo después de 1991. Ello nos permite concluir que este período se puede caracterizar por una inflación moderada pero estable en términos históricos.

Aunque no es posible reducir los determinantes de la inflación a factores internos, debido a que la economía colombiana fue vulnerable a shocks internacionales, esos datos muestran que la Junta Monetaria no tuvo un claro compromiso con la estabilidad de los precios porque no se apreciaban sus beneficios para reducir la incertidumbre, mejorar la transparencia del sistema de precios y facilitar un mejor planeamiento en la asignación eficiente de los recursos productivos.

Es decir, no fue la lucha contra la inflación el principal objetivo de la Junta Monetaria, pues junto con el mantenimiento de un tipo de cambio controlado, otras fueron sus prioridades, como se verá en la siguiente sección.

Cuadro 5
Coefficientes de variación

Décadas	Coefficiente de variación del deflactor implícito del PIB	Coefficiente de variación del IPC
1931-1940	5,80	-
1941-1950	0,78	-
1951-1960	0,62	1,18
1961-1970	0,42	0,58
1971-1980	0,27	0,28
1981-1990	0,11	0,17
1991-2000	0,26	0,31
2001-2010	0,23	0,29

Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Por ello, pese al disímil ritmo de crecimiento de la economía en algunos años y a la diversidad de políticas macroeconómicas que se siguieron, la característica distintiva del período que se inicia en 1973 es la aparición y consolidación de un proceso que elevó la tasa de crecimiento de los precios, en promedio, a niveles superiores al 20 % anual. Por lo demás, durante el lapso que va de 1973 a 1991, solo en 1983 la tasa de inflación bajó del 17 % anual, situación que contrasta con lo sucedido en los cincuenta años transcurridos entre 1923 y 1972, cuando únicamente en cuatro años la inflación anual superó ese nivel y la inflación promedio fue ligeramente superior al 7 % anual.

2.4 Indexación

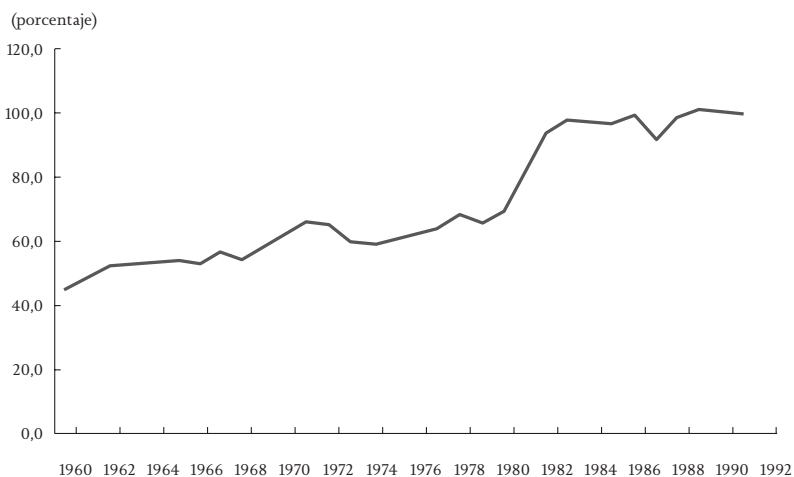
Un factor que contribuyó a que la inflación se mantuviera estable y en niveles altos para los estándares colombianos, sin que se presentaran severos disturbios sociales¹³³, fue el proceso de relativa indexación presentado a lo largo de las tres décadas analizadas en este trabajo. En efecto, sin que los precios nominales más relevantes de la economía se ajustaran de manera plena con el índice de inflación, pues no hubo reglas preestablecidas y únicas para variar los salarios, los beneficios pensionales, los impuestos, las tasas de interés o la de cambio, es claro que ninguna de esas variables se mantuvo nominalmente fija durante períodos prolongados.

¹³³ Con excepción de lo acontecido en septiembre de 1977, cuando un paro provocado por el malestar social llevó a disturbios que causaron la muerte de varios manifestantes en Bogotá.

Así las cosas, se puede afirmar la existencia de una indexación moderada que incluyó los salarios, otros beneficios laborales, los precios de los servicios públicos, los arrendamientos, el costo de la educación y el precio de la gasolina, entre otros. Como en especial el salario mínimo y el precio de la gasolina se ajustaban al inicio de cada año, con ello se producían alzas sucesivas en otros precios que posibilitaban y perpetuaban el proceso de indexación de los mismos.

En relación con los salarios, el Gráfico 7 muestra su continuo aumento en términos reales, incluso en 1977, año de mayor inflación durante el período. Ello indica que la inflación no afectó el nivel de ingresos de los asalariados y en esa medida no se convirtió en causa de inconformismos sociales.

Gráfico 7
Índice de salarios reales



Fuente: elaboración de los autores con base en Echavarría y Villamizar (2007).

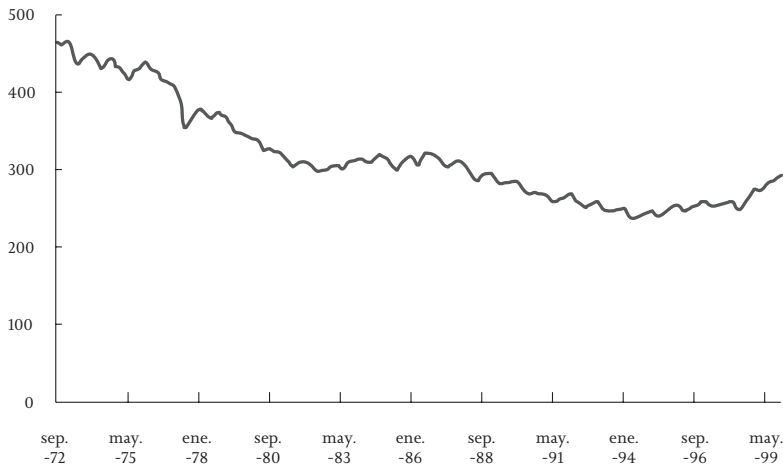
El Gráfico 8 muestra el valor real de la UPAC¹³⁴, que por contraste con el aumento del salario real muestra una caída constante desde la creación del sistema de valor constante en 1972. Este hecho es notable, pues en el imaginario

¹³⁴ Para lo cual su valor nominal fue deflactado con el IPC base 2008.

colectivo se suele culpar a la UPAC de haber producido la indexación en la economía, lo cual dejó de ser cierto a partir de 1974, cuando su valor nominal dejó de ajustarse plenamente con la variación del IPC.

El crecimiento del salario real y la disminución en términos reales de la UPAC tendieron a estabilizar la capacidad de pago de los deudores hipotecarios que se endeudaban bajo esa modalidad, hechos que, unidos a la estabilidad en el precio real de las viviendas que garantizaban sus obligaciones, hicieron que el sistema UPAC no presentara notorias dificultades en el período de estudio.

Gráfico 8
UPAC deflactado



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

3. Los pilares de la política cambiaria, monetaria y crediticia

3.1 El régimen cambiario

Cuando la Junta Monetaria inició sus funciones, a finales de 1963, Colombia manejaba su sector externo mediante un sistema administrado, que suponía la existencia de tasas de cambio diferenciales para distintos tipos de exportaciones y, de igual manera, disímiles precios de las divisas para las importaciones, según la prioridad que la política económica le asignaba a

las distintas categorías en las cuales ellas se clasificaban. También era disímil la tasa de cambio aplicable a los flujos de capitales.

Manejo institucional que se complementaba con disposiciones diferenciales sobre las listas de permitida importación y con regulaciones sobre los depósitos previos que los importadores debían hacer en el Banco de la República para poder efectuarlas. Todo ello con la intención de regular la demanda por divisas en los mercados que establecían las regulaciones¹³⁵.

Este esquema cambiario tenía como trasfondo la elevada significación del café en las exportaciones del país, la variabilidad de sus precios externos, la precariedad de la balanza cambiaria y el grado de acumulación o desacumulación de las reservas internacionales (Anexo 3).

Bajo el referido esquema de manejo cambiario, en medio de una intensa discusión pública sobre el nivel del tipo de cambio que duró casi tres meses, la Junta Directiva del Banco de la República, en noviembre de 1962, devaluó la cotización nominal del certificado de cambio para la venta, de \$6,70 a \$9,00 por dólar, mientras que su precio de compra fue elevado de \$6,50 a \$7,10 por dólar. Además se mantuvo un mercado libre cuya cotización al momento de adoptar esa decisión, transaba las operaciones a \$10,00 por dólar¹³⁶.

En 1964 se prohibió la negociación de divisas en el mercado libre –Resolución 46 de la Junta Monetaria– y una nueva devaluación del certificado para la compra de las divisas tuvo lugar en marzo y junio de 1965, cuando se expedieron las resoluciones 8 y 33, respectivamente, de la Junta Monetaria.

Modificaciones adicionales se establecieron a mediados de 1965 para fijar el precio de las divisas provenientes de las exportaciones distintas al café mediante una disposición del ejecutivo¹³⁷, que estableció que el Banco de la República adquiriría las divisas provenientes de las exportaciones menores no al precio del mercado libre sino al que estableciera la Junta Monetaria.

Mediante la Resolución 20 de 1965 se ejerció esa facultad y estableció un precio de \$13,50 por dólar para las divisas provenientes de esas exportaciones, lo cual podría interpretarse como una revaluación, pues la cotización en el mercado libre era superior.

¹³⁵ Para señalar la discrecionalidad con que se manejaban las listas de importación, Wiesner señaló: “A partir de noviembre de 1962 es cuando más difícil se hace seguir la evolución de la devaluación, pues se intensifica la práctica de pasar mercancías de un mercado a otro y de una tasa de cambio a otra, sin oficialmente variar el tipo de cambio” (Wiesner, 1978, p. 165).

¹³⁶ En “Devaluación” (Vélez, 1963) contiene una detallada documentación sobre ese proceso de devaluación, sus actores y las posiciones que se debatieron.

¹³⁷ Decreto 1709 (Wiesner, 1978, p. 169).

Pero además, en 1965 se eliminó el remate de los certificados de cambio¹³⁸ y se establecieron dos mercados de divisas. El primero, que era el preferencial, se nutría de los reintegros provenientes de las exportaciones de café y aquellas cuyo contenido de materia prima importada fuera superior al 50 %, y los destinaría al pago de las importaciones consideradas esenciales. El segundo mercado se nutría de las exportaciones distintas al café y de aquellas que agregaban mayor valor nacional al utilizar menos del 50 % de importaciones; en él se pagarían las importaciones no esenciales y las demás obligaciones externas.

A fines de noviembre de 1966, mediante una disposición del poder ejecutivo¹³⁹ se suspendió el mercado libre de oro y divisas y se dispuso que solo el Banco de la República podía adquirir y vender esos valores. Haciendo uso de las facultades establecidas en el Decreto 2867 la Junta Monetaria expidió las resoluciones 48 y 49 de 1966, las cuales reglamentaron las pautas que deberían seguirse para elaborar los presupuestos de divisas con cargo a los cuales se manejarían el mercado de capitales y el de certificado de cambio.

Esta apretada síntesis sobre el manejo cambiario en el período 1962-1967, de la cual escapan, como es natural, muchos casos particulares y disposiciones específicas¹⁴⁰, subraya el manejo de cambios que imperó en Colombia en ese período; dicho manejo puede caracterizarse por los siguientes rasgos básicos:

- La preocupación de las autoridades por los efectos inflacionarios de la devaluación, y por ende, su decisión de establecer tipos de cambio preferenciales para las llamadas importaciones esenciales
- La necesidad de regular las importaciones, más allá de la política de tasa de cambio, a través de controles cuantitativos, en el intento por evitar que se presentara aguda escasez de divisas y pérdidas de reservas internacionales
- La conciencia de que era inconveniente mantener un régimen de cambio múltiple, pero en la práctica la imposibilidad de unificarlo dadas las dificultades que suponían el manejo de los impactos redistributivos y las presiones inflacionarias
- La falta de un esquema integral de política económica, como se pone de manifiesto en el incesante intento por modificar la tasa de cambio

¹³⁸ Decreto 2322, de septiembre, sobre el cual Eduardo Arias Robledo da una explicación detallada en el Informe de 1965 (pp. 46-47).

¹³⁹ Decreto 2867 del 29 de noviembre.

¹⁴⁰ Las cuales están contenidas en Wiesner (1978).

- El escaso control sobre la masa monetaria, ya que al decir de Gómez (1978),
en la crisis gestada en 1962 y 1963, que se desencadenó entre 1964 y 1965, la indisciplina monetaria fue general: déficit fiscal, financiamiento interno y externo a la Federación Nacional de Cafeteros, inoperancia de los encajes marginales establecidos para los bancos y múltiples líneas de créditos y redescuentos para ellos. (p. 229)
- La corta vigencia de las medidas cambiarias que se dejan comentadas

Pero, sin duda, el hecho distintivo del período es la confianza que, pese a las dificultades y sobresaltos que se hubo de afrontar, la dirigencia colombiana mantuvo en el control de cambios como mecanismo para regular el sector externo de la economía aun en los momentos de agudas crisis.

Una de esas crisis, producto del desequilibrio estructural en la balanza de pagos, se presentó con particular intensidad a fines de 1966, cuando las reservas internacionales netas del Banco de la República llegaron a ser negativas¹⁴¹; ello, sin considerar los compromisos internacionales de la nación, las entidades territoriales y los particulares, en especial de la Federación Nacional de Cafeteros.

En medio de esas dificultades el Gobierno nacional desestimó las recomendaciones del FMI, que eran avaladas por la Agencia Internacional para el Desarrollo (AID) y la embajada estadounidense, para que se decretara una nueva devaluación del tipo de cambio, se adoptaran medidas que garantizaran un adecuado nivel de reservas internacionales y se estableciera un compromiso de mantener la disciplina monetaria, con miras a evitar incrementos excesivos en el nivel general de los precios internos.

Para explicar su posición el Gobierno nacional adujo tanto razones de tipo técnico¹⁴² como argumentos relativos a la soberanía del Gobierno para manejar la política económica, porque al decir del presidente de la República “el gobierno de la nación se nos confió a nosotros y no a los organismos internacionales” (Lleras, 1987, p. 4).

En medio de esa controversia se expidió el mencionado Decreto 2867 del 28 de noviembre de 1966, que suprimió el mercado libre de divisas, y se procedió a solicitar al Congreso de la República facultades extraordinarias y *pro*

¹⁴¹ Es decir, los activos internacionales en poder del Banco eran inferiores a sus obligaciones de corto plazo.

¹⁴² Referidas a su escepticismo sobre el efecto que la devaluación tendría en el equilibrio cambiario, sus implicaciones fiscales, sus efectos inflacionarios y, por ende, sobre la política de salarios.

tempore para que el poder ejecutivo pudiese legislar en materia cambiaria acorde con las circunstancias del momento.

Esas facultades fueron concedidas al tenor de la Ley 6 de 1967 y, con base en ella, se expidió el Decreto 444, el cual, con las leves modificaciones que supusieron los decretos 569 y 688 del mismo año, se convirtió en el pilar del régimen cambiario que rigió en el país desde entonces y hasta mediados de 1991.

El régimen cambiario así establecido implicó importantes cambios respecto a las prácticas del pasado reciente, por cuanto supuso:

- Establecer una tasa nominal flexible, cuya variación frecuente hizo posible evitar que existiera un cambio nominal fijo durante períodos prolongados, con la consecuente devaluación abrupta de este y los debates sobre su modificación
- El control de cambios que establecía limitaciones al uso de los ingresos provenientes de las exportaciones y sobre los pagos de bienes y servicios comprados al exterior
- La búsqueda de unificar el tipo de cambio, con los saludables efectos que eso conllevó para la asignación de los recursos y la certidumbre en las transacciones cambiarias
- La búsqueda expresa de diversificar las exportaciones, mediante la creación de un fondo para su promoción y estímulos no cambiarios de diverso orden
- La concentración de las reservas internacionales en el Banco de la República, que por lo tanto quedó en capacidad de conocer su evolución y los factores que la determinarían, ya que se estableció, como se dijo, un control sobre la demanda de importaciones vía su registro obligatorio para perfeccionarlas
- La eliminación de las controversias periódicas sobre la devaluación nominal; y, una manera más integral de entender el manejo cambiario

3.2 Evolución de la tasa de cambio real

Con el nuevo régimen cambiario la unificación de la tasa de cambio se alcanzó en junio de 1968, cuando la tasa se cotizó a COP 16,30 por dólar, que era la cotización existente en el mercado de capitales. Ello supuso que la devaluación

nominal de 1967 fuese la más alta del período 1967-1977, como se observa en el Cuadro 6.

Cuadro 6
Ritmo de devaluación del certificado de cambio, 1967-1977

Año	Porcentaje
1967	16,7
1968	7,1
1969	5,7
1970	7,0
1971	9,5
1972	9,0
1973	8,8
1974	15,0
1975	15,0
1976	10,0
1977	4,5

Fuente: Wiesner (1978).

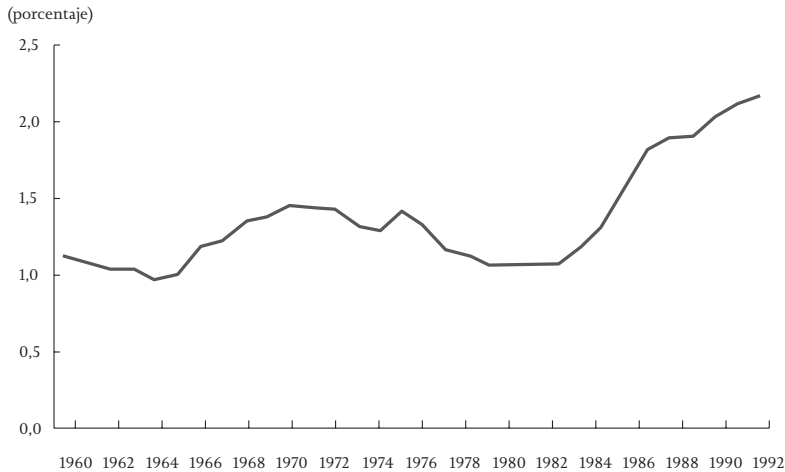
De estas cifras se deduce que el ritmo de devaluación nominal fue muy heterogéneo, aun cuando posibilitó una devaluación de la tasa de cambio real, como se observa en el Gráfico 9, donde se aprecia que ese ritmo de incremento no fue continuo, pues en 1974 se presentó una caída en el indicador.

Sin embargo, en el período 1967-1975 lo destacable fue la ausencia de modificaciones apreciables en el régimen cambiario y la inexistencia de traumas en los pagos al exterior, como se observa en el saldo de las reservas internacionales del Anexo 3.

A mediados de 1975, en razón de un fenómeno climático que redujo en Brasil la oferta de café, los precios internacionales del grano empezaron a subir de manera significativa y con ello la oferta de divisas en la economía nacional. Enfrentadas a esa situación las autoridades cambiarias optaron por mantener el régimen establecido en el Decreto 444 de 1967 y, por consiguiente, se decidió que el Banco de la República adquiriría el exceso de oferta de divisas. El mantenimiento del régimen cambiario elevó las reservas internacionales y dio lugar a rápidas expansiones de la oferta monetaria y a presiones inflacionarias adicionales a las que se venían presentando desde 1973.

Esa decisión afectó el ritmo de la devaluación nominal, que junto con la mayor inflación condujo después de 1976 a una pronunciada caída en el índice de tasa de cambio real hasta mediados de los años ochenta (Gráfico 9).

Gráfico 9
Índice de tasa de cambio real



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Las favorables condiciones externas que implicó el alza en los precios del café se prolongaron hasta 1979, cuando se acumularon reservas internacionales. Obedeció ese fenómeno a que en ese año los precios del café se recuperaron en el segundo semestre y hubo un notorio incremento en las cantidades exportadas, fenómeno que se vio complementado con un crecimiento anual del 47% en las exportaciones menores y con un superávit en la cuenta de capitales, explicado en partes iguales por el endeudamiento externo del Gobierno y el del sector privado¹⁴³.

Esos factores, al tiempo que presionaban la emisión monetaria y el nivel de precios internos, llevaron a que la política de modificación de la tasa de cambio nominal se hiciera lenta, con lo cual se profundizó la caída en la tasa de cambio real que había empezado a finales de los años setenta.

A partir de 1981 la cuenta corriente se volvió deficitaria en cuantías significativas, tanto por el balance del comercio de bienes como debido a los pagos netos por concepto de servicios. Esto, unido a las dificultades que presentó el financiamiento externo y los movimientos de capitales, como consecuencia

¹⁴³ Rafael Gama (1983), Informe de 1979, pp. 133-136.

de la crisis de la deuda en América Latina, provocó una dramática reducción de las reservas internacionales, que cayeron de USD 5.630 millones en 1981 a USD 1.796 millones a fines de 1984¹⁴⁴.

El manejo de la tasa de cambio nominal fue al inicio bastante moderado, pero a partir de 1984, y en especial en 1985, se decidió devaluar el peso y por ende se produjo una elevación en la tasa de cambio real que se prolongó hasta finales de los años noventa.

Al alza de los precios del café en 1985 siguieron fuertes caídas en 1987, lo que hizo presagiar dificultades cambiarias; sin embargo, en dicho año se presentó el inicio del auge de las exportaciones de hidrocarburos, carbón y oro, que con el aumento de las exportaciones menores y las transferencias evitaron esas dificultades.

En 1989 se rompió el pacto de cuotas del café, el cual rigió durante casi medio siglo, y con ello se produjo una caída notoria en los precios del grano y en el valor de sus exportaciones, sin que ello afectara de modo notable la situación cambiaria por las condiciones favorables que en ese año tuvo el petróleo en los mercados internacionales y también porque se prosiguió la devaluación real.

A principios de los años noventa la política sobre comercio exterior estuvo encaminada a reorientar la economía nacional hacia los mercados externos y tuvo su manifestación más notoria con la expedición de la Ley 9 de 1990. Esta disposición, desarrollada mediante la Resolución 57 de 1991, de la Junta Monetaria, se convirtió en el nuevo régimen cambiario, el cual empezaría a ser aplicado por la nueva Junta Directiva del Banco de la República, instituida en virtud de lo establecido en los artículos 372 y 373 de la Constitución de 1991 como la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, con la misión expresa de velar por la capacidad adquisitiva de la moneda. Así, se acabaría la institucionalidad de la Junta Monetaria.

3.3 La política monetaria

A lo largo de la existencia de la Junta Monetaria, período en el cual se presentó un sostenido proceso inflacionario, como quedó reseñado en la sección 2.4, si bien no se establecieron metas cuantitativas para controlar la liquidez de la economía, sí existió conciencia de que controlar esa variable, en particular los medios de pago, era fundamental para estabilizar los precios y evitar un desbordamiento de la inflación.

¹⁴⁴ Francisco Ortega, Informe, 1986, p. 36.

Expresión clara de esa preocupación quedó consignada en el Informe de 1969; en él Eduardo Arias manifestó que la tasa de expansión óptima de los medios de pago debería ser cercana a la registrada en 1968, que fue del 14,8 %, “teniendo en cuenta el aumento del producto y del alza de los precios, además de alguna extensión de la utilización del dinero, es decir de la economía monetaria” (p. 176).

Como se ve, de modo implícito se postulaba una relación estrecha entre el crecimiento de los medios de pago y la expansión del PIB nominal, en especial si se tiene en cuenta que la tasa de inflación del período fue cercana al 7%.

Similar consideración hizo en 1972 uno de los asesores de la Junta Monetaria:

Del marco teórico que orienta la acción de la autoridad correspondiente, se desprenden las metas en materia de evolución de las variables monetarias, las cuales se concretan en decisiones como la de escoger un crecimiento de la oferta de dinero compatible con los propósitos de estabilidad. Por ejemplo, para períodos en que el aumento del ingreso real ha sido del 7% y la tasa de inflación tolerable se ha calculado alrededor de la histórica, entre 8 % y 10 %, la expansión deseada de los medios de pago se ha fijado entre 15 % y 18 %. (Ortega, 1976, p. 195)

Se daba importancia a los factores monetarios para controlar la inflación porque, si bien se creía que ella estaba determinada parcialmente por factores de oferta, por lo general se estimó que sobre el fenómeno gravitaban con especial fuerza los factores de demanda.

Fue con relación a los factores de oferta preponderante que, durante años, el análisis de los informes anuales del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva dieran especial peso a la variación del costo de los alimentos para explicar el alza en el índice general de precios. Así, para dar cuenta de la inflación en el quinquenio 1971-1975, en el Informe de este último año Germán Botero de los Ríos indicó:

Las variaciones de precios, según los cuatro grupos en que se desagrega el índice total, indican para el quinquenio comentado que las cotizaciones de los bienes alimenticios superan a las experimentadas por la vivienda, el vestuario y misceláneo, lo cual unido a su alta ponderación en la canasta familiar, 40 % para empleados y 50 % para obreros, determina que los precios de los alimentos sean el factor predominante de la variación del índice total. (p. 317)

Con variantes, ese tipo de análisis estuvo presente a lo largo de todo el período en estudio; así, por ejemplo, en 1988 Francisco Ortega anotó:

Durante el año comentado se acentuó la tendencia alcista de los precios, al alcanzar el índice al consumidor una variación anual de 28,1%, tasa superior en 4,1 puntos a la del año anterior. Como causa inmediata de dicha aceleración cabe citar los problemas de abastecimiento de alimentos, originados en factores climáticos, y cierta rigidez de oferta en algunos sectores de la economía. (p. 49)

Aunque allí mismo se anotó que “en una perspectiva de más largo plazo, es preciso reconocer también la incidencia del comportamiento monetario en los últimos lustros por cuanto, en alguna medida, ha tendido a validar algunas de las presiones alcistas (p. 49)”.

El examen de los informes y documentos de los asesores de la Junta Monetaria preparados por ellos con el propósito de examinar el presupuesto monetario de cada año muestra que el control al ritmo de expansión de la liquidez en la economía, y en particular de los medios de pago, fue constante, preocupación que se acentuaba cuando se juzgaba que el ritmo de crecimiento de la liquidez era excesivo, para lo cual se adoptaban medidas tendientes a evitar su desbordamiento.

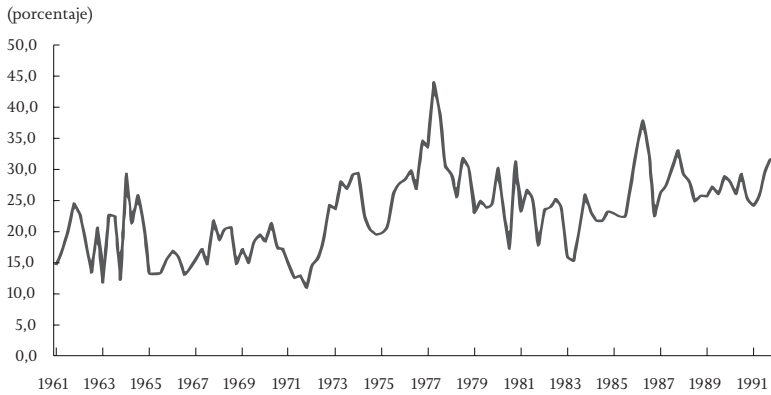
Se debe enfatizar, eso sí, que la meta implícita sobre el crecimiento de la liquidez en la economía se elevó a partir de 1972. Eso supuso un incremento de la ‘inflación tolerable’ y la aceptación de que bajarla a niveles de un dígito tendría costos en términos del crecimiento económico. Sin embargo, ello no fue óbice para reconocer que un desbordamiento del proceso inflacionario tendría costos intolerables.

Al examen de las decisiones sobre la política monetaria que se adoptaron durante el período se encamina esta sección, para lo cual se cuantifica la tasa de crecimiento de los medios de pago y sus determinantes, de acuerdo con la metodología explicada en el Anexo 4, que descompone ese crecimiento entre el correspondiente a la base monetaria y el correspondiente al multiplicador.

El Gráfico 10 muestra la tasa de crecimiento de los medios de pago; se observan niveles superiores al 20% anual, en especial a partir de 1970, con independencia del superávit o déficit en la cuenta corriente de cada año, que se puede considerar como el factor ‘exógeno’ a las decisiones de la Junta dado el régimen cambiario.

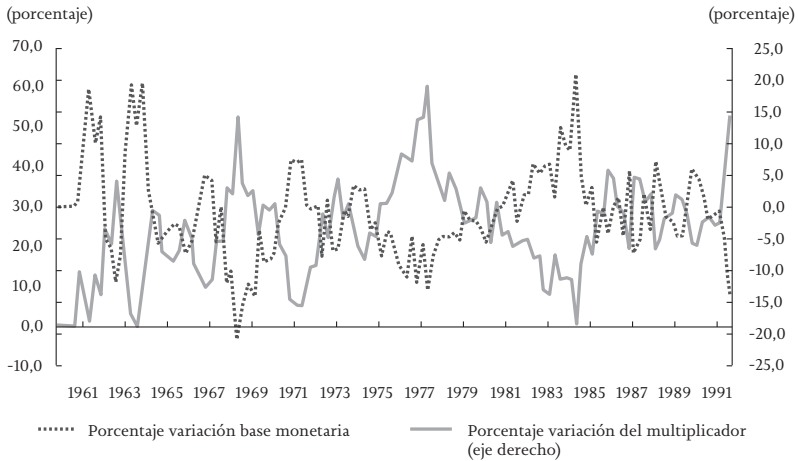
El Gráfico 11 ilustra la estrecha relación inversa que se presentó en el período entre la tasa de crecimiento de la base y la del multiplicador. Este es un primer indicio de que la Junta procuró moderar el impacto que la expansión primaria del dinero tenía sobre los medios de pagos, pues aun cuando es difícil establecer con precisión la relación de causalidad, es plausible suponer que ella iba de la base hacia el multiplicador y no al contrario, debido el menor control que se ejercía sobre la primera.

Gráfico 10
Crecimiento de los medios de pago



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Gráfico 11
Crecimiento de la base monetaria y del multiplicador



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

La mayor variabilidad de la base monetaria respecto a los medios de pago, que se infiere del Gráfico 11, obedeció a la falta de una meta explícita sobre su expansión y a la manera heterogénea como se comportaron sus determinantes; estos, de acuerdo con la metodología del Anexo 3, están constituidos por la financiación del déficit fiscal mediante el crédito del Banco de la República y el financiamiento externo¹⁴⁵; por el superávit o déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos deducido el endeudamiento externo del Gobierno¹⁴⁶; y, por el crédito interno neto del Banco de la República a los sectores no gubernamentales.

El Anexo 5 cuantifica la contribución porcentual de cada uno de sus tres determinantes al crecimiento de la base monetaria, cuantificación de la que es factible sacar las siguientes conclusiones:

- Solo en 1973 y 1975 los tres factores fueron al tiempo expansivos de la base monetaria y en ningún año produjeron simultáneamente su contracción; es decir, la política monetaria produjo efectos compensatorios entre los determinantes de la base monetaria, lo cual impidió un mayor crecimiento —o decrecimiento— del efectivamente observado
- La financiación monetaria del déficit fiscal fue una constante durante el período, pues produjo expansión de la base monetaria en veintitrés de los veintiocho años analizados. La excepción fueron los de la bonanza cafetera de los años setenta¹⁴⁷ y en 1990, constancia que sin embargo tiene matices, pues fue moderada entre 1966 y 1970, al igual que en algunos otros pocos años, y en especial elevada entre 1982 y 1984
- El resultado de la cuenta corriente ajustada produjo alta expansión entre 1976 y 1981, al igual que entre 1985 y 1990; por el contrario, esa variable contrajo la base monetaria entre 1982 y 1984 y tuvo efectos moderados en el resto del período
- El crédito interno del Banco de la República fue contraccionista en dieciocho de los veintiocho años del período de análisis y su signo fue contrario al de la cuenta corriente ajustada en veinte de ellos

¹⁴⁵ Que por brevedad llamaremos ‘financiación monetaria del déficit fiscal’.

¹⁴⁶ Que llamaremos ‘efecto de la cuenta corriente ajustada’.

¹⁴⁷ Específicamente en el período 1976-1979. En los dos últimos años de este período, si bien los precios del café habían bajado, comparados con el pico que tuvieron durante la bonanza, las cantidades exportadas del grano subieron de manera notoria.

El crédito interno neto del Banco de la República a los sectores no gubernamentales incluye el crédito neto a los bancos comerciales, a las entidades de fomento, al sector privado propiamente dicho y sus pasivos no monetarios, variable esta última cuyo principal componente lo constituyeron durante años los depósitos previos a las importaciones y desde mediados de los años ochenta la contracción monetaria que se hizo mediante las operaciones de mercado abierto, factores preponderantes que explican el efecto contraccionista del crédito interno neto.

La composición del crédito interno neto del Banco de la República supone que a su interior se produjeron, también, efectos compensatorios, pues como se explicará en la siguiente sección, hubo períodos en los que el crédito dirigido a ciertos sectores fue en especial expansivo y cuando este fue el caso se adoptaron medidas para compensar esa variación, medidas que también se adoptaban para moderar el crecimiento del multiplicador de la base monetaria, como se analiza a continuación.

De acuerdo con el Gráfico 12, el multiplicador tuvo una tendencia decreciente a lo largo del período en análisis, hecho que obedeció al alza del coeficiente de encaje, ya que la preferencia por efectivo no tuvo una tendencia con claridad discernible durante esos años (Anexo 6). Sin embargo, en 1988 la preferencia por efectivo creció a raíz de la expedición del Decreto 2503, de diciembre de 1987, el que a fin de reducir la evasión tributaria, determinó utilizar información de los intermediarios financieros sobre las cuentas corrientes y los depósitos de los particulares; ello desestimuló las cuentas corrientes como medio de pago y los cheques como el instrumento para transferir su propiedad, y aumentó la demanda de efectivo. La medida tuvo notorias implicaciones cuantitativas y causó graves traumas en el sistema de pago, frente a lo cual hubo que expedir el Decreto 634 de abril de 1988 para morigerar sus efectos (Informe, 1988, p. 50).

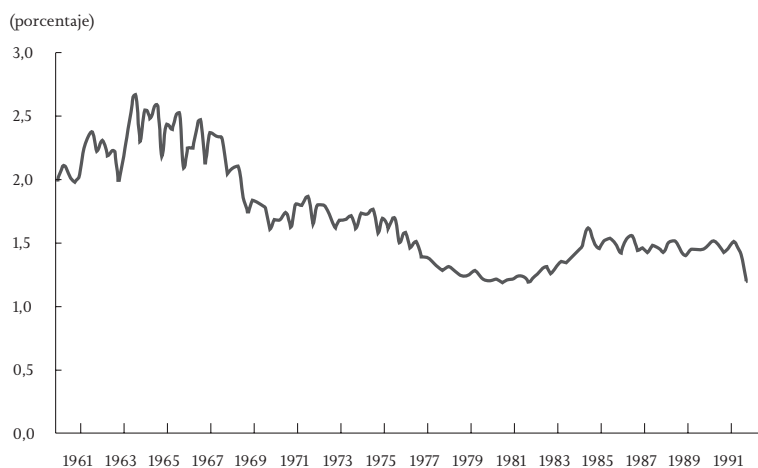
La política seguida con relación al coeficiente de encaje se caracterizó por: su elevación progresiva; la frecuencia con que se variaron las disposiciones; su valor diferencial según la naturaleza de los pasivos a que se aplicaba y, por consiguiente, su dispersión; y, la decisión expresa de utilizar el instrumento no solo como medio para regular la liquidez de la economía sino para la orientación del crédito.

En cuanto a su variación en los años sesenta, la frecuencia de las modificaciones anuales se consigna en el Cuadro 7.

Además entre 1971 y 1990 no hubo año en que no se tomaran decisiones sobre el encaje, bien para elevarlo o reducirlo; para establecer que parte de él podría ser invertida en determinados papeles financieros; para señalar que sería menor en cuanto se concedieran créditos a las actividades consideradas meritorias (Hernández y Tolosa, 2001); o, para reglamentar la fórmula como

se calcularía el requerido y las especies y monto en que se presentaría, incluso las penalidades por el incumplimiento del requisito.

Gráfico 12
Multiplicador de la base monetaria



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Cuadro 7
Frecuencia de la variación del coeficiente de encajes

Año	Frecuencia de la variación
1962	6
1963	4
1964	6
1965	1
1966	3
1967	4
1968	2
1969	1

Fuente: Informe, 1969, p. 113.

En ocasiones se estableció un encaje del 100% sobre los incrementos de depósitos a partir de una fecha establecida con el fin de imposibilitar la expansión secundaria¹⁴⁸, aun cuando fue usual que en ese evento, a los pocos meses de tomada la medida, se estableciera que algunos de los recursos así congelados podrían destinarse a determinadas inversiones o al otorgamiento de cierto tipo de créditos por los intermediarios financieros.

La complejidad del sistema de encajes hacia mediados de los años setenta se muestra en el Cuadro 8.

Cuadro 8
Tasas de encaje legal del sistema financiero

Instituciones	Inversiones del encaje - diciembre de 1976								
	1975 diciem- bre	1976 diciem- bre	Bonos del Fondo Finan- ciero In- dustrial (Res. 50/74)	Pagarés provi- vienda social. Insti- tuto de Crédito Territo- rial (Res. 50/74)	Opera- ciones especia- les de crédito (1) (Res. 50/74)	Cédu- las del Banco Central Hipote- cario	Títulos del Fondo Financie- ro de Obras Públicas	Total de inver- siones computa- bles	Encaje moneta- rio
I. Sistema bancario									
A) Encaje ordinario									
1. En moneda nacional									
a) Exigibilidades a la vista y antes de treinta días	36 (2)	43,5 (3)	—	1	1	—	—	2	41,5
b) Exigibilidades a más de treinta días	29	29	14 (4)	—	—	—	—	*	*
c) Exigibilidades a la vista y a término de establecimientos públicos	80	80	—	—	—	—	(5)	—	*
d) Depósitos de ahorro ordinarios	20	20	—	—	—	19,5 (6)	—	19,5	0,5
e) Depósitos de ahorro de establecimientos públicos	60 (7)	80	—	—	—	19,5	—	19,5	60,5
f) Sección fiduciaria	21	21	—	—	—	—	—	—	21
g) Certificados de depósito a término	10	10	—	—	—	—	—	—	10
h) Depósitos del Banco de la República (8)	5	—	—	—	—	—	—	—	—

¹⁴⁸ Ese fue el caso en 1975, 1977 y 1980.

Instituciones	1975 diciem- bre	1976 diciem- bre	Inversiones del encaje - diciembre de 1976					Total de inver- siones compu- tables	Encaje moneta- rio
			Bonos del Fondo Finan- ciero Indus- trial (Res. 50/74)	Pagarés provi- vienda social. Insti- tuto de Crédito Terri- torial (Res. 50/74)	Opera- ciones especia- les de crédito (1) (Res. 50/74)	Cédulas del Banco Central Hipote- cario	Títulos del Fondo Finan- ciero de Obras Públi- cas		
i) Depósitos del Banco de la República en moneda extranjera	(9)	(9)	—	—	—	—	—	—	—
j) Exigibilidades en moneda extranjera antes y después de treinta días reducidas a moneda nacional (Res. 66/76)	—	6 (10)	—	—	—	—	—	—	6
2. En moneda extranjera									
Exigibilidades a la vista y a término en moneda extranjera (Res. 21/67 y 58/76)									
a) Con autorización de la Junta Monetaria	30	20	—	—	—	—	—	—	20
b) No autorizadas por la Junta Monetaria	100	100	—	—	—	—	—	—	100
B) Encaje marginal en moneda nacional									
1. Depósitos exigibles antes y después de treinta días	100 (11)	—	—	—	—	—	—	—	—
2. Certificados de depósito a término	100 (11)	—	—	—	—	—	—	—	—
3. Depósitos de ahorro	100 (11)	—	—	—	—	—	—	—	—
II. Banco Central Hipotecario (12)									
1. Exigibilidades antes de treinta días	25	25	—	—	—	—	—	—	25
2. Exigibilidades a más de treinta días y depósitos a término	5	5	—	—	—	—	—	—	5
3. Sección fiduciaria:									
a) Para cédulas sorteadas y vencidas e intereses de las mismas	100	100	—	—	—	—	—	—	100
b) Acreedores varios	25	25	—	—	—	—	—	—	25
c) Administración de fincas	5	5	—	—	—	—	—	—	5
d) Cédulas de capitalización	3	3	—	—	—	—	—	—	3
III. Corporaciones de ahorro y vivienda (13)									
1. Depósitos en UPAC y ordinarios	15	15	—	—	—	—	—	—	—
2. Certificados	10	10	—	—	—	—	—	—	—

Instituciones	Inversiones del encaje - diciembre de 1976								
	1975 diciem- bre	1976 diciem- bre	Bonos del Fondo Finan- ciero In- dustrial (Res. 50/74)	Pagarés provi- vienda social. Insti- tuto de Crédito Territo- rial (Res. 50/74)	Opera- ciones especia- les de crédito (1) (Res. 50/74)	Cédu- las del Banco Central Hipote- cario	Títulos del Fondo Financie- ro de Obras Públicas	Total de inver- siones computa- bles	Encaje moneta- rio

IV. Corporaciones financieras

A) Encaje ordinario

1. Exigibilidades a la vista y a término de establecimientos públicos	80	80	—	—	—	—	—	—	80
2. Exigibilidades en moneda extranjera antes y después de treinta días reducidas a moneda nacional (Res. 66 y 67/76)	—	6 (10)	—	—	—	—	—	—	6

* Difiere para cada banco.

(1) Para financiar capital de trabajo de empresas dedicadas a la producción de bienes de exportación. (2) Para los primeros COP 50 millones de exigibilidades el encaje es de 18%. (3) Para los primeros COP 100 millones de exigibilidades el encaje es de 18%. (4) Se computa solamente sobre los depósitos a término. (5) Las inversiones en títulos del Fondo de Contratistas de Obras Públicas que poseían los bancos en 14 de agosto de 1974, son computables hasta su vencimiento final. (6) El Banco Popular hace esta inversión en bonos de vivienda y ahorro del Instituto de Crédito Territorial. (7) La Resolución 56 de 1975 dispuso un reajuste mensual de veinte puntos a partir del 1° de noviembre; al finalizar 1975 se llegó a 60%. (8) Se refiere a los depósitos constituidos por el Banco de la República según la Resolución 59/74, para compensar el retiro de los depósitos de establecimientos públicos. (9) La Resolución 8 de 1975 fijó este encaje en COP 15 por dólar depositado; la Resolución 54/76 lo redujo a COP 5. (10) Se aplicarán así: tres puntos a partir del 15 de noviembre y tres a partir del 15 de diciembre. (11) Para incrementos de saldos presentados en 29 de noviembre de 1975. (12) El 50% de este encaje puede ser mantenido en bancos del país. (13) El encaje para estas instituciones debe ser invertido en títulos de valor constante emitidos por el FAVI, con excepción del 40% del encaje sobre depósitos ordinarios que debe mantenerse en depósitos sin interés.

Fuente: Informe 1976, pp. 192-193.

Un cuadro similar a este se presentó en los informes de 1974 (p. 135) y 1975 (p. 197), con el propósito de informar sobre las normas de encaje vigente en cada período.

Asimismo, en ocasiones se estableció que para cubrir los defectos de encaje los intermediarios financieros que se encontrasen en esa situación podrían acudir a créditos en el Banco de la República y de esa manera aumentar las reservas presentadas, lo cual también inutilizaba al encaje como instrumento de control, pues así se hacía nugatoria la medida.

La política de encaje de ese modo establecida hacía imposible conocer cuál sería la demanda por reservas bancarias, puesto que ella vino a depender de la composición de los depósitos sujetos a encajes, de la manera como los depositantes decidían mantener sus depósitos en diversos intermediarios ya que

el coeficiente de encajes era diferencial según el tamaño de los bancos, y de la composición del activo de los intermediarios financieros, debido a que, como se ha señalado, algunas operaciones crediticias disminuían automáticamente los requisitos de encajes.

Todos esos factores obstaculizaban a corto plazo la política monetaria, pero, aun así, no existe duda del efecto estabilizador que sobre la tasa de crecimiento en los medios de pago ejercieron los encajes (Gráfico 11). Los períodos de alta expansión monetaria están asociados con valores bajos del multiplicador, mientras que multiplicadores altos se observan en períodos en los cuales se reduce el crecimiento de la base monetaria.

3.4 Política de crédito dirigido

Con la reforma introducida en 1951, quedó instituido en Colombia que el crédito del Banco de la República a los bancos, y progresivamente a otros intermediarios financieros, no tendría como primera finalidad cubrir sus necesidades transitorias de liquidez debido a bajas en sus depósitos, sino servirles como fuente permanente de financiación de sus operaciones, ello a condición de que destinasen esos recursos a financiar los sectores que la política económica juzgaba prioritarios.

Es cierto que con anterioridad a 1951 se tomaron decisiones para direccionar el crédito al crearse como entidades de naturaleza pública la Caja de Crédito Agrario (Caja Agraria), el Banco Central Hipotecario (BCH), el Instituto de Crédito Territorial (ICT) y el Instituto de Fomento Industrial (IFI). También lo es que en 1948 se obligó a los bancos a suscribir el 5 % de sus depósitos a la vista en bonos de la Caja Agraria y en 1949 se determinó que era obligación de las cajas de ahorro invertir el 30 % del valor de sus depósitos en cédulas del BCH (Urdinola, 1976).

Mediante esas decisiones se buscó canalizar recursos financieros hacia determinadas finalidades; sin embargo, ellas no implicaron otorgar crédito del Banco de la República para esos propósitos. Ese principio se quebró cuando, a través de los decretos 384 y 756 de 1951, quedó establecido que el Banco de la República, además de emisor del dinero y prestamista de última instancia, sería una institución que destinaría recursos para apoyar determinadas actividades productivas.

La justificación de esa política radicó en que el crédito destinado por el Banco de la República a las actividades consideradas prioritarias incrementaría la oferta de bienes y repercutiría de manera favorable sobre el empleo y la balanza de pagos si con esas operaciones se promovía la sustitución de importaciones o la promoción de las exportaciones, argumentos a los que se agregó,

al inicio, que si el crédito así direccionado se hacía a corto plazo con destino a la producción de alimentos tendría menores efectos inflacionarios¹⁴⁹.

Este raciocinio con el correr de los años varió para señalar que el crédito dirigido debería tener como una de sus finalidades conceder operaciones a largo plazo, las cuales no estaban dispuestos a realizar los intermediarios financieros por temor al desfase que podría presentarse entre ellas y sus captaciones de recursos, que eran a la vista o a muy corto plazo.

Según esas premisas, en Colombia, con especial intensidad a partir de los años sesenta, se desarrolló una política que incluyó el suministro de crédito del Banco de la República a:

- Los bancos comerciales y las corporaciones financieras, con fines de fomento económico.
- Las entidades especializadas, que incluían los fondos ganaderos, el Instituto Nacional de Financiamiento y Desarrollo Cooperativo (Financiacoop), el Fondo Nacional del Café, el BCH y la Caja Agraria.
- Los fondos de fomento económico, que fueron: el Fondo de Inversiones Privadas (FIP), el Fondo Financiero Agrario (FFA), el Fondo Financiero Agropecuario (FFAP), el Fondo Financiero Industrial (FFI), el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) y el Fondo de Capitalización Empresarial (FCE).
- Los fondos cuasifiscales, que fueron el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (FFDU), el Fondo de Desarrollo Eléctrico (FDE) y el Fondo de Monedas Extranjeras (Fodex).

Además de esos fondos, aun cuando por razones distintas a la orientación del crédito, también utilizaron crédito del Banco de la República el FAVI y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin).

Los recursos otorgados directamente por el Banco de la República a los bancos y las corporaciones financieras con fines de fomento económico fueron

¹⁴⁹ Ejemplos de este tipo de raciocinios son los siguientes: “La enorme ventaja del sistema [del Fondo Financiero Agrario - FFA] [...] fue que permitió una estricta planeación agrícola, de gran impacto en el desarrollo del país, sin efectos inflacionarios; muy por el contrario, se estimuló la producción agrícola de corto plazo, clave de cualquier programa antiinflacionario” (Urdinola, 1976, p. 476). Por su parte, Gómez anotó al FFA: “Se destinarían los dineros congelados por el encaje marginal, y para evitar efectos inflacionarios, tales recursos se encauzarían hacia procesos productivos a corto plazo, especialmente de alimentos y de bienes agrícolas para la exportación” (Gómez, 1976, p. 489).

significativos hasta mediados de los años setenta, no obstante empezaron a descender luego de la reforma de 1974.

El crédito del Banco de la República a las entidades especializadas fue de escasa cuantía en términos absolutos en el caso de los fondos ganaderos y de Financiacoop, pero valioso para sus actividades por cuanto representaba una porción muy significativa de sus operaciones crediticias. Créditos que por lo demás el Banco de la República otorgaba en condiciones preferenciales; así, hasta 1982 el Banco otorgó los créditos a los fondos ganaderos al 5 % anual y a partir de la Resolución 10 de 1983 de la Junta Monetaria se pasó a cobrarles el 7 % anual (Junta Monetaria, acta 680).

La financiación al Fondo Nacional del Café se presentó en los años en que hubo dificultades para comprar la totalidad de la cosecha interna del grano, lo cual se dio en cuantías significativas hasta mediados de los años setenta.

En lo referente al BCH, el crédito que esta institución recibía del Banco de la República se vio menguado a medida que ganaron significación las CAV, como entidades canalizadoras de crédito hacia la construcción después de 1973. Otro tanto sucedió con la Caja Agraria, cuyo cupo de crédito se congeló a partir de 1974. Desde entonces, estas dos instituciones perdieron representatividad en el sistema financiero (Cuadro 1).

Esos cambios obedecieron, asimismo, a la dinámica que adquirieron los fondos financieros y a la preponderancia que en su manejo dio el Banco de la República. Esto último fue así porque, si bien en febrero de 1965 la Junta Monetaria encomendó a sus asesores la elaboración de un proyecto que contemplara la creación de un banco para el desarrollo económico, y a funcionarios del Banco de la República para que prepararan las bases que permitieran la fundación de un banco de comercio exterior, esas ideas no prosperaron.

La razón de ello obedeció a que:

[...] inicialmente se consideró apropiado que una nueva institución de carácter especial, fuera la encargada de manejar el sistema, ya que un organismo dedicado exclusivamente a este fin podría llevar a cabo con mayor éxito una política de crédito de fomento. En este sentido se pronunció explícitamente el 'Informe del Comité de los Nueve'. Sin embargo, debido a la necesidad de poner en marcha inmediata la ejecución de los programas, se acordó que fuera el Banco de la República la entidad encargada de administrar los fondos así constituidos. De esta manera el Banco con su experiencia en la canalización del crédito hacia actividades altamente productivas, se encargó de la organización y funcionamiento del FIP. (Arias, 1963, p. 89)

Por esas razones el Banco quedó a cargo de la administración de los fondos de fomento propiamente dichos, y de los que aquí se denominan fondos financieros cuasifiscales.

3.4.1 Fondos de fomento¹⁵⁰

El primero de los fondos que se creó fue el FIP, que surgió cuando se expidió la Resolución 11 de 1963 de la Junta Directiva del Banco de la República, en concordancia con una recomendación del Comité *ad hoc* de la Alianza para el Progreso y de una misión del BIRF (Arias, 1963).

El objeto específico del FIP fue contribuir a fortalecer la balanza de pagos mediante la sustitución de importaciones y el incremento de las exportaciones. Al inicio se privilegió la asignación de sus recursos crediticios a la primera de esas finalidades (Urdinola, 1976; Asociación Nacional de Instituciones Financieras [ANIF], 1975), pero luego se otorgaron mayores recursos con el objetivo de lograr el crecimiento de las exportaciones.

Los recursos iniciales del FIP provinieron de créditos externos concedidos al Banco de la República por el BID, el BIRF y el Gobierno de Holanda. Además, para el redescuento de operaciones en moneda extranjera se contó con líneas de crédito de la AID, el BID, el Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) y el BIRF. Además, el Banco de la República emitió para financiar sus operaciones, como se explica adelante.

Los propósitos del FIP de incrementar la producción nacional se complementaron cuando se buscó que a través de sus operaciones se presentara un desarrollo regional más equilibrado, para lo cual sus tasas de interés se establecieron de modo diferencial, según el número de habitantes de las ciudades donde estuvieran establecidas las empresas, lo que produjo poco efecto, pues el crédito se concentró en Bogotá, Medellín y Cali, y en menor medida en Barranquilla.

La segunda institución creada para direccionar el crédito a un sector específico fue el FFA, que se reguló mediante las resoluciones 23 de 1966 y 17 de 1968, de la Junta Monetaria. En esas disposiciones se determinó que el objetivo de este fondo sería financiar programas destinados al aumento de la producción agrícola a corto plazo, mediante la tecnificación de las actividades y la asistencia técnica. Tales programas debían ser aprobados por la Junta Monetaria y tendrían como plazo máximo un año.

¹⁵⁰ Un examen detallado sobre la organización inicial de los fondos, sus finalidades y operación, se encuentra en ANIF (1976), Gómez (1976), Urdinola (1976), Carrizosa (1979) y Gómez (1990).

Los recursos del FFA se nutrieron al comienzo, de los fondos del encaje marginal y más tarde, de una inversión forzosa que, en cuantía equivalente al 6 % del valor de su cartera, debían hacer los bancos comerciales en bonos de fomento agrario emitidos por el Banco de la República.

La Ley 5 de 1973 convirtió el FFA en el FFAP, para lo cual ordenó que los bancos comerciales debían invertir mínimo el 15 % y máximo el 25 % de sus colocaciones en títulos de fomento agropecuario, con cuyo producto el FFAP financiaría actividades agrícolas y pecuarias a corto, mediano y largo plazo. No obstante, “de los 12 o 13 cultivos financiados semestralmente desde 1967 solo cuatro absorbieron en promedio desde ese año el 88,3 % del crédito y el 84,5 % de las hectáreas cultivadas. Esos cultivos privilegiados han sido algodón, arroz, sorgo y maíz” (ANIF, 1975, p. 216).

En 1967, por medio del Decreto 444, se creó Proexpo, fondo al cual se destinó un impuesto equivalente al 1,5 % del valor CIF de las importaciones, recursos que se incrementaron en 1974 cuando, mediante el Decreto 2366, ese porcentaje se elevó al 5 %. Es decir, Proexpo tuvo una fuente de recursos de origen fiscal, no ligada a las inversiones forzosas o al crédito externo, aun cuando inicialmente hubo de ser financiado también por el Banco de la República porque el Gobierno no le transfirió esos recursos. Sus actividades iniciales comprendieron otorgar crédito y los gastos de promoción de las exportaciones, y al igual que el FFAP concentró su financiamiento en muy pocas actividades (ANIF, 1975).

La cuarta de las instituciones a través de las cuales se canalizó el crédito dirigido fue el FFI, creado por la Resolución 54 de 1968 de la Junta Monetaria para financiar los préstamos que otorgasen los bancos y las corporaciones financieras a la pequeña y mediana industria con destino al capital de trabajo o al pago de asistencia técnica, fin para el cual se determinó que sus recursos provendrían de la emisión y colocación de bonos por parte del Banco de la República. Los plazos serían de hasta tres años y, al igual que en el caso del FIP, se establecieron tasas de interés diferenciales según el tamaño de las ciudades en que estuvieran radicadas las empresas prestatarias.

Por último, en lo referente a los fondos de fomento, la Resolución 16 de 1983 de la Junta Monetaria creó el FCE con el propósito de fomentar la capitalización de las sociedades anónimas pertenecientes a los sectores manufacturero, agroindustrial, de la construcción o del comercio interno. Sus recursos provendrían de los títulos creados por la Resolución 39 de 1978 y serían beneficiarios de sus operaciones las personas naturales o jurídicas colombianas que comprasen nuevas emisiones de acciones, fuesen ellas nuevos accionistas o ya tuviesen esa condición.

3.4.2 Fondos cuasifiscales

Los que en este trabajo se llaman fondos cuasifiscales comprenden el FFDU, el FDE y el Fodex. Estas instituciones pueden considerarse de naturaleza cuasifiscal porque de una u otra manera tuvieron como finalidad financiar gasto público que ha debido fundarse con impuestos, ahorro privado, endeudamiento externo, o con crédito directo del Banco de la República.

El FFDU se creó mediante la Resolución 63 de 1968 de la Junta Monetaria con el objeto de financiar crédito a los gobiernos municipales que destinasen el producto de esas operaciones al desarrollo urbano, siempre que los proyectos así financiados dieran lugar a la recuperación de sus costos mediante contribuciones de valorización.

Al igual que en el caso del FFI, los recursos del FFDU provendrían de la emisión de bonos por parte del Banco de la República y sus operaciones tendrían como condiciones que las entidades municipales deudoras cumplieran con cierto límite en su endeudamiento y contasen con la aprobación de la Junta Directiva del Banco de la República y la Junta Monetaria. En lo referente a su plazo, el máximo sería de diez años. Las principales actividades financiadas serían la construcción de nuevas vías; la ampliación y pavimentación de las existentes; la adecuación de terrenos para parques recreacionales; y, la provisión de infraestructura sanitaria. Sus créditos se otorgaron, sobre todo, en Bogotá, Cali, Medellín y, en menor medida, Manizales. Las operaciones de este fondo fueron suspendidas en 1970 por falta de recursos y en 1974 se trasladó al BCH para que este asumiera su manejo.

El FDE, creado con el propósito de financiar el pago de la deuda externa del sector eléctrico (Carrizosa, 1979), fue financiado con recursos de la Resolución 12 de 1979 y crédito del Banco de la República. Los pasivos de este fondo fueron asumidos en noviembre de 1982 por el Gobierno nacional con los recursos de un crédito que le concedió el Banco de la República, al paso que sus activos fueron transferidos a la Financiera Eléctrica Nacional (FEN), creada para suministrarle créditos al sector eléctrico mediante la Ley 11 de 1982.

Finalmente, el Fodex se constituyó en 1986 por medio de un contrato celebrado entre el Gobierno nacional y el Banco de la República con el fin de asegurar el pago de la deuda externa de la nación o de la deuda externa garantizada por esta. Según ese contrato, el Fodex podría financiarse con recursos del Banco de la República, con cargo a la Cuenta Especial de Cambios, o con otros recursos que se juzgasen apropiados para ese fin (Ortega, Informe, 1986). Al inicio se utilizaron los excedentes cafeteros que generaron los buenos precios del café en 1985 y 1986, pero más adelante se recurrió a la emisión del Banco de la República para nutrirlo.

3.4.3 La operación de los fondos y sus implicaciones

Como se desprende de la anterior síntesis, los fondos pretendieron acelerar el crecimiento económico, generar más empleo, fortalecer la balanza de pagos del país, el desarrollo urbano, un más equilibrado desarrollo regional, y subsanar las dificultades financieras del sector público¹⁵¹. La evaluación de cuánto de ello se logró, escapa al propósito de este trabajo, porque el énfasis debe hacerse en la manera como su operación afectó el manejo de la política monetaria y los impactos que tuvieron en la distribución del ingreso.

Los fondos eran unas cuentas administradas por el Banco de la República que no otorgaban el crédito directamente a los usuarios finales, pues se estableció que los intermediarios financieros serían quienes asumirían ese riesgo al concederles las operaciones, las cuales podían redescontarse en el respectivo fondo.

Así las cosas, el intermediario financiero le cobraba al usuario final del préstamo la tasa de interés, y le pagaba al fondo por los recursos que este le redescantara, lo cual se conocía como la tasa de redescuento. La relación entre el monto de lo que prestaba el intermediario financiero y lo que redescataba cada fondo se conocía como el margen de redescuento. En esas circunstancias, a mayor diferencia entre la tasa de interés y la de redescuento, y a mayor margen de redescuento, más incentivo tenía el intermediario financiero para asumir el riesgo al concederles los créditos a los usuarios finales.

Como las tres variables (la tasa de interés, la tasa de redescuento y el margen de redescuento) estaban controladas, en el afán de orientar el crédito a los fines que se consideraban prioritarios estas podían ser utilizadas para tratar de incentivar unas operaciones más que otras¹⁵² y así ellas se variaron con profusión en el transcurso de los años.

Desde el punto de vista de la política monetaria las operaciones de redescuento creaban reservas bancarias, mientras que las amortizaciones de los intermediarios las reducían, de tal suerte que, con independencia del origen de los recursos, la operación diaria de los fondos afectaba el monto de la base monetaria. Además de ello, como las disponibilidades de los fondos —mediante las inversiones forzosas para el FFAP, los impuestos para Proexpo y los títulos emitidos por el Banco de la República para esas finalidades (FFI y FFU)— fueron, en muchas ocasiones, menores que el valor de sus redescuentos, el Banco de la República tuvo que emitir para financiar sus actividades.

¹⁵¹ Carrizosa (1979) presenta un resumen sobre los objetivos específicos de cada fondo.

¹⁵² Hernández (1975) dio cuenta de que hacia 1974 en el FFAP existían 71 actividades financieras y cerca de 35 tasas de rentabilidad diferentes en el sistema bancario.

Ese fenómeno fue constante durante los años setenta. Sin embargo, a partir de 1980 este hecho se revirtió y las disponibilidades de los fondos superaron el monto de los redescuentos, por lo que contribuyeron a reducir la emisión primaria de dinero (Cuadro 9).

Cuadro 9
Banco de la República, crédito neto a los fondos de fomento

Año	Crédito neto (millones de pesos)
1970	312,6
1971	1.678,6
1972	2.002,6
1973	2.985,5
1974	2.007,9
1975	2.548,0
1976	2.960,2
1977	4.325,8
1978	8.309,3
1979	6.536,1
1980	-628,1
1981	-6.661,8
1982	-7.290,5
1983	-16.211,3
1984	-2.422,3
1985	-3.813,2
1986	-12.478,3
1987	-10.676,4
1988	-6.412,0

Fuente: Gómez (1990, p. 693).

Ese cambio fue el resultado de las disposiciones consignadas en las resoluciones 39 de 1978 y 12 de 1979. Con la Resolución 39 la Junta Monetaria impuso por primera vez un encaje a las corporaciones financieras y les dio la posibilidad de que este estuviera representado en bonos emitidos por el Banco para financiar el crédito de fomento (disposición que se extendió un poco más tarde a los depósitos de ahorro y a término de los bancos comerciales y las compañías de financiamiento comercial). La Resolución 12, por su parte, posibilitó que el Banco de la República captara recursos del mercado a tasas de interés competitivas.

De este análisis se concluye que los fondos contribuían no solo al direccionamiento del crédito, sino que afectaban el nivel de la base monetaria, tanto por los efectos netos que sobre la emisión primaria del Banco tenía la diferencia entre sus disponibilidades y el valor de sus redescuentos, como por su operación diaria al otorgar y recibir el pago de sus créditos.

Aspecto de especial relevancia para entender la manera como operaban los fondos es cuantificar la diferencia entre la tasa de interés de mercado prevaleciente en cada momento, y la que cobraban los bancos por el crédito de fomento. El Anexo 7 muestra unos indicadores a este respecto.

Se debe advertir, eso sí, como se hace en la nota metodológica que explica de qué manera se obtuvieron los datos de dicho anexo, que la información disponible no permite medir con total precisión el fenómeno. No obstante, como se puede apreciar en esa información, todo indica que los subsidios fueron muy cuantiosos, pues en muchas ocasiones superaron el 20% anual del valor del préstamo.

Con ello las cifras dan validez al argumento de que los fondos, al otorgar los subsidios, fueron el instrumento utilizado para aminorar el efecto de la inflación en alguno de los sectores productivos.

Los efectos redistributivos de la inflación pueden dividirse entre los que afectan el flujo de los ingresos y aquellos que afectan el stock de la riqueza de los agentes económicos. Los primeros están referidos principalmente al efecto de la inflación sobre los salarios y las demás rentas laborales; los segundos miden el impacto que sobre el valor de los activos tiene el hecho de que ellos no eleven su valor nominal al mismo ritmo de la inflación. Como quedó dicho, la indexación parcial de los salarios y de muchos otros precios hizo que la inflación no tuviera efectos redistributivos importantes sobre el flujo de ingresos, pero ese no fue el caso en los activos líquidos —efectivo y cuentas corrientes— sobre los cuales no se reconocían rendimientos financieros.

La desvalorización de los activos líquidos —que en la literatura económica se conoce como impuesto por inflación— demerita la riqueza de quienes los mantienen, en beneficio del Banco Central que emite el dinero primario, y de los bancos de depósito, que son los deudores de las cuentas corrientes.

Fácil es demostrar que la distribución del impuesto por inflación entre el Banco Central y los bancos de depósito depende del valor del multiplicador (Hernández, 1980), ya que dada la preferencia por efectivo un alza en los encajes disminuye la expansión de las cuentas corrientes. Por lo tanto, la política de crédito dirigido, que se hacía aumentando los encajes, que luego se reducían cuando el crédito estaba destinado a ciertos sectores, era de mutua conveniencia para los bancos y sectores a los que estaba dirigido el crédito preferencial.

El subsidio a los deudores del crédito de fomento era, por su parte, una manera de quitarles una porción del impuesto por inflación a los bancos de depósito para trasladársela a esos deudores. El crédito dirigido supuso entonces una pugna distributiva entre el sector financiero y los sectores considerados prioritarios, pugna que se fue resolviendo con el alza en las tasas de interés a medida que la inflación alcanzó niveles superiores al 20% y que los bancos vieron disminuir de manera relativa las cuentas corrientes como fuente de financiamiento de las operaciones crediticias.

4. Manejo circunstancial de la política

En la literatura económica sobre reglas y discrecionalidad, las reglas son mecanismos que restringen el poder de la autoridad para escoger la política a seguir o para tomar decisiones y por consiguiente, limitan sus actuaciones, mientras que la discrecionalidad se entiende como el poder de la autoridad para actuar de acuerdo a su juicio y voluntad (Dwyer, 1993). La discusión sobre la conveniencia de uno u otro sistema para dirigir la política económica en general, y la monetaria en particular, es interminable porque está referida tanto a consideraciones políticas como de eficiencia.

En la Colombia de los años sesenta y en las dos décadas siguientes, ese debate teórico no permeó las decisiones de la Junta Monetaria por los amplios poderes con que ella fue investida para manejar la política monetaria, cambiaria y crediticia, y por los múltiples objetivos que, con distinto énfasis, siguió esa autoridad, los cuales incluyeron:

- Mantener un nivel de reservas internacionales que hiciera posible el cumplimiento de las obligaciones externas del país
- Financiar el déficit fiscal del Gobierno nacional central y del sector descentralizado
- Direccionar el crédito del Banco de la República y de los fondos de fomento hacia los sectores productivos que se consideraron prioritarios
- Controlar la liquidez de la economía para evitar el crecimiento de los medios de pago más allá de lo que fuese compatible con la ‘inflación tolerable’, para lo cual se aprobaba anualmente un presupuesto monetario. Para esas finalidades se contaba con la política de encajes, con la tasa de redescuento y, en teoría, con las operaciones de mercado abierto

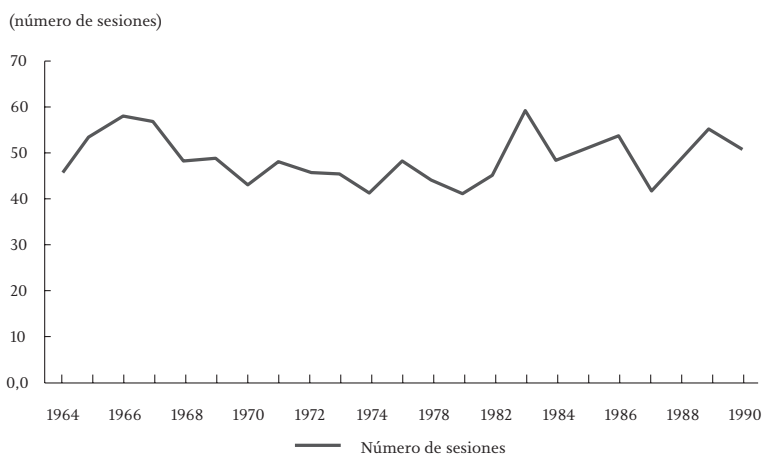
Es evidente que los cuatro objetivos fueron durante muchos períodos claramente contradictorios entre sí, y que los instrumentos eran insuficientes para alcanzarlos, en especial si se tiene en cuenta que los encajes tuvieron como finalidad no solo controlar la liquidez de la economía, sino orientar el crédito hacia ciertos sectores.

Limitación a la cual se agrega que, por lo precario del mercado de capitales, por la dispersión de la tasa de interés y por el control administrativo que sobre muchas de ellas se ejercía, las operaciones de mercado abierto tenían escaso poder para controlar el crecimiento de la base monetaria y por ende la liquidez de la economía.

Fue por ello que la Junta, sin renunciar a sus múltiples objetivos, ejerció de manera muy discrecional sus poderes, como se desprende de las cifras del Anexo 8, donde se ve que durante su ejercicio se reunió en 1.256 ocasiones y emitió 2.185 resoluciones, u órdenes, para regular las materias de su competencia.

El Gráfico 13 muestra el número de sesiones anuales de la Junta y puede observarse que entre noviembre de 1963 y julio de 1991 hubo prácticamente una sesión semanal, con excepción de los años 1975, 1976, 1979 y 1980, que no se muestran en el gráfico por su atipicidad, pues en ellos se celebró un número significativamente menor de reuniones.

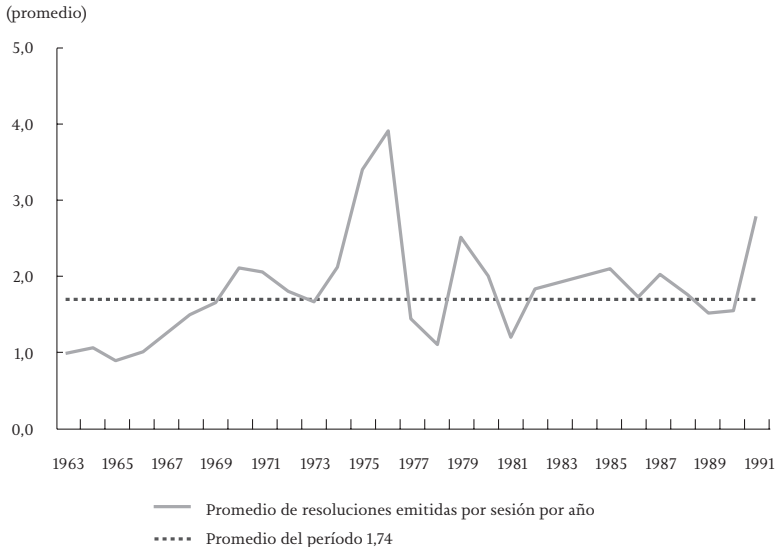
Gráfico 13
Número de sesiones anuales



Fuente: Anexo 8.

En esas sesiones el promedio de decisiones por reunión fue de 1,74 (Gráfico 14), indicativo de la alta discrecionalidad con que la Junta ejerció sus funciones, mas no da cuenta plena del manejo circunstancial con que se expedían las normas, debido a que para comprenderlo es necesario entender que “el proceso de decisión dentro de la Junta [...] era complejo. Implicaba un proceso de negociación entre los diferentes ministerios, con un papel importante de componedor para el Gerente del Banco, y una cooperación estrecha con los asesores” (Urrutia, 2014, p. 14).

Gráfico 14
Promedio de resoluciones emitidas por sesión



Fuente: Anexo 8.

Se debe entender además que lo circunstancial en el proceso de toma de decisiones obedecía también a la casuística con que lo contradictorio de sus objetivos la obligaba a actuar para modificar, interpretar, suspender o bien diferir algunas de sus determinaciones.

Un análisis exhaustivo de esa casuística rebasa, asimismo, los objetivos de este trabajo, pero para ilustrarla algunos ejemplos son reveladores:

- En 1963, según el acta 4, la Junta aprobó una rebaja de los depósitos de importación para unos vehículos con destino a los hospitales de La María y San Juan de Dios, y para importar 1.700 metros de lino puro, según solicitud del cardenal arzobispo de Bogotá
- En 1975, según el acta 551, la Unión de Mujeres del Atlántico se dirigió a la Junta pidiendo se le eximiera de constituir el depósito de COP 10 por cada dólar que debían efectuar para la compra de las divisas que requerían en el viaje que iban a realizar a Ciudad de México como participantes en el Congreso Mundial Femenino. La Junta negó la solicitud considerando que sus disposiciones eran de carácter general y que no estaba facultada para establecer excepciones a estas
- La Resolución 45 de 1973 autorizó redescantar las operaciones de crédito que los bancos hubiesen hecho para financiar las importaciones de productos alimenticios por parte del Instituto de Mercadeo Agropecuario (Idema)
- La Resolución 43 de 1975 creó un cupo de crédito a favor de Proexpo para otorgar préstamos a las empresas productoras de textiles a fin de que ellas pagaran sus obligaciones en divisas¹⁵³
- La Resolución 42 de 1983 “se utilizó para resolver el conflicto entre las dos agrupaciones de accionistas que se habían disputado el control del Banco de Bogotá en 1981” (Caballero, 1987, p. 208)
- La Resolución 24 de abril de 1981, por la cual se dictaron normas en materia de reintegro de divisas por concepto de reexportaciones de bienes, se expidió para resolver una solicitud de Avianca (acta 1245)

Constantes fueron también los casos en que luego de expedir una norma, al cabo de un corto término se expedía una modificación de la misma para aclararla o introducir excepciones o variantes en su aplicación.

¹⁵³ La justificación de esa decisión, absolutamente circunstancial la hizo Germán Botero de los Ríos: “Este tratamiento a la industria de textiles, que formalmente aparece como una excepción de la política monetaria tuvo en verdad varias explicaciones económicas de fondo [...] Por tratarse de una industria que ocupa un elevado número de brazos, que consume un volumen apreciable de materia prima nacional, y sobre todo muy representativa de la institución de la sociedad anónima en Colombia, resultaba prudente prestarle alguna forma de ayuda para mantener esta fuente de empleo y lograr que en el futuro recobre su dinamismo exportador” (Informe, 1975, pp. 75-76).

Pero la manera más general de ilustrar el proceso circunstancial de la toma de decisiones es verificando el orden del día que consta en las actas de la Junta, pues se evidencia que no hubo sesión en la cual la Junta no se ocupara de resolver la petición bien de algún gremio, de algunas de las empresas asociadas a estos, de entidades o agencias gubernamentales, de alguna de las dependencias del Banco de la República, o bien de algunos individuos particulares, como ya se ilustró.

5. Papel de los asesores de la Junta Monetaria

La institución de los asesores de la Junta Monetaria, creada por el Decreto Ley 2206 de 1963, fue un valioso elemento en el proceso de la toma de sus decisiones. Ello fue así porque desde sus inicios:

[...] se estableció el principio [de] que estos deberían presentar un estudio sobre todos los temas que llevaran a decisiones de la Junta y que esos documentos se leerían en las sesiones antes de la toma de cada decisión. Esa práctica tenía el objetivo de plantear soluciones técnicas antes de las deliberaciones políticas que se tomarían en las sesiones. (Urrutia, 2014, p. 14)

También desde el principio el cargo de los asesores recayó sobre profesionales de muy elevada capacitación (Anexo 9), todos con títulos de doctorado en Economía o Derecho, o con estudios de posgrado en estas materias.

Se facilitó ese proceso de selección porque la remuneración de los asesores estuvo a cargo del Banco y por lo tanto fue mayor que la del resto de la burocracia oficial ya que este pagaba mejores salarios. Según consta en el acta 6, el primer salario de los asesores fue de COP15.000 mensuales, equivalente al 75% de la asignación básica que recibía el gerente del Banco de la República en ese momento, superior en 36% a la del subgerente secretario, que era el cargo de segundo rango en el Banco, y casi el doble de la de los cargos de tercer nivel. Además, a partir de 1969 la Junta aceptó reconocerles las mismas prestaciones sociales de los empleados del Banco, con lo cual mejoró aún más su remuneración (acta 65).

Hasta mediados de los años setenta, como también se puede apreciar en el Anexo 8, los asesores duraron más tiempo en el cargo, probablemente por las dificultades que para ejercerlo fueron surgiendo a medida que se acentuó el proceso inflacionario. La fuente primaria para verificar esas dificultades deberían ser las actas de la Junta Monetaria, donde se da cuenta de los conceptos que se les solicitaban y los trabajos que se les encomendaban a fin de tomar las decisiones. Desafortunadamente, en las actas son escasas las ocasiones en que se dejó constancia de los debates que suscitaban el contenido de los documentos; lo que allí se consignaba por lo general eran las decisiones adoptadas.

No obstante, un valioso testimonio de Miguel Urrutia —quien fue testigo de excepción del proceso de toma de decisiones en la Junta, primero como asesor, luego gerente técnico del Banco y más adelante como miembro de ella en su condición de director del Departamento Nacional de Planeación (DNP)— da cuenta del entorno en que los asesores ejercían su tarea:

[...] su labor se constituía en discutir, negar o rediseñar propuestas presentadas por los miembros de la Junta, que con frecuencia implicaban aumentar la cantidad de dinero para solucionar problemas sectoriales de los ministros con créditos del Emisor [...]. La labor de los asesores era extenuante, pues contradecir ministros no es fácil, y aunque bien pagados, estos funcionarios no duraban mucho en sus cargos. (Urrutia, 2014, p. 14)

Ninguna de esas contradicciones puntuales se hizo pública en aquellos años, en parte por la discreción con que ejercieron el cargo los asesores y también porque ellas no eran doctrinarias, sino circunstanciales, ya que las posiciones ideológicas extremas no fueron comunes entre los principales economistas colombianos (Meisel, 1996).

Con independencia de las dificultades que suponía ejercer el cargo de asesor de la Junta Monetaria, ese ejercicio se convirtió en valiosa experiencia para acceder a más altas posiciones en el comando del Estado colombiano. Dos de ellos fueron más tarde ministros de Hacienda, otros dos ejercieron la Gerencia del Banco de la República, cuatro fueron directores del DNP, cuatro más se desempeñaron en otras carteras ministeriales, y dos, además de los mencionados ministros de Hacienda, ejercieron como miembros de la nueva Junta Directiva del Banco de la República a partir de 1991¹⁵⁴.

6. Controversia sobre la Junta, sus políticas y propuestas de reforma¹⁵⁵

El manejo discrecional que la Junta Monetaria dio a sus decisiones, la creciente inflación que se generó desde el inicio de los años setenta, la reiterada

¹⁵⁴ Rudolf Hommes y Juan Camilo Restrepo fueron ministros de Hacienda; Francisco Ortega y Miguel Urrutia, gerentes del Banco de la República; Jorge Luis Lara, Luis Eduardo Rosas, Miguel Urrutia y Armando Montenegro dirigieron el DNP; Miguel Urrutia, Hernando Gómez Otálora, Juan Camilo Restrepo y Carlos Caballero se desempeñaron en otras carteras ministeriales, y Hernando José Gómez y Carlos Caballero fueron miembros de la nueva Junta.

¹⁵⁵ El contenido de esta sección se basa, en buena parte, en el trabajo de Hernández (2008).

financiación monetaria del déficit fiscal y el reparto del impuesto inflacionario por fuera de las normas tributarias y presupuestales, dieron lugar a diversas críticas.

Una de ellas se manifestó por primera vez de manera franca y abierta cuando, a mediados de 1973, el DNP publicó en su revista cuatro documentos —de Currie, Barro, Hernández y Rosas— criticando el sesgo inflacionario de la institucionalidad monetaria entonces existente.

Progresivamente esa postura terminó siendo aceptada por amplios sectores de la opinión ilustrada, y fue así como se empezó a proponer que se reformara, en su composición y funciones, la autoridad monetaria. En febrero de 1974 el presidente Misael Pastrana exhortó a pensar sobre la dicotomía presente en el hecho de que:

[...] nos hemos venido acostumbrando a mirar el Banco de la República, no como un instrumento exclusivo de manejo del sistema monetario sino también como una entidad de desarrollo y de fomento [...]. Existe, pues, una contradicción básica y un dilema sin resolver en el corazón mismo de nuestra estructura económica, que se proyecta desde mucho tiempo atrás. (1974, p. 8-A)

En 1975 Miguel Urrutia, por entonces jefe del DNP y por tanto miembro de la Junta Monetaria, indicó que:

[...] el gobierno tiene la idea de devolverle al Banco de la República su papel de banco central y autoridad monetaria, desligándolo poco a poco de sus funciones como entidad de fomento adquiridas en el pasado reciente, al convertirse a través de la política de redescuento en instrumento para asignar recursos de la economía. (1975, p. 226)

Por su parte, Hernández (1975, 1979) expuso reiteradas críticas a la estructura institucional entonces vigente para el manejo de la política monetaria y la forma como ella se conducía; en particular, con ocasión de la V Asamblea Anual de Afiliados de ANIF, propuso la creación de una junta de emisión y control monetario:

[...] compuesta por representantes designados por el Presidente de la República para períodos fijos y prolongados [...] [a la cual se] dotaría de una amplia autonomía. De la misma harían parte el Ministro de Hacienda y el Gerente del Banco de la República en condiciones jerárquicas iguales a las de los demás miembros, pero no existiría representación de otros ministerios y de ninguno de los gremios económicos. (Hernández, 1979, p. 39)

En concordancia con estas ideas, en el Congreso de 1982 Hernando Agudelo Villa presentó un proyecto de ley en el cual propuso que la Junta Monetaria estuviera compuesta por el ministro de Hacienda, el jefe del DNP, el gerente del Banco de la República y dos miembros con derecho a voz y voto de tiempo completo y dedicación exclusiva.

Como ponente del proyecto de Agudelo fue designado Hernando Gómez Otálora, quien había sido asesor de la Junta Monetaria en sus inicios y dio su apoyo a esa iniciativa, pues señaló:

No es aconsejable que los ministros de Agricultura y Desarrollo formen parte hoy de la Junta Monetaria. Su área de competencia no es la política monetaria, como sí lo es del ministro de Hacienda. Desde luego, aquellos ministros están interesados en el mayor encauzamiento y mejor utilización de los recursos financieros para sus respectivas áreas, básicamente la agropecuaria y la industrial. Pero este mismo interés pone en peligro la política monetaria, pues es de suponer que cada uno aspire a crecientes recursos de crédito para las áreas bajo su jurisdicción. Esas mismas razones son aplicables al Jefe de Planeación, cuyo interés está centrado en las inversiones públicas y quien por lo tanto desearía ver un creciente caudal monetario orientado hacia ellas. De allí que propongamos también sustraerlo de la Junta Monetaria. (Gómez, en Avella, 2000, p. 173)

Sin embargo, la crítica más acerba a la institucionalidad y al manejo monetario fue la de Rudolf Hommes, quien en su columna de la revista *Estrategia Económica y Financiera* expresó la inconveniencia de que en el Banco de la República, a través de la Junta Monetaria, estuviesen presentes tentaciones y oportunidades de engrandecimiento personal y burocrático sin que existiesen controles para evitar que los funcionarios sucumbiesen ante ellas. Por ello propuso crear:

[...] una autoridad monetaria independiente que le responda al electorado por la tasa de inflación, y que dicte la política que ejecuta el Banco de la República [...]. Es indispensable aislar a la administración del Banco de la República de presiones políticas, para que la institución se reforme y abandone su carácter clientelista. Por esto se debe mantener el principio de que el Banco no puede crear ni asignar liquidez arbitrariamente a favor de nadie. (Hommes, 1988, p. 29)

Todas esas propuestas de reforma de la autoridad monetaria eran coincidentes, de una u otra manera, con las ideas de Alfonso Palacio Rudas, quien durante más de veinticinco años fue un crítico acérrimo de la Junta Monetaria

y a fines de julio de 1973, concordante con la publicación de los artículos en la revista del DNP aludida, escribió:

Diez años de recorrido lleva la Junta Monetaria con resultados adversos, ruinosos para la estabilidad de precios. La inflación incubada en el desequilibrio de los presupuestos ha encontrado amparo y estímulo en ese prepotente organismo. Paradójico y doloroso que una entidad creada para defender la salubridad de la moneda, le inocule tuberculosis con sus arbitristas maniobras. (Palacio, en Hernández, 2004, p. 285).

Y luego de precisar cómo se había creado la Junta Monetaria con base en unas facultades extraordinarias propuestas por él mismo, de lo cual siempre se arrepintió, Palacio Rudas señaló:

Desde 1963 no se desferra de mi cerebro la idea de sustituir la Junta Monetaria gubernamental por una especie de Magistratura de la Moneda. Sería una agencia del Estado servida por funcionarios altamente calificados por su idoneidad técnica y conocimientos de las realidades. Si se quiere, hasta podría designarlos el Presidente de la República. Pero con garantía de inmovilidad durante un período fijo. No encuentro otra manera de liberar a la numisma de la servidumbre de las apropiaciones, vale decir, de inmunizarla contra el influjo irresistible de los gastos de imagen y prestigio. Considero que mientras subsista la actual composición de la Junta Monetaria resulta candoroso creer en la eficacia de la lucha contra la carestía. (Palacio, en Hernández, 2004, p. 286)

Aun cuando la iniciativa de Agudelo Villa en el Congreso de 1982 no tuvo éxito, ello no fue óbice para que se presentaran nuevas iniciativas que buscaron modificar la institucionalidad monetaria entonces existente y en particular quitarle injerencia al Banco de la República en la asignación de crédito a los particulares.

En el último semestre de 1981 se tramitó una iniciativa que se convirtió en la Ley 11 de 1982, por la cual se creó la Financiera Eléctrica Nacional (FEN), que sustrajo de la órbita del Banco de la República el financiamiento para el sector eléctrico, pues esa institución empezó a financiarlo con captaciones en el mercado interno y con crédito externo.

Además de ello en las legislaturas de 1986, 1987 y 1988 se presentaron nuevos proyectos de ley, de origen parlamentario, con el fin de cercenarle el poder crediticio al Banco de la República.

En 1989, mediante la Ley 57, se autorizó la constitución de la Financiera de Desarrollo Territorial S. A. (Findeter), cuyo objeto social fue la promoción del desarrollo regional y urbano sin la intervención del Banco de la República,

ya que, al igual que la FEN, quedó autorizada para captar recursos del ahorro interno y externo en procura de ese objetivo.

Un año después Gabriel Rosas, quien acompañó a Hernando Agudelo en sus iniciativas, habría de insistir, cuando fue ministro de Agricultura, en algunas de esas ideas y bajo su liderazgo se expidió la Ley 16 de 1990, por medio de la cual se sustrajo de la competencia del Banco de la República el suministro de crédito al sector agropecuario con la creación de Finagro, entidad que empezó a operar en enero de 1991, en reemplazo del FFAP.

En contraste con esas iniciativas, en el Banco de la República se preparó, en 1987, un proyecto de ley que buscaba fortalecer el crédito dirigido por parte del Emisor (Banco de la República, 1987), postura que se defendió en las notas editoriales de la *Revista del Banco de la República* de noviembre de 1988, con un trabajo de Hernando José Gómez (1990), y que Francisco Ortega refrendó en la introducción del libro *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*¹⁵⁶, cuando expresó:

Contar con una política especial de crédito e irrigación de recursos a los principales sectores de la actividad económica, ha sido considerado un elemento importante en razón del limitado avance del mercado doméstico de capitales [...] [Para ello] se ha logrado una adecuada coordinación entre las funciones monetarias y aquellas de orientación del crédito, de tal manera que desde finales de los años setenta, los fondos financieros no ofrecen dificultades para la ejecución de una política monetaria ajustada. (Ortega, 1990, pp. XXIV-XXV)

Además, en 1990 el Banco adelantó gestiones para contratar con el BIRF una línea de crédito externo por USD 200 millones con el fin de financiarle proyectos al sector industrial. Sobre el particular, en el Informe de 1990 se anotó: “la mencionada línea de crédito para reestructuración industrial asegura la continuación, en los próximos años, de la labor desarrollada por el Banco de la República a través de los Fondos financieros industriales y de líneas de crédito externo” (Ortega, Informe, 1990, p. 63).

De estas últimas evidencias se concluye que hasta muy pocos meses antes de expedirse la Constitución de 1991 la dirección del Banco de la República defendió el crédito a los particulares como parte de su razón de ser. Todo indica que fue gracias a esa influencia que en la Carta de 1991 la prohibición del crédito del Banco a los particulares no fue taxativa, pues quedó establecido que el mismo podría hacerse “cuando se trate de intermediación de crédito externo

¹⁵⁶ Texto que se propuso ser una historia total de la institución desde sus orígenes hasta principios de los años noventa y que incluyó también trabajos sobre la evolución monetaria del país en el siglo XIX.

para su colocación por medio de los establecimientos de crédito” (art. 373), facultad que, afortunadamente, la Junta Directiva del Banco de la República no ha ejercido desde su creación como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia desde 1991.

7. Aspectos sobre la naturaleza y la administración del Banco

Establecer que la Junta Monetaria, como órgano estatal, tuviera a su cargo la dirección de la política monetaria, cambiaria y crediticia y que esta sería ejecutada en muy buena parte por el Banco de la República, no impidió que se continuara debatiendo la naturaleza jurídica del Emisor y, en particular, si él debía ser nacionalizado y operar como una entidad pública.

En 1960 se propuso en el Congreso de la República que el Banco se convirtiera en un órgano descentralizado de la rama ejecutiva y fuera un establecimiento público; en 1967 se intentó que fuera una sociedad de economía mixta; en 1971 se planteó convertirlo en una entidad de derecho público que tuviese un estatuto autónomo especial (Ibáñez, 1990).

A esas iniciativas de origen parlamentario, u originadas en el trabajo del Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras¹⁵⁷, se sumó la del gerente del Banco, Germán Botero de los Ríos, quien en su Informe a la Junta Directiva de 1971, al hacer un amplio comentario sobre algunas de esas iniciativas consideró que la entidad:

[...] para mantener los servicios actuales, debe ser un organismo lo más autónomo posible, con continuidad y permanencia en su organización que aseguren la mejor realización de sus labores [...]. En todos los países los bancos centrales tienen un estatuto especial que les permite cumplir sus funciones, bien dentro del gobierno o fuera de él, con estabilidad y sin interferencias, única manera de corresponder a lo delicado de las labores que se les asignan. (Informe, 1971, p. 282)

Esas ideas estuvieron presentes cuando se expidieron la Ley 7 y el Decreto 2617 de 1973, normas mediante las cuales se nacionalizó el Banco de la República, que en 1972 tenía la siguiente composición accionaria (Cuadro 10).

¹⁵⁷ En marzo de 1971 se creó este grupo técnico que, entre otras, formuló recomendaciones sobre la naturaleza del Banco de la República.

Cuadro 10
Composición accionaria del Banco de la República en 1972
(porcentaje)

Sector oficial	50,5
Sector privado ^{a/}	42,2
Entidades de economía mixta	7,3

^{a/} Comprende bancos privados nacionales, bancos privados extranjeros y particulares.
Fuente: Ibáñez (1990).

Al establecerse, en las citadas disposiciones, que el Gobierno adquiriría las acciones de los bancos privados nacionales y extranjeros, de los particulares y de las entidades de economía mixta, el Gobierno elevó su participación en el capital del Banco al 99,9 %, pues quedó establecido que cada banco conservaría la propiedad de una acción. Esta participación accionaria sería solo simbólica, ya que las acciones de los bancos no podían ser transferidas ni enajenadas y no darían derecho a voto, ni a dividendos, ni a participación en los bienes del Banco en caso de que este se liquidara.

Por lo tanto, a partir de 1973 el Banco de la República se convirtió en un órgano del Estado de naturaleza única, con un régimen legal propio que no pertenecía a ninguno de los sectores de la rama ejecutiva del poder público y cuya duración se extendió por 99 años contados a partir de julio de 1973.

Pese al cambio en su composición accionaria, la Junta Directiva del Banco no se modificó, siguió integrada por el ministro de Hacienda, el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros, tres miembros elegidos por los bancos nacionales afiliados a la Asociación Bancaria, dos miembros designados libremente por el presidente de la República y tres designados por él en representación, respectivamente, del sector de los consumidores, del sector de la producción y del sector exportador, y permaneció así hasta la reforma constitucional de 1991.

Con independencia de su naturaleza jurídica, y en particular sin tener en cuenta la composición de su capital, el Banco en el lapso comprendido entre 1961 y 1993 tuvo a la cabeza de la organización al gerente general, cargo que fue ejercido por Eduardo Arias Robledo (1961-1969), Germán Botero de los Ríos (1969-1978), Rafael Gama (1978-1982), Hugo Palacios (1982-1985) y Francisco Ortega (1985-1993).

Al primero de ellos le correspondió manejar una institución que, por delegación del Estado, se ocupó de un conjunto de actividades alejadas de su función de banco central, que incluían el manejo de las salinas terrestres de

Zipaquirá, Nemocón, Gachetá, Chámeza y Mongua, y las marítimas de Galera-zamba, Pozos Colorados y Manaure (Informe, 1961)¹⁵⁸.

Como consecuencia de esa delegación, quedó en manos del Banco preocuparse por el comercio de la sal y además tuvo a su cargo la construcción de la carretera Neusa-Tausa, la operación del embalse de la represa del Neusa y la planta eléctrica del mismo nombre. Solo con ocasión de crearse la Corporación Autónoma Regional de la Sabana de Bogotá (CAR), tanto la represa como la planta eléctrica pasaron a poder de esa entidad a partir del 1 de enero de 1962.

Además, el Banco administraba por esos años la Planta Colombiana de Soda de Betania, en Zipaquirá, y la Planta de Soda de la costa Atlántica en Cartagena, y como parte de la Concesión Salinas tuvo a su cargo la construcción de pozos, jagüeyes y algibes para suministrar agua potable a la población de La Guajira (Arias, Informe, 1963) e indirectamente participó en la empresa Curtiembres Vegetales de Colombia, que tenía como propósito producir ácido tánico del dividivi.

A lo anterior se agrega que a partir de 1946 el Banco tuvo a su cargo la administración de las minas de esmeralda, lo cual se hizo en virtud de autorización de la Ley 35 de 1944, que le concedió a la nación facultades para delegar su manejo y posibilitó la celebración de un contrato con el Banco para esos fines.

Todas esas actividades las realizó el Banco de la República en contra de la opinión de sus gerentes Luis Ángel Arango, Ignacio Copete y Eduardo Arias Robledo, quienes consideraron que esas funciones eran por completo ajenas a los objetivos de un banco central y no resultaba conveniente que este distrajera su atención en el desempeño de labores mineras o industriales. Así, en 1967 Arias Robledo expresó:

Nuevamente deseo insistir en lo extraño que resulta para un banco central el manejo de empresas industriales, máxime de minas de esmeralda cuya vigilancia y mercado son muy complejos y aleatorios. La gerencia del Banco expresa al gobierno –una vez más– la conveniencia de que a estos bienes nacionales se les de una administración por fuera del instituto emisor. (Informe, 1967, p. 26)

Sin embargo, el deseo de desembarazarse de las labores ajenas a la razón de ser de un banco central tardó años en llevarse a cabo. A pesar de que en 1961 se creó la sociedad anónima Esmeraldas de Colombia¹⁵⁹, que se encargaría de

¹⁵⁸ La administración de las salinas se inició en 1931, en desarrollo de los contratos aprobados por el Decreto 2241 de ese año (Informe, 1969, p. 18).

¹⁵⁹ Mediante el Decreto 1988 de 1961 (Informe, 1961).

administrar las minas, esa decisión no se tomó porque la injerencia del Banco en estas materias duraría hasta 1969, cuando:

[...] el Gobierno nacional accedió a las reiteradas gestiones del Banco y [...] los Decretos Leyes 912 y 3161 de 1968 crearon la “Empresa Colombiana de Minas”. Esta importante entidad entró en posesión de los yacimientos esmeraldíferos con todas sus anexidades, el 10 de octubre de 1969. En fechas anteriores el Banco le hizo entrega [...] de los bienes muebles e inmuebles, carreteras y caminos, acequias y tambres, garitas, escuelas, hospitales, acueductos, plantas eléctricas, maquinaria, equipo, taller de lapidación, etc. (Informe, 1969, p. 25)

Descripción que demuestra lo exóticas que eran algunas de las funciones del Banco de la República al administrar unas minas de esmeralda.

En cuanto al manejo de la Concesión Salinas, la Ley 41 de 1968 permitió que se terminaran los contratos de concesión que tenían el Banco y el Gobierno para manejar esas explotaciones. Por medio de esa norma se determinó que se celebraría un nuevo contrato entre el Gobierno y el Instituto de Fomento Industrial, que se encargaría de las labores de la concesión y también de administrar las plantas de soda de Betania y Cartagena. Se puso así término a las tareas del Banco de la República que durante años debió preocuparse por la producción de soda cáustica, cloro, bicarbonato refinado y sal refinada (Informe, 1969)¹⁶⁰.

Al abandonar esas tareas el Banco se dedicó a administrar el crédito de fomento y por eso en 1966 se creó el Departamento de Crédito Agrario, que en 1969 se convertiría en el Departamento de Crédito de Fomento y en 1984 se denominaba Subgerencia de Fomento y Cartera, cuya finalidad era la de ejecutar la política crediticia y de fomento del Banco y participar en el “diseño de políticas en las áreas financieras, agrícolas, pecuarias e industriales, a través de los organismos oficiales especializados” (Informe, 1984, p. 20). Ello supuso una notoria expansión de su planta de personal, que en 1988 llegó a tener casi 5.900 empleados (Informe, 1988, p. 20), cifra muy superior a la de otros bancos centrales latinoamericanos (Urrutia, 2014).

Al administrar y nutrir, de una u otra manera, las líneas de crédito de fomento, el Banco de la República, originariamente concebido como un banco central de emisión y control monetario, quedó convertido en un banco de crédito que seleccionó y financió proyectos de inversión privada de manera

¹⁶⁰ Sin embargo, es de señalar que el Banco siguió teniendo alguna injerencia en esas actividades, pues después de ello el gerente siguió asistiendo a la Junta Directiva de la Concesión Salinas, del IFI, el BCH y más adelante también a las de Avianca y Caracol (Informe, 1984, p. 28).

similar a como lo hacen los intermediarios financieros que no tienen ni la responsabilidad ni la prerrogativa de emitir primariamente el dinero. Para ilustrar lo prolija que era esa administración basta señalar que en el Informe de 1985 se dio cuenta de las facultades que para aprobar créditos del FFAP tenían los gerentes de las sucursales del Banco, los comités de crédito existentes en ellas, el director de ese fondo, el Comité de la Subgerencia de Fomento y Cartera, el Comité de la Junta Directiva y aun la Junta Directiva.

La función crediticia del Banco Central, así concebida, solo vino a ser cercenada, en buena hora, por la Constitución de 1991, al establecerse en el art. 373 que el Banco de la República no puede establecer cupos de créditos ni otorgar garantías a particulares, y que para concederle crédito al Gobierno se necesita la voluntad unánime de la Junta.

Referencias

- Alviar, O. (1976). "El Banco de la República", en H. Gómez, F. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, 591 pp., Bogotá: Fedesarrollo; Universidad de los Andes; Fondo Cultural Cafetero; Editorial Stella.
- Anzola, O.; Arias, P. (2009). "Crisis financiera colombiana en los años noventa", en M. Aparicio (ed.), *Origen, resolución y lecciones institucionales*, 312 pp., Bogotá: Fogafin; Universidad Externado de Colombia.
- Arias, E. (1963). *Informe anual del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*. Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF (1976). "Financiamiento para el desarrollo", en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia 1975*, pp. 185-225, Bogotá: Tercer Mundo.
- Avella, M. (2000). *Hacienda pública, moneda y café. El papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, Bogotá: Común Presencia Editores.
- Banco de la República. *Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, años: 1961, 1963, 1965, 1969, 1971, 1974, 1975, 1976, 1979, 1984, 1985, 1986, 1988, 1990.
- Banco de la República (1987). "Proyecto de ley por la cual se regula el crédito de fomento económico y se dictan otras disposiciones", 5.ª versión, Bogotá, 23 de septiembre.
- Barro, R. (1973). "El dinero y la base monetaria en Colombia, 1967-1972", en *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2, pp. 68-87.
- Bordo, M.; Orphanides, A. (2013). "Introduction", en M. Bordo y A. Orphanides (eds.), *The Great Inflation. The Rebirth of Modern Central Banking. A National*

- Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago: University of Chicago Press.
- Caballero, C. (1987). *50 años de economía: de la crisis del treinta a la del ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Calle, D. (1964). "Creación, estructura y funciones de la Junta Monetaria", en H. Gómez, F. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, 591 pp., Bogotá: Fondo Cultural Cafetero; Editorial Stella.
- Carrizosa, M. (1979). "Los fondos financieros del Banco de la República", en C. Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, 477 pp., Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Corporación para el Fomento de las Investigaciones Económicas (1972). *Controversias sobre el plan de desarrollo*, Bogotá: Editorial Oveja Negra.
- Currie, L. (1952). *Reorganización de la rama ejecutiva del Gobierno de Colombia*, Bogotá: Imprenta Nacional.
- Currie, L. (1973). "La política monetaria y el nivel de precios", en *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2, pp. 20-45.
- Currie, L. (1987). *Moneda en Colombia, comportamiento y control*, Bogotá: Ediciones Fondo Cultural Cafetero.
- Currie, L. (1993). "UPAC 20 años después", en *Cuadernos de Economía*, vol. XIII, núms. 18-19, pp. 267-280.
- Departamento Nacional de Planeación [DNP] (1974). *El plan de desarrollo en marcha*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Dwyer Jr., G. (1993). "Rules and Discretion in Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 3-14, mayo-junio.
- Echavarría, J.; Villamizar, M. (2007). "El proceso colombiano de desindustrialización", en J. Robinson y M. Urrutia, (eds.), *Economía colombiana del siglo XX*, pp. 173-238, Bogotá: Fondo de Cultura Económica; Banco de la República.
- Figueroa, A.; Urdinola, A.; Vélez, F. (1979). "El sector financiero, sus perspectivas, necesidades de crecimiento y cambios institucionales", en C. Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, 477 pp., Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Gama, R. (1983). *El Banco de la República o banca central colombiana 1923-1983*, Bogotá: Ediciones del Banco de la República.
- Gaviria, F. (1977). *Moneda, banca y teoría monetaria*, Bogotá: Ediciones del Banco de la República.
- Gómez, H. (1976). "La experiencia de los fondos financieros en Colombia", en H. Gómez, F. J. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, pp. 251-273, Bogotá: Fedesarrollo; Universidad de los Andes; Fondo Cultural Cafetero; Editorial Stella.

- Gómez, H. (1978). "Comentarios", en E. Wiesner (ed.), *Política económica externa de Colombia 1978*, 349 pp., Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Gómez, H. J. (1990). "Antecedentes y evolución del crédito de fomento en Colombia y su relación con el Banco central", en Banco de la República (ed.), *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, pp. 677-708, Bogotá.
- Grove, D. (1988). "Memorando sobre reorganización del Banco de la República (1951)", en *Banca y Finanzas*, Bogotá, Asociación Bancaria de Colombia, marzo-abril.
- Grupo de Estudios del Crecimiento Económico [Greco] (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Banco de la República; Fondo de Cultura Económica.
- Hernández, A. (1973). "Política de redescuento 1950-1970", en *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2, pp. 46-66.
- Hernández, A. (1975). "Déficit fiscal, política monetaria y distribución del crédito", en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia, 1974*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Hernández, A. (1979). "La crisis financiera de los setenta: un plan para conjurarla", en *Carta Financiera*, vol. VI, núm. 2, pp. 33-39.
- Hernández, A. (1980). "Inflación, control monetario e intermediación financiera", en M. Cabrera (ed.), *Inflación y política económica*, Bogotá: Asociación Bancaria.
- Hernández, A. (2004). *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Retina.
- Hernández, A. (2008). "El pensamiento monetario de Lauchlin Currie y su influencia en Colombia", en *Revista del Banco de la República*, vol. LXXXI, núm. 964, febrero.
- Hernández, A.; Tolosa, J. (2001). "La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa", en *Revista del Banco de la República*, vol. LXXIV, núm. 880, febrero.
- Hommes, R. (1988). "La insoportable oscuridad del Emisor", en *Estrategia Económica y Financiera*, núm. 125, pp. 27-31.
- Ibáñez, J. (1990). "Estatización del Banco de la República", en Banco de la República (ed.), *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá.
- Jaramillo, H. (1949). "Exposición de motivos al Proyecto de ley sobre orientación del crédito bancario", en *Revista del Banco de la República*, vol. XXII, núm. 216, diciembre.
- Junguito, R.; Caballero, C. (1978). "La otra economía", en *Coyuntura Económica*, vol. VIII, núm. 4, diciembre.

- Junguito, R.; Rincón, H. (2007). “La política fiscal en el siglo XX en Colombia”, en J. Robinson y M. Urrutia (eds.), *Economía colombiana del siglo XX*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica; Banco de la República.
- Lleras, C. (1987). “Discurso de instalación”, en Banco de la República (ed.), *Colombia, 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, Bogotá: Banco de la República.
- Meisel, A. (1996). “Why no Hiperinflation in Colombia? On the Determinants of Stable Economic Policies”, en Borradores Semanales de Economía, núm. 54, Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República.
- Ocampo, J. A. (2015). *Una historia del sistema financiero colombiano*, Bogotá: Asobancaria; Portafolio; Casa Editorial El Tiempo.
- Ortega, F. (1975). “Política monetaria y precios”, en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia 1974*, pp. 33-41, Bogotá: Tercer Mundo.
- Ortega, F. (1976). “Moneda y crédito”, en H. Gómez, F. J. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, pp. 251-273, Bogotá: Fedesarrollo; Universidad de los Andes; Fondo Cultural Cafetero.
- Ortega, F. (1979). “Política monetaria y sector financiero”, en C. Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, 477 pp., Bogotá: Asociación Bancaria; Editorial Fénix.
- Ortega, F. (1981). XIX Convención Bancaria y de Instituciones Financieras, 1981. *Notas sobre la reciente evolución económica e institucional del sector financiero*, Bogotá: Asociación Bancaria.
- Ortega, F. (1988). “El crédito de fomento y la banca central”, en *Revista del Banco de la República*, vol. LXI, núm. 733, pp. III-XVI.
- Ortega, F. (1990). “Introducción”, en *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. XIII-XXXI, Bogotá: Banco de la República.
- Palacio, A. (1973). “Columna del cofrade”, en A. Hernández, *La moneda y el debate monetario en Colombia*, 322 pp., Bogotá: Retina.
- Pastrana, M. (1974). “Discurso del 18 de febrero”, *El Tiempo*, 19 de febrero, p. 8A.
- Pieschacón, F. (1973). “Análisis del sistema de valor constante”, en Banco de la República (ed.), *El mercado de capitales en Colombia, 1973*, Bogotá: Banco de la República; Asociación Bancaria.
- Recamán, J. (1980). *Historia jurídica del Banco de la República*, Bogotá: Publicaciones del Banco de la República.
- Rosas, L. E. (1973). “La política monetaria”, en *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2, pp. 8-19, abril-junio.
- Rosas, G.; Soto, L. (1974). “El sistema de valor constante y las corporaciones de ahorro y vivienda”, en Banco de la República (ed.), *El mercado de capitales en Colombia*, Bogotá: Banco de la República; Asociación Bancaria.

- Salazar, R. (1987). “Algunos aspectos jurídicos del control de cambios”, en Banco de la República (ed.), *Colombia, 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, 494 pp., Bogotá: Banco de la República.
- Sanz de Santamaría, C. (1965). “La Junta Monetaria”, en A. Hernández, *La moneda y el debate monetario en Colombia*, 322 pp., Bogotá: Retina.
- Urdinola, A. (1976). “El crédito de fomento y la banca comercial”, en H. Gómez, F. J. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, pp. 251-273, Bogotá: Fedesarrollo; Universidad de los Andes; Fondo Cultural Cafetero; Editorial Stella.
- Urrutia, M. (1975). “Discurso del doctor Miguel Urrutia Montoya al clausurar el III Simposio sobre Mercado de Capitales”, en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia*, 1974, pp. 225-229, Bogotá: Tercer Mundo.
- Urrutia, M. (2014). “Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2013”, *Documentos CEDE*, núm. 13, pp. 1-26.
- Urrutia, M.; Caballero, C.; Lizarazo, D. (2006). “Desarrollo financiero y desarrollo económico en Colombia”, en C. Caballero y M. Urrutia (eds.), *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX. Ensayos sobre su desarrollo y sus crisis*, pp. 21-60, Bogotá: Asobancaria; Norma.
- Vélez, J. (ed.). (1963). “Devaluación”, en J. Vélez (ed.), *Historia documental de un proceso económico*, 522 pp., Bogotá: Tercer Mundo.
- Villaveces, C. (1949). “Política anticíclica”, en *Revista del Banco de la República*, vol. XXII, núm. 216, diciembre.
- Villate, E. (1979). “Las coporaciones de ahorro y vivienda. Importancia en la financiación de la construcción. Perspectivas futuras de la operación”, en C. Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, 477 pp., Bogotá: Asociación Bancaria; Editorial Fénix.
- Wiesner, E. (1978). “Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia”, en E. Wiesner (ed.), *Política económica externa de Colombia*, 349 pp., Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.

Anexos

Anexo 1 Funciones de la Junta Monetaria

El artículo 3° del Decreto Ley 2206 de 1963 estableció que correspondería a la Junta Monetaria:

1. Fijar periódicamente un cupo ordinario de crédito a los bancos afiliados al Banco de la República para operaciones de préstamo y descuento, teniendo en cuenta el capital y reserva legal del respectivo banco y la política que se considere más aconsejable de acuerdo con la situación económica general del momento
2. Señalar un cupo especial de crédito, que solo se utilizaría para el descuento de operaciones destinadas a determinadas actividades económicas, de acuerdo con las necesidades del desarrollo agrícola, industrial y comercial del país, pudiendo la Junta Monetaria establecer dentro de dicho cupo porcentajes para cada una de tales actividades
3. Reunir en un solo cupo el especial y el ordinario de que tratan los numerales anteriores
4. Fijar cupos extraordinarios de crédito para casos de emergencia y con carácter temporal
5. Fijar y variar las tasas de interés y descuento para las operaciones de préstamo, descuento y redescuento a los bancos afiliados al Banco de la República, pudiendo establecer tasas diferentes según la importancia económica de la respectiva operación y su finalidad
6. Señalar las tasas máximas de interés o descuento que los bancos afiliados al Banco de la República puedan cobrar a su clientela sobre operaciones descontables, redescontables o admisibles en garantía de préstamo en el Banco de la República. Esas tasas podrían ser distintas según fuese la clase de documentos o el destino de los fondos obtenidos por el cliente mediante la respectiva operación. Ningún banco podría descontar, redescantar u

obtener préstamos en el Banco de la República, si cobraba en esas operaciones una tasa mayor a la señalada

7. Fijar y variar el encaje legal de los bancos y cajas de ahorro, a fin de hacer efectiva la política monetaria y de crédito que se estimara oportuna. A este respecto se señaló que ese encaje podía llegar a ser hasta del 100%; que para efectos del mismo no se computarían las exigibilidades de los bancos por razón de los préstamos y descuentos que les hiciera el Banco de la República; que podría existir en cajas marginales hasta el 100% sobre aumentos futuros de depósitos, pudiéndose autorizar a las instituciones bancarias para mantener la totalidad o parte de él invertida en títulos de deuda representativa de moneda nacional o extranjera o en determinados préstamos u operaciones favorables al desarrollo de la economía nacional
8. Fijar y variar el encaje de los billetes en circulación y de los depósitos del Banco de la República
9. Señalar el plazo máximo de las letras de cambio que los bancos comerciales podían descontar y recibir en garantía de préstamo; y,
10. Las demás funciones de carácter general en materia de regulación monetaria y crediticia que, conforme a las disposiciones vigentes, correspondían al Banco de la República

Además se le atribuyeron a la Junta Monetaria las siguientes otras funciones:

11. Fijar de acuerdo con las circunstancias monetarias y crediticias, límites específicos al volumen total de los préstamos o inversiones de las instituciones de crédito o a determinadas categorías de ellos
12. Señalar la tasa de crecimiento del total de los activos a que se refiere el literal anterior, o de determinadas clases de ellos, durante un cierto período, pudiendo establecer tasas diferentes por entidades atendiendo, entre otras razones, su contribución a la financiación de operaciones de desarrollo económico
13. Señalar las tasas máximas de interés o descuento que los establecimientos de crédito podrían cobrar a su clientela sobre todas sus operaciones activas. Esas tasas podrían ser diferentes en atención a aspectos tales como la clase de operación, el destino de los fondos y su lugar de aplicación. Las instituciones de crédito que cobraren tasas de interés en exceso de los

máximos fijados por la Junta Monetaria, estarían sujetas a las sanciones que se estableciesen en forma general para esos casos

14. Fijar los plazos de los préstamos y descuentos que efectuasen las instituciones de crédito y las clases y montos de las garantías requeridas en tales operaciones
15. Prohibir a los establecimientos de crédito la ejecución de ciertas clases de préstamos e inversiones que conlleven graves riesgos o establecer una determinada proporción entre tales operaciones y su capital pagado y reserva legal
16. Facultar al Banco de la República, con mira principal a la regulación del mercado monetario, para emitir, vender, comprar y amortizar sus propios títulos de crédito en moneda nacional o extranjera
17. Autorizar al Banco de la República, con el fin de regular el medio circulante, para comprar y vender por cuenta propia y en mercado abierto obligaciones emitidas o garantizado por el mercado nacional
18. Solicitar a los demás organismos y dependencias del Gobierno nacional y al Banco de la República la cooperación que se estime oportuna con el fin de coordinar la política cambiaria, monetaria y de crédito, y de armonizar dicha política con la económica y fiscal
19. Reglamentar las operaciones de crédito comercial de consumo por instalamentos o de ventas a plazos de los establecimientos crediticios o comerciales o de cualquier otra índole
20. Disponer, cuando así lo exigieran las circunstancias económicas, que la totalidad o parte de los depósitos de los establecimientos de crédito y empresas públicas de orden nacional se hagan en el Banco de la República o en otras entidades determinadas
21. Ordenar la acuñación de moneda fraccionaria, de conformidad con las aleaciones establecidas o que se estableciesen en las leyes

Anexo 2

Composición del PIB por sectores

Sectores	Porcentajes			
	1960	1970	1980	1990
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	29,2	25,0	19,4	16,2
Explotación de minas y canteras	6,3	1,9	2,3	9,3
Industrias manufactureras	18,8	20,6	23,3	19,9
Suministro de electricidad, gas y agua	0,6	1,1	1,3	2,5
Construcción	2,9	4,0	4,7	4,9
Comercio al por mayor y al por menor, reparación de bienes, y hoteles y restaurantes	12,1	12,5	13,3	14,1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	7,2	8,7	8,9	9,1
Intermediación financiera, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	12,5	13,8	13,7	11,1
Administración pública y otros servicios comunitarios, sociales y personales	10,5	12,5	13,0	12,8

Fuente: Cepal (cuentas nacionales).

Anexo 3

Reservas internacionales y balanza en cuenta corriente

Año	Saldo en cuenta corriente	Reservas internacionales netas
	Millones de dólares	
1964	137	-122,0
1965	28	-61,5
1966	290	-94,8
1967	89	-36,3
1968	197	35,1
1969	213	96,5
1970	-291	152,0
1971	-456	170,4
1972	-201	345,2
1973	-77	515,8
1974	-405	429,5
1975	-127	547,2
1976	189	1.165,8
1977	390	1.829,6
1978	330	2.481,9
1979	512	4.105,9
1980	104	5.416,0
1981	-1.723	5.630,2
1982	-2.885	4.890,8
1983	-2.826	3.078,5
1984	-2.088	1.795,5
1985	-1.586	2.067,1
1986	463	3.477,7
1987	-21	3.449,9
1988	-216	3.809,9
1989	-201	3.866,9
1990	543	4.501,2
1991	2.347	6.420,2

Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Anexo 4

Determinantes del crecimiento de los medios de pago

Los medios de pago (M) se definen como la suma del efectivo (E) y los depósitos en cuenta corriente (DC); esto es:

$$M = E + DC \quad (1)$$

A su vez la base monetaria está constituida por la emisión primaria de dinero que hace el Banco de la República y que comprende el efectivo y las reservas bancarias; esto es:

$$B = E + R \quad (2)$$

donde B es la base monetaria y R las reservas bancarias (o encajes) de los establecimientos financieros que ellos mantienen en el Banco de la República.

De las ecuaciones 1 y 2 se deriva que:

$$\frac{M}{B} = m = \frac{E + DC}{E + R} = \frac{e + 1}{e + r} \quad (3)$$

donde $e = E/DC$ y $r = R/DC$.

La ecuación 3 también puede expresarse como:

$$M = mB \quad (4)$$

Expresión de la cual se deduce que la tasa de crecimiento de los medios de pago es igual a la tasa de crecimiento de la base monetaria más la tasa de crecimiento del multiplicador y más el factor de iteración entre ellos. Es decir:

$$M^* = B^* + m^* + B^*.m^* \quad (5)$$

donde en la ecuación 5 el asterisco denota la tasa de crecimiento de la respectiva variable.

Los orígenes del crecimiento de la base monetaria son explicados en este trabajo siguiendo la metodología adoptada por Barro (1973). Según este enfoque:

$$B = RI + CI - PNM \quad (6)$$

donde RI son las reservas internacionales, CI es el crédito total del Banco de la República a los distintos sectores y PNM los pasivos no monetarios.

De ello se sigue que:

$$\Delta B = \Delta RI + \Delta CI - \Delta PNM \quad (7)$$

Ecuación que se puede expresar como:

$$\Delta B = \Delta RI + CIG + CISP - \Delta PNM \quad (8)$$

donde CIG y CISP son el crédito del Banco de la República al Gobierno y el crédito del Banco de la República a los sectores privados no gubernamentales, respectivamente, expresados como variables flujo.

Si el crecimiento de las reservas internacionales se descompone entre aquella parte que obedece a las transacciones externas del sector privado y las que son producto del endeudamiento externo neto del Gobierno (CEG), la ecuación 8 puede expresarse como:

$$\Delta B = (\Delta RI - CEG) + (CEG + CIG) + (\Delta CISP - PNM) \quad (9)$$

De la manera descrita, la variación en términos absolutos de la base monetaria se divide entre el efecto que sobre ella tiene el déficit en cuenta corriente del sector privado, que en el trabajo denominamos balanza en cuenta corriente ajustada; la financiación monetaria del déficit fiscal, constituida por el endeudamiento externo y el crédito del Banco de la República; y, el crédito interno neto que otorga el Banco de la República a los sectores no gubernamentales.

Anexo 5

Contribución porcentual de los determinantes de la base monetaria a su crecimiento

Año	Financiación monetaria del déficit fiscal	Cuenta corriente ajustada	Crédito interno neto del Banco de la República	Total
1965	98,0	80,0	-78,0	100,0
1966	7,0	-65,0	158,0	100,0
1967	104,0	0,0	-4,0	100,0
1968	36,0	0,0	64,0	100,0
1969	36,0	-5,0	69,0	100,0
1970	51,0	-17,0	66,0	100,0
1971	224,0	-42,0	-82,0	100,0
1972	91,0	28,0	-19,0	100,0
1973	30,0	27,0	43,0	100,0
1974	51,0	-23,0	72,0	100,0
1975	17,0	58,0	25,0	100,0
1976	-26,0	153,0	-27,0	100,0
1977	-18,0	129,0	-11,0	100,0
1978	-25,0	112,0	13,0	100,0
1979	-58,0	246,0	-88,0	100,0
1980	14,0	154,0	-68,0	100,0
1981	47,0	80,0	-27,0	100,0
1982	181,0	-17,0	-64,0	100,0
1983	118,0	-256,0	238,0	100,0
1984	369,0	-140,0	-129,0	100,0
1985	71,0	105,0	-76,0	100,0
1986	72,0	225,0	-197,0	100,0
1987	53,0	105,0	-58,0	100,0
1988	163,0	110,0	-173,0	100,0
1989	67,0	100,0	-67,0	100,0
1990	-199,0	315,0	-16,0	100,0
1991	17,0	211,0	-128,0	100,0

Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Anexo 6 Determinantes del multiplicador de la base monetaria

Año	Reservas/ Depósitos	Efectivo/ Depósitos	Multiplicador
1960	0,19	0,65	1,98
1961	0,15	0,57	2,18
1962	0,27	0,53	1,92
1963	0,15	0,59	2,16
1964	0,19	0,60	2,04
1965	0,21	0,60	1,98
1966	0,19	0,60	2,01
1967	0,22	0,55	2,02
1968	0,35	0,57	1,71
1969	0,44	0,56	1,57
1970	0,43	0,58	1,57
1971	0,43	0,57	1,58
1972	0,41	0,58	1,60
1973	0,45	0,50	1,57
1974	0,48	0,54	1,51
1975	0,51	0,56	1,46
1976	0,56	0,57	1,39
1977	0,64	0,65	1,28
1978	0,68	0,66	1,24
1979	0,71	0,67	1,21
1980	0,72	0,62	1,21
1981	0,75	0,64	1,18
1982	0,67	0,67	1,24
1983	0,51	0,70	1,40
1984	0,43	0,72	1,49
1985	0,44	0,70	1,49
1986	0,50	0,65	1,43
1987	0,48	0,65	1,46
1988	0,50	0,66	1,44
1989	0,50	0,61	1,45
1990	0,52	0,63	1,42

Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Anexo 7

Subsidio a la tasa de interés por los fondos de fomento

La determinación exacta de los subsidios que otorgaron los fondos de fomento requiere conocer las tasas de interés que los intermediarios financieros cobraban en esas operaciones, para compararlas con las tasas que ellos cobraban en las operaciones no controladas.

Como las tasas activas de los créditos de fomento fueron muchas para un mismo fondo y en un mismo año, ello supondría tener información de la cartera por cada tipo de operación o, alternativamente, conocer la tasa implícita promedio de los redescuentos de los fondos para sumarle a ella los puntos adicionales que cobraban los intermediarios. Desafortunadamente esa información no está disponible.

Ante dicha dificultad, en este anexo (Cuadro A7.1) se utilizan las bases de datos que para el período 1968-1979 construyó Carrizosa (1979) a fin de cuantificar los subsidios. En esencia, lo que se hace es tomar la tasa de descuento a la que se negociaba libremente en el mercado el certificado de abono tributario (CAT), que era un papel de muy bajo riesgo, y compararla con la tasa del crédito de fomento para los distintos fondos, tasa esta última que se obtiene como el promedio entre la tasa máxima y la tasa mínima de sus operaciones.

Para el período 1979-1988 la tasa de mercado que se utilizó es la tasa activa de los bancos en las operaciones no controladas, y la tasa que se cobraba en las operaciones de los fondos se obtiene como la suma de la tasa de redescuento —o tasa de colocación de los fondos— más cuatro puntos porcentuales, en los que se estima el margen de los intermediarios financieros. Las tasas de redescuento de los distintos fondos son tomadas del trabajo de Gómez (1990).

Cuadro A7.1
Subsidio a la tasa de interés por los fondos de fomento

Año	Porcentajes						
	FFAP	FFI	FIP	FCE	Proexpo	FDU	FDE
1968	6,3	5,3	8,1	-	12,8	4,3	-
1969	2,2	1,2	0,2	-	8,5	0,2	-
1970	2,2	0,2	0,2	-	8,5	0,2	-
1971	-2,8	-4,6	-4,6	-	7,3	-4,1	-
1972	7,5	1,0	-2,9	-	2,1	1,6	-
1973	7,7	5,2	1,2	-	6,2	5,7	-
1974	9,2	11,7	8,0	-	8,7	12,2	-
1975	8,7	5,2	3,2	-	8,2	9,2	-
1976	9,2	5,7	3,7	-	8,7	3,7	6,7
1977	10,2	5,2	3,7	-	13,2	3,2	6,2
1978	35,2	10,1	11,6	-	18,6	8,6	11,6
1979	21,1	15,1	18,1	-	20,6	8,6	14,6
1980	13,2	10,8	3,3	-	-	-	-
1983	18,4	14,2	11,8	14,5	-	-	-
1985	20,1	14,7	11,6	18,4	-	-	-
1986	17,9	14,1	11,7	17,2	-	-	-
1987	17,5	13,2	9,7	13,3	-	-	-
1988	18,6	12,9	10,7	11,8	-	-	-

Fuente: cálculos de los autores.

Anexo 8

Sesiones celebradas y resoluciones emitidas por la Junta Monetaria

Año	Actas		Número de sesiones	Resoluciones emitidas	Promedio de resoluciones emitidas por sesión
1963	1	5	5	5	1
1964	6	50	45	48	1,07
1965	51	104	54	51	0,94
1966	105	162	58	56	0,97
1967	163	219	57	70	1,23
1968	220	268	49	73	1,49
1969	269	316	48	79	1,65
1970	317	359	43	91	2,12
1971	360	407	48	99	2,06
1972	408	453	46	84	1,83
1973	454	498	45	76	1,69
1974	499	539	41	87	2,12
1975	540	562	23	77	3,35
1976	563	584	22	86	3,91
1977	585	632	48	69	1,44
1978	633	676	44	49	1,11
1979	677	705	29	73	2,52
1980	706	737	32	65	2,03
1981	738	778	41	49	1,2
1982	779	823	45	83	1,84
1983	824	883	60	115	1,92
1984	884	932	49	99	2,02
1985	933	983	51	106	2,08
1986	984	1.037	54	95	1,76
1987	1.038	1.079	42	85	2,02
1988	1.080	1.128	49	89	1,82
1989	1.129	1.183	55	85	1,55
1990	1.184	1.234	51	80	1,57
1991	1.235	1.256	22	61	2,77
Total			1.256	2.185	1,74

Fuente: Actas de la Junta Monetaria.

Anexo 9

Asesores de la Junta Monetaria

Nombre	Período
Hernando Gómez Otálora	1964-1968
Álvaro López Toro	1964
Jorge Ruiz Lara	1965-1969
Miguel Urrutia	1968-1970
Leonel Torres	1970-1974
Francisco Ortega	1970-1975
Eduardo Sarmiento	1974-1978
Juan Camilo Restrepo	1975-1977
Haroldo Calvo	1977-1978
Juan Camilo Restrepo	1978-1981
Luis Eduardo Rosas	1978-1982
Jorge García García	1981-1982
Juan Carlos Jaramillo	1982-1984
Fernando Montes N.	1982-1984
Manuel Ramírez	1984-1985
Carlos Caballero A.	1984-1986
Gilberto Gómez A.	1985-1987
Armando Montenegro	1986-1989
Rudolf Hommes	1987-1988
Javier Fernández R.	1988-1990
Jaime Jaramillo Vallejo	1989-1991
Ulpiano Ayala	1991
Hernando José Gómez	1990-1991

Fuentes: Actas de la Junta Monetaria; Meisel (1996).

Anexo 10

Fuentes de las estadísticas

A continuación se describen las fuentes de donde se obtuvieron los datos para algunos de los gráficos que se presentan en el texto; además, aquí se precisa la manera como se calcularon algunas variables. Los datos están a disposición de los lectores y pueden solicitarse a los autores.

- Gráfico 5. La inflación se calculó como la variación porcentual anual del índice de precios al consumidor y del deflactor implícito del PIB. Fuentes: Para el deflactor implícito del PIB: DNP, DANE; cálculos del Banco de la República. Para el índice de precios al consumidor: DANE.
- Gráfico 6. La inflación promedio para cada década se calculó como la media geométrica de la variación porcentual anual del deflactor implícito del PIB y del índice de precios al consumidor. Para el deflactor implícito del PIB: DNP, DANE; cálculos del Banco de la República. Para el índice de precios al consumidor: DANE.
- Cuadro 5. El coeficiente de variación para la inflación se calculó como la razón entre la media geométrica de cada variable y su desviación estándar, en cada década. Fuentes: Para el deflactor implícito del PIB: DNP, DANE; cálculos del Banco de la República. Para el índice de precios al consumidor: DANE.
- Gráfico 8. Se utiliza la serie mensual del UPAC disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/upac>; la serie se deflacta con el índice de precios al consumidor base 2008, disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/ipc>
- Gráfico 9. El índice de la tasa de cambio real se calcula como la razón entre la tasa de cambio nominal multiplicada por la razón entre el índice de precios de los Estados Unidos base 1923 y el índice de precios al consumidor base 1923 para Colombia, este cálculo se convierte en un índice utilizando como base en 1930. Fuentes: Tasa de cambio nominal: Revistas del Banco de la República; índice de precios de los Estados Unidos: <http://www.measuringworth.com/inflation/>; índice de precios al consumidor para Colombia: DANE, cálculos de los autores.
- Gráfico 10. Fuente: Revista del Banco de la República, años: 1964, 1965, 1970, 1973, 1975, 1977, 1981, 1982, 1984, 1989, 1990, 1991, 1992.

- Gráfico 11. El multiplicador se calculó como la razón entre M1 y la base monetaria. Fuente: *Revista del Banco de la República*, años: 1964, 1965, 1970, 1973, 1975, 1977, 1981, 1982, 1984, 1989, 1990, 1991, 1992.
- Anexo 3. Las reservas internacionales se obtienen de la *Revista del Banco de la República* en pesos, y se dividen por la tasa de cambio nominal promedio anual disponible en las revistas del Banco. El saldo en cuenta corriente en dólares para cada año se obtiene del Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.
- Anexo 5. Fuente: *Revista del Banco de la República*, años: 1964, 1965, 1970, 1973, 1975, 1977, 1981, 1982, 1984, 1989, 1990, 1991, 1992.
- Anexo 6. Fuente: *Revista del Banco de la República*, años: 1965, 1967, 1970, 1973, 1975, 1977, 1981, 1982, 1984, 1989, 1990, 1991, 1992.